

信用等级公告

联合[2014] 1214 号

联合资信评估有限公司通过对海宁市资产经营公司及其拟发行的2014年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

海宁市资产经营公司

主体长期信用等级为

AA

海宁市资产经营公司

2014年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月十一日



海宁市资产经营公司

2014 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 于兑付日一次性兑付本金

发行目的: 置换银行贷款

评级时间: 2014 年 7 月 11 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	363.26	402.35	528.11	540.47
所有者权益(亿元)	177.55	203.94	238.29	243.51
长期债务(亿元)	88.92	79.41	136.60	171.12
全部债务(亿元)	116.29	114.15	179.48	198.02
营业收入 (亿元)	38.60	40.92	55.49	9.93
利润总额 (亿元)	10.00	12.29	17.35	5.55
EBITDA(亿元)	17.07	19.92	29.46	--
经营性净现金流(亿元)	20.55	21.06	36.45	1.90
营业利润率(%)	27.19	31.46	33.80	44.86
净资产收益率(%)	4.53	4.75	5.68	--
资产负债率(%)	51.12	49.31	54.88	54.95
全部债务资本化比率(%)	39.58	35.89	42.96	44.85
流动比率(%)	227.30	180.35	199.32	254.83
全部债务/EBITDA(倍)	6.81	5.73	6.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.49	4.23	3.89	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.71	1.99	2.95	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

李小建 车驰

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”) 是海宁市从事城建、交通和水务等公益性和准经营性项目建设、投资和运营, 以及皮革专业市场、旅游资源、生物农药生产等经营性资产运营的主体。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级反映了公司在所属区域经济实力较强、公益性业务区域垄断性较高以及政府支持力度大等方面的优势, 并肯定了其经营性业务已形成的竞争实力。联合资信同时注意到, 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, 公司治理结构和内控管理有待于进一步强化等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

海宁市经济增长势头良好, 政府对公司公益性和准经营性业务支持力度相应不断增强, 加之公司经营性业务盈利水平稳步增长, 有望进一步支撑其财务及信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 近年来海宁市区域经济实力不断增强, 财政一般预算收入不断增长, 为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司作为海宁市重要的国有资产经营公司, 承担了海宁市城建、交通、水务等公益性和准经营性基础设施项目建设和运营, 政府支持力度大, 且长期持续稳定的资金和资源支持为公司发展提供了重要的支撑。
3. 公司皮革专业市场开发经营等经营性业务盈利水平稳定增长, 在业内已形成较强的

竞争实力，为公司未来发展形成有力支持。

4. 公司EBITDA、经营活动现金流入量与净额对本期中期票据的保障能力较好。

关注

1. 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。
2. 公司治理结构和内控管理有待于进一步强化。
3. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。
4. 公司未来投资规模大，对外融资需求较强。
5. 公司其他应收款持续快速增长，对公司资金形成一定占用。

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、海宁市资产经营公司 2014 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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2014年3月底，公司注册资本变更至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。

截至2014年3月底，公司拥有一级子公司17家，其中下属子公司浙江钱江生物化学股份有限公司为上交所上市公司（以下简称“钱江生化”，股票代码“600796”），公司持有其33.30%的股份；下属子公司海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”，股票代码“002344”）为深交所上市公司，公司持有其58.97%的股份。公司本部设立了办公室、资产运营部、产权管理部及投资发展部四个职能部门。

截至2013年底，公司资产总额为528.11亿元，所有者权益合计238.29亿元；2013年公司实现营业收入55.49亿元，利润总额为17.35亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额540.47亿元，所有者权益合计243.51亿元；2014年一季度，公司实现营业收入9.93亿元，利润总额为5.55亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司计划于2014年注册并发行中期票据10亿元（以下简称“本期中期票据”），期限5年。

本期中期票据无担保。

本期中期票据募集资金10亿元将全部用于偿还银行贷款。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在

全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能

过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极

的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

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

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持

城市基础设施的投资建设。

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

(2) 行业政策

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

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19号文对融资平台债务进行全面清理（1）对

于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。

(2) 融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

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

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

如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。(1) 禁止地方政府公益性项目向影子银行举债(2) 地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购(BT)责任等方式举借政府性债务(3) 地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目(4) 制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013年4月，银监会下发《关于加强2013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。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风

险集中在银行系统内。

2013年8月底，国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”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。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资0.92万亿元，比上年增长32.5%；第二产业投资18.48万亿元，增长17.4%；第三产业投资24.25万亿元，增长21.0%。2013年全年房地产开发投资8.60万亿元，比上年增长19.8%，其中，住宅投资5.90万亿元，增长19.4%，办公楼投资0.47万亿元，增长38.2%；商业营业用房投资1.19万亿元，增长28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年，中国城镇化率为53.37%，较

上年提高0.8个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

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的影响。

（1）海宁市经济概况

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。

表1 2011~2013年海宁市主要经济指标
(单位：亿元、%)

项目	2011	2012	2013	复合增长率
地区生产总值	532.67	575.62	633.65	9.07
第一产业增加值	24.26	24.43	25.62	2.76
第二产业增加值	320.77	339.58	364.19	6.55
第三产业增加值	187.63	211.61	243.84	14.00
固定资产投资	248.97	303.67	368.35	21.63
社会消费品零售总额	211.64	242.8	269.34	12.81

资料来源：2011~2012年海宁市国民经济和社会发展统计公报；2013年度全市国民经济运行情况通报

海宁市经济规模、经济结构和经济增速均保持较好的水平，产业结构不断优化，区域经济实力显著提高。根据2011、2012年海宁市国民经济和社会发展统计公报和海宁市2013年度全市国民经济运行情况通报，2011~2013年，海宁市分别实现地区生产总值（GDP）532.67亿元、575.62亿元和633.65亿元，年均复合增长率为9.36%。2013年，海宁市产业结构进一步调整，三次产业比例为4.0:57.50:38.5。2013年全市生产总值为633.65亿元，按可比价计算，比上年增长9.5%，高于嘉兴0.2个百分点，人均GDP（按照户籍人口计算）94912元，增长9.0%。总体来看，海宁市经济运行保持平稳，呈现良好态势。

2011~2013年，海宁市固定资产投资继续保持较高水平的快速增长，分别达到248.97亿元、303.67亿元和368.35亿元，年均复合增长率为21.63%。固定资产投资中，第一产业完成投资2.07亿元，同比增长94.4%；第二产业完成投资172.53亿元，同比增长18.5%，第三产业完成投资193.75亿元，增长23.4%。第二产业投资中，工业生产性投资完成172.30亿元，增长18.4%；三次产业投资比例由上年同期的

