

海宁市资产经营公司

**2011 年 15 亿元公司债券
2013 年跟踪信用评级报告**



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

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

海宁市资产经营公司

2011年15亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余期限：63个月

债券剩余规模：15亿元

增信方式：银行流动性支持

评级日期：2013年06月29日

上次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券发行期限：75个月

债券发行规模：15亿元

增信方式：银行流动性支持

评级日期：2012年06月30日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”或“公司”）及其2011年9月发行的15亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2013年跟踪评级结果为：维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项 目	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	4,023,518.76	3,632,645.