0.35:47.96:51.69调整为0.56:46.84:52.60。

总体看，海宁市良好的区位优势、快速增长的区域经济等因素为城市发展提供了有力支撑。

（2）财政状况

2011~2013年，海宁市地方财政可控收入呈波动上升趋势，2013年海宁地方财政收入141.70亿元，较2012年增长48.66%。从收入结构看，2011~2013年海宁市一般预算收入所占可控财力的比重波动上升，分别为30.77%、46.46%和37.17%。税收收入在一般预算收入中占比大且逐年增长，反映了海宁市一般预算收入的质量较好。

海宁市政府性基金收入基本主要为国有土地使用权出让收入，2013年海宁市国有土地使用权出让收入为61.61亿元，政府性基金收入已成为地方综合财力的重要来源之一，但近年受房地产调控影响，近3年国有土地使用权出让收入波动较大。总体看，国有土地使用权出让在一定程度上增强了海宁市的财政调节能力，但考虑到土地市场的不确定性，未来政府性基金收入存在不确定性。

表 2 2011~2013 年海宁市财政收支数据（单位：万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
地方可控财力	1261573	953188	1417044
一般预算收入	388194	442890	524888
其中：税收收入	390121	433784	498623
非税收入	-1927	9106	26265
上级补助收入	126414	137188	178449
其中：返还性收入	49399	55319	56792
一般性转移支付收入	30554	33583	47733
专项转移支付收入	46461	48286	73924
政府性基金收入	717275	342626	685443
其中：国有土地所有权出让收入	717275	342626	616117
预算外财政专户收入	29690	30484	28264
财政支出	1176112	882711	1216985
其中：一般预算支出	398663	433163	511850
政府基金支出	746789	419437	673868
预算外支出	30660	30111	31267

资料来源：海宁市财政局；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。

财政支出方面，2011~2013年海宁市地方财政支出分别为117.61亿元、88.27亿元和121.70亿元。从收支平衡来看，近三年海宁市的财政平衡率（一般预算收入/一般预算支出）分别为97.37%、102.25%和102.55%，一般预算收入对支出的覆盖能力较好。

总体来看，近年来海宁市区域经济的快速发展为财政收入提供了较好的税源基础，一般预算收入增长较快，同时财政支出规模也相应扩大，一般预算收入对一般预算支出的覆盖能

力较好。联合资信认为，其经济在未来几年还将保持快速发展的态势，地方财政收入将随之提高，但国有土地使用权出让收益的波动对在一定程度上影响了海宁市的财政调节能力。

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2013年底，海宁市政府全部债务余额81.56亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为60.51%，总体债务水平一般。

表3 海宁市2013年地方财力及地方债务状况（单位：万元）

地方债务（截至203年底）	金额（万元）	地方财力（2013年）	金额
（一）直接债务余额	805115	（一）地方一般预算收入	524888
1、外国政府贷款		1. 税收收入	498623
2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	26265
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	178449
3、国债转贷资金		1. 一般性转移支付收入	47733
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	73924
5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	56792
6、国内金融机构借款	474475	（三）国有土地使用权出让收入	616117
（1）政府直接借款		1. 国有土地使用权出让金	585830
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	474475	2. 国有土地收益基金	28677
7、债券融资	317500	3. 农业土地开发资金	1610
（1）中央代发地方政府债券	30000	4. 新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	287500	（四）预算外财政专户收入	28264
8、粮食企业亏损挂账	2140	（五）其他基金收入	
9、向单位、个人借款	8000		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	3000		
（二）担保债务余额	20874		
1、政府担保的国内金融机构借款	19578		
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	1296		
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	815552	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1347718
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			60.51%

资料来源：海宁市财政局

总体来看,海宁市经济将持续保持快速增长、一般预算收入增长较快,政府负债占GDP的比重较低,地方政府债务率较高。同时,海宁市经济的快速发展为政府财政收入提高了保障。

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2014年3月底,公司拥有一级子公司17家,其中海宁皮城、钱江生化为上市公司,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

目前公司有董事7人,监事5人。公司董事长兼总经理许建明先生,1964年生,研究生学历,高级会计师职称,无海外永久居留权,1983年8月至2010年3月,历任海宁市财政局办事员、科长、党委副书记、副局长;2010年3月至2012年3月,历任海宁市人大财经工委主任委员;2012年3月至2013年2月,历任海宁市财政局党委副书记、局长;2012年7月至今,任海宁市地方税务局局长、海宁市财政局党委书记、局长;2013年6月至今,任海宁市资产经营公司董事长、总经理。公司副总经理孙伟先生,1971年生,大学学历,经济师,历任海宁市资产经营公司总经理助理兼市财政局国资科科长;2012年5月至今任海宁市财政局副局

长、党委委员、海宁市资产经营公司副总经理兼董事。总体来看,公司高层管理人员具有良好的专业背景和长期的管理经验,整体素质较好,满足公司经营管理需要。

截至2014年3月底,公司在职人员1786人,按文化程度分,本科及以上学历占17.36%,大专占20.16%,中专及以下62.49%;按专业结构分,生产人员占62.99%,营销人员占6.38%,技术人员占23.01%,行政管理人员占7.61%;按年龄结构分,30岁以下占30.52%,30-50岁占49.70%,50岁以上占20.50%。公司员工的整体素质较好,年龄结构满足公司经营管理需要。

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。

为了扩大公司对外投资能力,加强资本运作功能,海宁市财政局多次对公司增资,公司注册资本从0.52亿元增至20亿元。

为壮大公司竞争实力,海宁市政府通过国有资产整合,将海宁皮城、钱江生化等经营性资产置入公司,同时将政府办公楼、建设大楼等国有资产划拨给公司,该部分主要反映在资本公积。截至2013年底,公司资本公积158.25亿元,较2012年底净增加23.51亿元。

根据海宁市人大常委会海人大[2008]37号文,海宁市人大同意海宁市政府自2008年至2015年拨付财政补贴总计25亿元,前5年每年实际补贴额不少于2亿元,第6年实际补贴额不少于5亿元,第7年实际补贴额不少于7亿元,专项用于海宁市资产经营公司城市基础设施项目建设和公司债券的本息偿付。2011-2013年,公司获得的政府补助收入分别为5.88亿元、8.73亿元和7.74亿元。

联合资信认为,海宁市财政一般预算收入的增长较为强劲,同时,海宁市财政局对公司的支持力度大且持续稳定,有望为公司尤其是

公益性和准经营性业务板块未来发展提供强有力的支撑。

5. 下属上市公司

海宁皮城

2010年1月,海宁皮城在深圳证券交易所挂牌上市(“海宁皮城”,股票代码“002344”),截至2014年3月底,海宁皮城注册资本11.20亿元,其中公司控股58.97%。

海宁皮城主要经营皮城商铺及配套物业的租赁和销售、住宅开发销售、商品销售等业务(详见经营分析)。

截至2013年底,海宁皮城资产总计75.22亿元,所有者权益合计39.37亿元;2013年海宁皮城实现营业收入29.33亿元,利润总额14.02亿元。

截至2014年3月底,海宁皮城资产总计78.88亿元,所有者权益合计42.28亿元;2014年一季度,海宁皮城实现营业收入5.71亿元,利润总额3.73亿元。

钱江生化

钱江生化是经浙江省股份制试点工作协调小组浙股(1993)41号文批准,由原浙江省海宁农药厂、浙江省煤炭运销公司海宁市运销处和海宁市石料厂等单位共同发起设立,1997年,钱江生化在上海证券交易所上市(股票代码“600796”)。

钱江生化主要经营兽药生产业务、生物农药的制造、销售及技术服务(详见经营分析)。

截至2013年底,钱江生化资产总计11.41亿元,所有者权益合计5.18亿元;2013年钱江生化实现营业收入4.82亿元,利润总额0.43亿元。

截至2014年3月底,钱江生化资产总计11.66亿元,所有者权益合计5.57亿元;2014年一季度,钱江生化实现营业收入0.88亿元,利润总额0.05亿元。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司自设立以来,建立了符合《公司法》及其他法律法规要求的规范化公司治理结构。根据有关法律、法规以及公司章程,公司制定了董事会议事规则和监事会议事规则,董事会和监事会均按照各自的议事规则独立有效运作。公司实行董事会领导下的经理负责制,由经理负责公司的经营管理工作,并建立了较完善的董事会、监事会和经营管理等工作制度,其产生机制如下:董事会成员7人,其中出资人委派6人,职工代表大会选举产生1人。董事会设董事长一名,董事长是公司的法定代表人;监事会成员5人,其中出资人委派3人,职工代表大会选举产生2人;监事会设主席1人,由出资人在监事会成员中指定产生。

2. 管理水平

公司本部共设四个职能部门,即办公室、资产经营部、产权管理部及投资发展部,基本满足目前管理需要。

由于公司实体化运作起步较晚,公司治理和监管模式有待完善,在公益性和准经营性项目上的管理,主要依托政府行政措施和企业主管部门监管,公司市场化运作程度不高。

从投融资风险控制体系来看,对于公益性和准经营性项目,公司按照市政府当年城市建设计划要求定政策、定盘子、定资金、定监管模式;具体项目执行时,由项目公司按照市政府下达的任务分别融资和分头实施;对于经营性项目,则由子公司按照市场化运作方式自行筹资,但投资项目须报公司本部决策机制讨论通过。

从公司本部对下属子公司的管控力度看,由于重组时间尚短,公司本部在资产管理和人事等方面还需要进一步整合,但考虑到目前海宁市新的国有资产管理体制是:市政府为全市国有资产的出资人,并分别授权财政局和资产

经营公司对所属企业的国有资产分别实施监督管理和经营管理，而海宁市财政局是公司的出资人。基于这种股权和管理关系，公司对下属子公司管控能力的整合趋势向好。

总的来看，目前公司投融资风险控制体系能满足现阶段管理需要。公司对下属企业的整合管理还没有完全到位，但基于目前海宁市委、市政府对国有资产管理 and 公司实体化运作模式的推进，公司对下属子公司未来管控整合

趋势向好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务主要包括下属两家上市公司运营、城市污水处理等。公司主要收入来源为商品销售、房屋销售、房屋租赁以及水费收入（见下表）等。

表 4 公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
农药兽药	40466.31	15.30	33647.15	18.61	37784.40	21.08	6579.77	26.99
商贸	44691.29	12.87	40204	3.89	45765.99	3.56	6818.27	3.69
商品房销售	38509.05	33.46	65089.73	49.59	57768.74	39.14	876.71	65.18
商铺销售	46660.55	64.24	36617.19	54.65	71118.59	79.68	-5.36	
安置房销售	52992.91	12.12	25448.58	0.78	56740.53	7.73	10532.83	3.67
房屋租赁	60438.63	87.13	79236.86	87.55	115415.74	90.09	48920.69	91.43
水费收入	15445.58	-1.48	16908.49	-0.91	19235.11	12.51	4297.98	6.82
污水处理收入	8278.70	-43.52	10613.17	-34.4	17602.66	17.44	4094.92	16.74
土地出让	40041.31	14.60			31860.65	0.33		
其他	38519.87	58.95	101461.1	60.28	89755.00	82.23	17080.91	43.10
合计	386044.20	33.40	409226.3	39.71	543047.41	45.87	99196.71	53.37

资料来源：公司提供

2011~2013年，公司营业收入年均增长18.60%，2013年为55.43亿元，其中主营业务收入54.30亿元。从收入构成上看，2013年各板块收入占比较为平均。从毛利率上看，受商铺销售、安置房销售和污水处理业务收入及毛利率增长影响，2013年公司综合毛利率有所上升，达到45.87%。

2014年一季度，公司实现营业收入9.93亿元，为2013年全年的17.91%；公司实现主营业务毛利率53.37%，较2013年增长7.5个百分点，主要是因为毛利率较高的房屋租赁收入占比大幅提高。

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，旧城改造，土地收购、储备、经营及相关社会事业项目的投资、开发和建设的主体。城投集团成立于2007年12月，由海宁市政府授权公司出资组建，注册资金20亿元，是在原15家基础设施建设投资企业基础上通过资源整合而设立。由于城投集团业务性质公益性很强，其主要运营模式：①对于城市道路等公益性基础设施，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，其还款来源主要为财政拨款（反映在资本公积和补贴收入中），或者公司对公益性项目采用BT模式，建成后，由政府采取回购

的模式收回建设成本。②对于旧城改造和安置房建设，主要通过周边的土地出让收益以及安置房（配比商品房）（详见商品房、安置房板块）销售收入进行收支平衡。

目前城投集团主要在建项目有：群利三期（月亮湾）安置房、长田区块安置房、群利二期（润景嘉苑）、城南大道南侧安置房一期等项目，项目总投资100.25亿元，截至2014年3月底已投资43.12亿元，未来还将投资57.13亿元。

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。交投集团主要运营模式：不收费公路由财政通过安排交通建设专项资金、客运中心265亩土地出让金政府净收益、道路周边的广告资源使用费等作为项目资本金，或者银行贷款后，银行贷款还款来源主要为市财政安排的交通建设专项资金（每年市财政安排的交通建设专项资金不少于1.2亿元）；收费公路则通过项目收益或者土地进行质押或抵押，项目建成后，通过收费还贷的方式来平衡支出。海宁市对于收费公路车辆通行费收入和支出实行“财政收支两条线”管理，以确保通行费首先用于还款，专款专用。

未来交投集团主要项目有：硖尖公路北段改建和08省道改建工程等项目，项目总投资9.76亿元，截至2014年3月底已完成投资2.65亿元，尚需投资7.12亿元，项目资金来源主要为市财政、自筹以及代建。

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。

农药兽药的销售来自公司控股子公司钱江生化。近年来受益于钱江生化加大促销力度，调整产品结构，增加植物生长调节剂及兽药类产品的生产和销售，以及产品价格的回升，农药兽药的销售一直呈上升趋势。2012年主营业务收入同比下降16.85%，为3.36亿元，主要系钱江生化二分厂关停后导致当期产能大幅减少所致。2013年同比增长12.30%，销售收入增至3.78亿元，主要原因是三分厂配套项目于2012年底完成，原有产能得到恢复，生产和销售均比上年大幅增长，特别是兽药硫酸粘杆菌素产品的销售收入增幅达99.82%。2011~2013年，农药兽药板块收入有所波动，2013年为3.78亿元。2014年一季度，该板块业务收入为0.66亿元，为2013年全年的14.71%。

从毛利率上看，2011~2013年农药兽药板块毛利率保持增长，主要受产品价格变化、原材料价格波动以及产品结构调整影响，近三年分别为15.30%、18.61%和21.08%。2014年一季度，该板块实现毛利率26.99%，较2013年上升5.91个百分点，主要原因是公司通过不断改进生产工艺路线，降低消耗，提高生产水平，以期达到降低生产成本，维持毛利率的稳定。

从原材料采购上看，钱江生化的主要生产原材料为原煤、淀粉、碎米，三者占到钱江生化总成本的40%。其中，原煤每月使用量7515吨左右，主要向嘉兴港区浙燃煤炭有限公司、大丰市佳诣电力燃料有限公司采购；淀粉和碎米的年消耗量分别为500吨和710吨左右，淀粉主要向河北德瑞淀粉有限公司采购，碎米主要向安徽省无为县农兴粮油购销有限公司采购。从集中度上看，钱江生化前5名供应商采购金额占采购总额的35.90%左右，集中度较为分散。

从产品结构上看，钱江生化根据市场需求及自身经营状况适时调整产品结构，增加了植物生长调节剂（赤霉素）的生产与销售，2013年全年实现农药收入2.77亿元，较2012年增长5.13%，实现兽药收入0.58亿元，较2012年上升

99.82%。

从产品销售区域上看，钱江生化产品内销占比65.53%。

从产品销售集中度上看，2013年前5名客户销售额占销售总额的22.43%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，受益于产品价格回升、产品结构调整和营销力度加大，钱江生化农药兽药业务整体销售略有下降，但毛利率逐步提高。

商贸

商贸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。截至2014年底，皮革城进出口公司注册资本200万元，公司持股74.50%。

2011~2013年，皮革城进出口公司业务规模保持稳定，商贸销售收入年均增长1.20%，2013年商贸销售收入实现4.58亿元。2014年1~3月，皮革城进出口公司实现商贸销售收入0.68元。

2011~2013年，公司商贸毛利率下降较快，分别为12.87%、3.89%和3.56%。2014年1~3月，公司商贸毛利率为3.69%。

商品房

商品房销售收入主要来自海宁皮城，少部分来自城投集团配比商品房销售（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）。

2011年东方艺墅项目首次交房确认收入，全年实现商品房销售收入3.85亿元；2012年，公司商品房实现销售收入6.51亿元；2013年，公司商品房实现销售收入5.78亿元，较上年下降11.25%，主要是东方艺墅当期确认收入较上年同期减少，新增的华盛嘉苑项目销售价格较低所致。从商品房销售收入占营业收入的比重看，近三年有所波动。

从毛利率上看，2013年商品房销售实现毛

利率39.14%；2014年1~3月，实现毛利率65.18%。

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。

2011~2013年，公司房屋租赁实现收入分别为6.04亿元、7.92亿元和11.54亿元，年均增长38.19%，主要原因是近年来，随着海宁皮城中国皮革城各期项目的陆续竣工可租面积持续增加；另一方面，由于海宁皮城经营模式相对成熟，为承租方带来稳定收益，受此推动，租金价格呈上涨趋势。

随着租赁面积及价格的上升，公司租赁收入在营业收入中的占比呈上升趋势。2014年1~3月，公司房屋租赁实现收入4.89亿元，实现毛利率91.43%，占主营业务收入比重上升至49.32%。

截至目前，海宁皮城专业市场业务已经由浙江海宁拓展到辽宁佟二堡、江苏沭阳、河南新乡、四川成都等地，保持较快的扩张速度。2011~2013年，随着海宁皮革城五期项目和佟二堡皮革城二期等项目的相继开业，公司可出租商铺面积在经历大幅增长后趋于平缓，2013年为65.62万平方米。从商铺出租率上看，公司商铺出租情况良好，近年来基本实现100%出租。

表5 公司近三年房屋租赁情况
(单位：万平方米、亿元)

项目名称	2011年	2012年	2013年
可出租商铺面积	43.15	60.75	65.62
已出租商铺面积	43.15	60.75	65.62
商铺租赁收入	5.64	7.66	15.63

资料来源：公司提供

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。

海宁皮城所经营的专业皮城市场，其前期开发需投入大量资金，为了更好更快的拓展市场，占据市场份额，海宁皮城会将少许的商铺进行销售，加速资金周转。商铺及配套物业的销售业务随着公司各项物业的开发及销售时间不同而具有一定的波动性。

公司商铺销售收入2011年同比增长48.29%，主要是佟二堡皮革城一期市场出售商铺在该年实现销售收入所致。公司商铺销售收入2012年同比下降21.53%，主要是考虑后期发展调整经营模式，部分拟售商铺转为对外租赁所致。2013年公司商铺销售收入同比增长94.22%，主要是成都海宁皮革城一期商铺销售确认收入和本部三期品牌风尚中心部分物业销售确认收入所致。2014年1-3月，公司未实现商铺销售，当期销售收入为-5.36万元，主要是部分已售商铺因面积差返还相应认购款所致。

表 6 海宁皮城商铺销售情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
销售合同金额（万元）	37075.32	63775.59	73252.57	
销售面积（平方米）	63167.30	36332.63	51140.85	
销售均价（元/平方米）	5869.38	17553.25	13906.42	
已收未结转金额（万元）	5609.64	17115.04	2133.98	2234.66
结转收入（万元）	46660.55	36617.19	71118.59	

资料来源：公司提供

近三年，公司主要销售的商铺项目共3个，其中海宁皮城三期为持续在售项目，海宁皮城四期及成都皮革城一期均已竣工并实现销售。成都皮革城一期位于成都新都区北星大道二段877号。项目总投资6.63亿元，占地面积59亩，建筑面积22万平方米。2012年开始销售，截至2014年3月末，已全部实现销售。海宁皮革城三期位于海宁市海州路南侧、嘉海线西侧，集展示销售、设计研发、品牌销售、总部管理、商务办公于一体的皮革行业总部商务区。项目总投资6亿元，占地面积150亩，建筑面积22万平方米。2010年开始销售，截至2014年3月底，已销售11.37万平方米。海宁皮革城四期位于海宁市海州路北侧、嘉海线西侧，主要为裘皮服装展示及销售商务区。项目总投资3.38亿元，占地面积74亩，建筑面积12万平方米。2010年开始销售，截至2014年3月底，已全部实现销售。截至2014年3月底，公司在建项目包括灯塔佟二堡三期项目、海宁皮城六期

项目和哈尔滨皮革城项目。上述项目除成都皮革城位于成都，灯塔佟二堡三期项目位于辽宁，哈尔滨皮革城项目位于哈尔滨，其余项目均位于海宁本地。

安置房

公司安置房建设主体为城投集团。安置房建设土地由公司通过摘牌所得；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，安置房面积与拆迁户主原住房等面积的部分免费置换，超过户主原住房面积10平方米以内的部分按照安置房成本价格销售，超过户主原住房面积10平方米以及20平方米以内的部分按照经济适用房的价格进行销售，超过原住房面积20平方米以上的部分按照该区域商品房市场价格进行销售。

公司近年来安置房销售情况见下表，由于2012年公司安置房项目尚未结算收入，故安置房销售收入较2011年下降较多，随着各工程的逐步竣工与推向市场，2013年销售收入回升至

5.67亿元。

表7 公司近年来安置房销售情况一览表
(单位: 万平方米、万元)

项目	2011年	2012年	2013年
完成拆迁面积	31.70	35.00	24.58
安置房开工面积	45.00	71.40	60.52
安置房竣工面积	14.81	50.00	20.22
安置房销售收入	52992.91	25448.58	56740.53

资料来源: 公司提供

2011年至2013年, 城投集团拆迁面积累计完成91.28万平方米, 安置房新开工面积累计完成176.92万平方米, 安置房竣工面积累计完成85.03万平方米。

2013年城投集团在安置房建设方面, 全年完成新开工面积60.52万 m^2 , 完成率118.7%; 完成竣工面积20.22万 m^2 , 完成率101.1%。城南大道南侧安置房二期、鹃湖水库拆迁安置房、洛河二期西区块、赞山景苑配套用房等6项目开工建设。鑫泰城、硖北里一期等3项目全部完工。城南大道南侧安置房一期、月亮湾景苑、润景嘉园安置房等10项目进展顺利。

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。

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。

近三年, 随着供水管网、供水量和污水处理量的增加, 公司水费收入及污水处理收入均保持稳定增长, 年均复合增长率分别为11.60%和45.82%, 2013年水费收入及污水处理收入分别为1.92亿元和1.76亿元。

截至2014年3月底, 水务集团拥有自来水厂2个, 日供水能力40万立方米; 拥有污水处理厂2个, 日污水处理能力26万立方米。

2013年, 水务集团完成自来水供应量9740.00万吨, 售水量8935.00万吨, 完成污水

收集处理量7913.00万吨; 自来水出厂水水质综合合格率99.88%, 污水处理厂出水水质达标率100%; 供水产销差率8.26%, 污水产销差率为0。

表8 公司近年来水务处理能力一览表

项目	2011年	2012年	2013年
自来水厂数量(个)	2	2	2
供水能力(万立方/天)	25	40	40
污水处理厂数量(个)	2	2	2
处理能力(万立方/天)	21	21	26

资料来源: 公司提供

海宁市自来水水源来自长山河。海宁市水费价格由政府实行价格指导。2013年8月, 根据海宁市物价局公告第三号发布的《海宁市水价改革实施方案》, 自来水销售价格分“三类8档”。三类为: 居民生活用水、非居民生活用水、特种用水; 8档为: 居民生活用水4档, 非居民生活用水3档(差别水价2档), 特种用水1档。水价调整为1.7元每吨至4.5元每吨不等。

从盈利能力上看, 公司水务板块业务近三年毛利率呈下降趋势且毛利率偏低, 主要系一方面水务的公益性质决定了其经营不以盈利为目的, 另一方面是海宁市政府为提高海宁市对外来企业及投资的吸引力及竞争力, 保持较低的价格所致。

其他业务

公司其他收入主要包括代建收入、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。

2013年公司实现其他收入8.98亿元, 同比下降11.54%, 占比下降至16.53%, 2012年较高主要是系公司子公司海宁市九方机动车驾驶员培训学校及海宁市新欣天然气有限公司纳入合并报表范围, 以及子公司城投集团和交投

集团在2012年度实现代建收入3.40亿元。2014年一季度，公司实现其他收入1.71亿元。

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，逐步成为有核心竞争力的跨行业集团公司。

公司安置房及道路投资规模大，未来重点投资的项目有鹃湖水库拆迁安置房、盐仓污水厂三期工程、海宁丝厂区块二期安置房以及一些城市道路项目，项目总投资62.88亿元，资金来源主要为自筹（17.53亿元）和银行贷款（40.28亿元）。

总体看，公司未来投资规模大，对外融资需求较强。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011至2013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2014年一季度财务报告未经审计。

截至2013年底，公司资产总额合计528.11亿元，所有者权益合计238.29亿元（少数股东权益21.40亿元）；2013年，公司实现营业收入55.49亿元，利润总额17.35亿元。

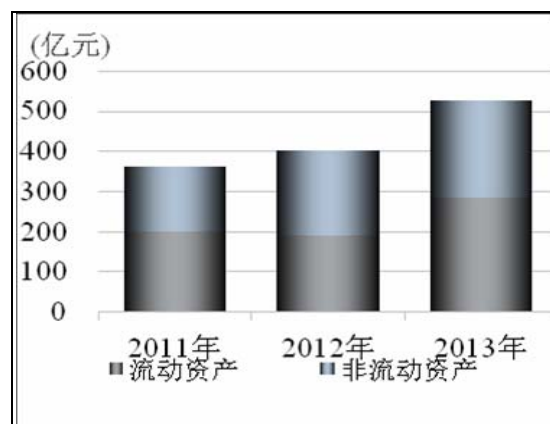
截至2014年3月底，公司资产总额合计540.47亿元，所有者权益合计243.51亿元（少数股东权益22.54亿元）；2014年一季度，公司实现营业收入9.93亿元，利润总额5.55亿元。

2. 资产质量

2011至2013年，公司资产规模快速增长，年均增长20.57%。截至2013年底，公司资产总额合计540.47亿元，其中流动资产占

53.97%，非流动资产占46.03%。

图1 2011~2013年公司资产构成情况



资料来源：审计报告

流动资产

截至2013年底，公司流动资产合计285.01亿元，近三年波动增长，年均增长率为19.52%，其中货币资金占19.40%，其他应收款占23.76%，存货占47.40%。

2011至2013年，公司货币资金快速增长，年均增长28.69%。截至2013年底，公司货币资金合计55.30亿元，其中库存现金占0.02%，银行存款占85.90%，其他货币资金占14.08%。其他货币资金中，质押的定期存单6.71亿元、担保保证金0.53亿元、承兑汇票保证金0.44亿元、贷款保证金0.10亿元、其他保证金20万元和存放于海宁市住房资金管理中心和桐乡市房地产管理处的住房资金0.01亿元，合计7.78亿元。

近三年，公司其他应收款净额快速增长，年均增长50.83%。截至2013年底，公司其他应收款净额合计67.71亿元，计提坏账准备0.66亿元。从账龄来看，1年以内的占69.76%，1至2年的占18.64%，2至3年的占3.73%，3年以上的占7.87%。公司其他应收款前五名主要为海宁市财政局和海宁市尖山新区开发有限公司等，前五名合计金额为29.23亿元，占其他应收款总额的43.17%，集中度一般。

2011至2013年，公司存货波动中有所增

长, 年均增长 7.71%。截至 2013 年底, 公司存货账面价值合计 135.09 亿元, 共计提跌价准备 75.84 万元。公司存货主要以开发成本为主, 占比达到 93.60%, 其余由开发产品等构成。公司拆迁安置房等项目竣工验收结转后反映在开发产品, 尚未竣工完成的则反映在开发成本中。截至 2013 年底, 公司存货中有价值 13.08 亿元的土地使用权已用于抵押担保。

非流动资产

近三年, 公司非流动资产快速增长, 年均增长 21.84%, 截至 2013 年底, 公司非流动资产合计 243.09 亿元, 其中长期股权投资占 21.52%, 投资性房地产占 13.13%, 固定资产占 18.36%, 在建工程占 26.78%, 其他非流动资产占 11.44%。

2011 至 2013 年, 公司长期股权投资快速增长, 年均增长 123.08%。截至 2013 年底, 公司长期股权投资合计 52.33 亿元。2013 年 9 月, 根据海宁市财政局《关于同意投资组建海宁市绿洲投资建设开发有限公司的批复》(海财国资〔2013〕612 号), 由公司和海宁市城南新市镇开发有限公司共同出资设立海宁市绿洲投资建设开发有限公司, 该公司现有注册资本 1 亿元, 于 2013 年 10 月 23 日在海宁市工商行政管理局办妥工商设立登记手续, 并取得注册号为 330481000158914 的《企业法人营业执照》, 其中本公司出资 5000 万元, 占注册资本 50%; 海宁市城南新市镇开发有限公司出资 5000 万元, 占注册资本 50%。

表 9 截至 2014 年 3 月底主要投资单位明细 (单位: 万元、%)

项目	2011 年	2012 年	2013 年
海宁市盐仓综合开发有限公司	172030.27	49.00	49.00
海宁市尖山新区开发有限公司	98037.49	41.45	41.45
嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司	93924.83	29.27	29.27
沪杭高铁客运专线投资开发有限公司	37020.31	18.49	18.49
浙江杭浦高速公路有限公司	32664.00	15.09	15.09
海宁市临杭新区建设投资有限公司	19756.98	28.00	28.00
其它投资	68885.41	--	--
合计	522319.29		

资料来源: 公司提供

近三年, 公司投资性房地产快速增长, 年均增长 43.03%, 截至 2013 年底, 公司投资性房地产净值合计 31.91 亿元, 共计提折旧和摊销 3.83 亿元。其中房屋及建筑物 26.60 亿元, 土地使用权 5.31 亿元。

2011 至 2013 年, 公司固定资产有所波动, 截至 2013 年底, 公司固定资产原值合计 59.66 亿元, 其中房屋建筑物占 29.41%, 城建市政资产占 16.47%, 机器设备占 12.00%, 公路资产占 18.18%, 输水管道占 19.52%, 余下为部分水利设施及运输设备。公司累计折旧共计提 15.03 亿元, 减值准备 18.06 万元, 固定资产净值为 44.63 亿元, 固定资产成新率 75.00%。截至 2013 年底, 有原值为 5.13 亿元的固定资产用于担保, 另有 1.35 亿元的固定资产产权证书

将于 2014 年内办妥。

近三年, 公司在建工程快速增长, 年均增长 21.38%, 截至 2013 年底, 公司在建工程合计 65.10 亿元, 其中城市基础建设工程占 31.91%, 城市防洪工程占 7.28%, 河道整治工程占 3.36%, 污水处理工程占 14.02%, 道路整修工程占 43.23%以及部分其他工程。

2011 至 2013 年, 公司其他非流动资产有所下降, 年均减少 6.10%, 截至 2013 年底, 公司其他非流动资产 27.82 亿元, 主要为根据海宁市财政局海财会〔2008〕438 号、海财会〔2011〕619 号文及其补充规定, 相应拨入的交投集团等公司价值 23.97 亿元的非经营性相关资产, 余下还有部分教育园区资产和建筑安装工程等。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额较 2013 年底增长 31.26%,为 540.47 亿元,主要来自于货币资金和预付款项的增加。公司流动资产主要以货币资金、其他应收款和存货为主,分别占 20.40%、23.43%和 46.10%;公司非流动资产主要以长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产为主,分别占 21.30%、12.77%、18.33%、27.60%和 11.35%。

总体来看,公司资产构成中流动资产和非流动资产占比相当,但流动资产中其他应收款和存货占比较大,非流动资产中非经营性资产占比较高,资产质量及流动性一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2011 至 2013 年,公司快速增长,年均增长 24.92%,截至 2013 年底,公司负债合计 289.82 亿元,其中流动负债占 49.34%,非流动负债占 50.66%。

流动负债方面,近三年公司流动负债快速增长,年均增长 27.63%,截至 2013 年底,公司流动负债合计 142.99 亿元,其中短期借款占 15.36%,应付账款占 23.51%,预收款项占 11.18%,其他应付款占 28.72%,一年内到期的非流动负债占 11.42%。

2011 至 2013 年,公司短期借款快速增长,年均增长 52.79%,截至 2013 年底,公司短期借款 21.96 亿元,其中信用借款占 54.80%,抵押借款占 1.53%,保证借款占 30.00%,质押借款占 13.67%。

近三年,公司应付账款快速增长,年均增长 136.48%,截至 2013 年底,公司应付账款 33.62 亿元,2013 年公司应收账款的增长主要是成都皮革城公司当期确认的一期市场商铺销售收入较多,但银行按揭贷款部分尚在办理中所致。

2011 至 2013 年,公司预收款项波动中有所下降,年均减少 11.94%,截至 2013 年底,

公司预收款项 15.99 亿元,2013 年预收款项的减少主要是预收租金及放款逐步结转收入所致。

近三年,公司其他应付款快速增长,年均增长 17.01%,截至 2013 年底,公司其他应付款 41.01 亿元,2013 年其他应付的增加主要为应付暂借款的增长所致。截至 2013 年底,公司其他应付款主要为海宁市文化旅游科技有限公司、海宁市沿江新市镇开发建设有限公司和海盐官百里钱塘观潮景区管理委员会等单位,前五名单位金额合计 13.56 亿元,占其他应付款总额的 33.02%,集中度一般。

2011 至 2013 年,公司一年内到期的非流动负债波动幅度较大,截至 2013 年底,公司一年内到期的非流动负债 16.33 亿元,主要为一年内到期的长期借款,占 95.28%,余下为一年内到期的长期应付款。

非流动负债方面,公司近三年非流动负债波动增长,年均增长 24.92%,截至 2013 年底,公司非流动负债 146.83 亿元,其中长期借款占 53.73%,应付债券占 39.30%。

2011 至 2013 年,公司长期借款波动中有所增长,年均增长 12.65%,截至 2013 年底,公司长期借款 78.89 亿元,其中信用借款占 2.40%,抵押借款占 38.25%,保证借款占 53.19%,质押借款占 6.16%。

近三年,公司应付债券快速增长,年均增长 46.87%,截至 2013 年底,公司应付债券 57.71 亿元,公司应付债券详细情况如下:

表 10 截至 2013 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	2013-03-06	7 年	15.0 亿元
12 年海宁中期票据	2012-12-14	5 年	10.0 亿元
13 海城债	2013-09-18	2 年	1.5 亿元
13 海交投	2013-07-04	3 年	3.0 亿元
13 海交债	2013-09-27	2 年	1.5 亿元
合 计			58.0 亿元

资料来源:审计报告

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 297.07 亿元，其中流动负债占 39.04%，非流动负债占 60.96%。公司流动负债主要以短期借款（占 19.25%），应付账款（占 19.89%），预收款项（占 11.40%）和其他应付款（占 38.90%）为主，非流动负债主要以长期借款（占 61.38%）和应付债券（占 33.11%）为主。

2011 至 2013 年，公司有息债务波动增长，截至 2013 年底，公司全部债务合计 179.48 亿元，其中短期债务占 23.89%，长期债务占 76.11%，债务结构近三年有所波动，但一直以长期债务为主。截至 2014 年 3 月底，公司债务规模为 198.02 亿元，其中短期债务占 13.59%，长期债务占 86.41%。

从债务指标来看，2011 至 2013 年公司资本负债率有所波动，分别为 51.12%、49.31% 和 54.88%；全部债务资本化比率三年持续上升，分别为 39.58%、49.31% 和 54.88%；长期债务资本化比率有所波动，三年分别为 33.37%、28.02% 和 36.44%。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.95%、44.85% 和 41.27%。公司债务负担尚可。

所有者权益

2011 至 2013 年，公司所有者权益快速增长，年均增长 15.85%，截至 2013 年底，公司所有者权益合计 238.29 亿元（少数股东权益 21.40 亿元），其中实收资本 20 亿元、资本公积 168.25 亿元、盈余公积 0.43 亿元、未分配利润 28.22 亿元，外币报表折算差额-17.40 万元。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 243.51 亿元，其中少数股东权益 22.54 亿元。总体来看，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2011 至 2013 年，随着业务规模的扩大，公司收入快速增长，2013 年公司实现营业收入 55.49 亿元，利润总额 17.35 亿元；近三年公司营业利润率呈上升趋势，分别为 27.19%、

31.46% 和 33.80%。

从期间费用来看，2011 至 2013 年受收入规模上升影响，公司销售费用和管理费用有所增长，2013 年分别为 1.48 亿元和 3.77 亿元；公司期间费用占营业收入比重近三年分比为 17.02%、19.39% 和 17.50%，总体来看，近三年公司期间费用占营业收入的比重偏高。

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，2011 至 2013 年，公司收到财政补贴分别为 5.88 亿元、8.73 亿元和 7.74 亿元。

2011 至 2013 年，公司利润总额保持快速增长，年均增长 31.72%，2013 年为 17.35 亿元。2011 至 2013 年，得益于利润总额的大幅增长，公司总资产收益率和净资产收益率有所上升，2013 年分别为 5.05% 和 5.68%。

总体来看，随着皮革城商铺租赁、销售业务、商贸业务等发展，公司收入规模整体保持良好的增长态势，海宁市财政局的财政补贴是公司利润总额的重要组成部分，公司盈利能力逐年提升。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，受公司收入规模大幅增长影响，公司经营活动产生的现金流入量快速增长，2013 年为 186.65 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（主要是收到财政拨款以及往来款）；近三年现金收入比分别为 87.01%、98.99% 和 86.08%，2013 年公司现金收入比较低，主要是 2013 年公司形成收入中的商铺出售等业务已于 2012 年收到预售款；公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流入，2013 年为 36.45 亿元。

投资活动方面，2011~2013 年公司投资活动现金流出保持较大规模，主要是对城市市政工程、水利工程、交通工程等所进行的投资，2013 年公司投资活动现金流出 89.37 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出

出，其规模波动中有所增大，2013 年为-55.40 亿元。

2011~2013 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-14.05 亿元、-8.66 亿元和-18.95 亿元，公司经营活动产生的现金尚不能满足投资活动需要，公司存在对外融资需求。

从筹资活动来看，2011~2013 年，筹资活动现金流入量快速增长，2013 年为 112.05 亿元，主要为银行借款和收到其他与筹资活动有关的现金（主要为公司 2013 年 3 月发行的 15 亿元企业债券）；2011~2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 13.53 亿元、9.47 亿元和 32.54 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 1.90 亿元；同期，投资活动产生的现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-7.71 亿元和 10.75 亿元。

总体看，公司经营活动获现能力有所波动，投资支出保持较大规模，存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011~2013 年，公司流动比率波动中有所下降，2013 年底为 199.32%；公司三年来速动比率波动上升，2013 年底为 104.85%。截至 2014 年 3 月底，两项指标分别为 254.83%与 137.36%。近三年公司经营现金流动负债比分别为 23.42%、19.87% 和 25.49%；公司短期偿债能力有所上升，短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2011~2013 年，受公司利润规模上升影响，EBITDA 快速增长，2013 年为 29.46 亿元；公司全部债务/EBITDA 波动中有所下降，2013 年为 6.09 倍，但仍处于较高水平。考虑到公司经营规模大，综合竞争力强，政府财政支持力度大，公司长期偿债能力尚可。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保 47.60 亿元，担保比率为 19.98%，被担保企业主要为

海宁市新市镇开发建设有限公司、温岭市投资开发有限公司和海宁城南新市镇开发建设有限公司等。公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司共获各家银行授信额度人民币 118.02 亿元，尚未使用额度 40.60 亿元。公司具备间接融资渠道。子公司海宁皮城和钱江生化为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 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 2014 年 7 月 10 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。

8. 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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划于 2014 年注册总额度为 10 亿元的中期票据，本期中期票据拟发行额度为 10 亿元，占公司 2014 年 3 月底长期债务的 5.84%，全部债务的 5.05%，对公司现有债务结构影响小。

截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.95%、44.85%，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 55.76% 和 46.07%。考虑到本期中期票据将用于置换公司本部借款，降低间接融资比例，公司实际债务指标可能低于上述预期值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年，公司经营活动现金流入量

分别为108.56亿元、113.45亿元和186.65亿元，为本期中期票据的10.86倍、11.35倍和18.67倍；经营活动现金流量净额分别为20.55亿元、21.06亿元和36.45亿元，分别为本次中期票据的2.06倍、2.11倍和3.65倍。经营活动现金流入量与净额对本期中期票据的保障能力较好。

2011~2013年，公司EBITDA分别为17.07亿元、19.92亿元和29.46亿元，分别为本期中期票据1.71倍、1.99倍和2.95倍，对本期中期票据的覆盖能力较好。

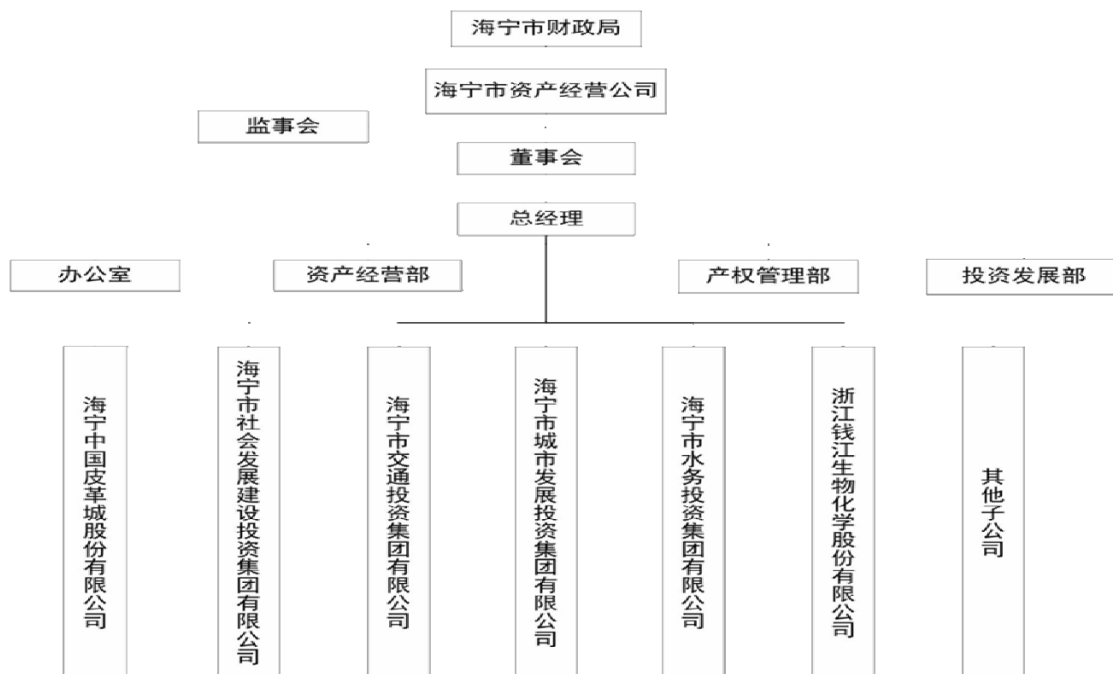
总体来看，公司对本期中期票据的偿付能力较好。

十、结论

公司是海宁市从事城建、交通和水务等公益性和准经营性项目建设、投资和运营，以及皮革专业市场、旅游资源等经营性资产运营的主体。近年来海宁市县域经济实力和财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部发展环境。

公司作为海宁市重要的国有资产经营公司，其承担的海宁市城建、交通、水务等公益性和准经营性项目区域垄断经营优势较强，政府支持力度大，且长期持续稳定的资金和资源支持为公司发展提供了重要的支撑；此外，公司承担的皮革专业市场开发经营等经营性业务在业内已形成较强的竞争实力，其良好的市场形象、品牌效应以及稳定增长的盈利水平仍将为公司未来发展提供有力支持。同时联合资信也关注到公司公益性和准经营性业务对政府支持依赖性较强，内控机制有待于强化。综合看，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.61	36.73	55.76	60.81
资产总额(亿元)	363.26	402.35	528.11	540.47
所有者权益(亿元)	177.55	203.94	238.29	243.51
短期债务(亿元)	27.37	34.74	42.88	26.90
长期债务(亿元)	88.92	79.41	136.60	171.12
全部债务(亿元)	116.29	114.15	179.48	198.02
营业收入(亿元)	38.60	40.92	55.49	9.93
利润总额(亿元)	10.00	12.29	17.35	5.55
EBITDA(亿元)	17.07	19.92	29.46	--
经营性净现金流(亿元)	20.55	21.06	36.45	1.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.78	23.09	23.46	--
存货周转次数(次)	0.22	0.23	0.26	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.11	0.12	--
现金收入比(%)	87.01	98.99	86.08	73.57
营业利润率(%)	27.19	31.46	33.80	44.86
总资本收益率(%)	3.63	4.53	5.05	--
净资产收益率(%)	4.53	4.75	5.68	--
长期债务资本化比率(%)	33.37	28.02	36.44	41.27
全部债务资本化比率(%)	39.58	35.89	42.96	44.85
资产负债率(%)	51.12	49.31	54.88	54.95
流动比率(%)	227.30	180.35	199.32	254.83
速动比率(%)	94.63	88.04	104.85	137.36
经营现金流动负债比(%)	23.42	19.87	25.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.49	4.23	3.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.81	5.73	6.09	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.86	11.35	18.67	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	2.06	2.11	3.65	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.71	1.99	2.95	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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/主营业务收入×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 海宁市资产经营公司 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

海宁市资产经营公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。海宁市资产经营公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，海宁市资产经营公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注海宁市资产经营公司的经营管理状况及相关信息，如发现海宁市资产经营公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如海宁市资产经营公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送海宁市资产经营公司、主管部门、交易机构等。

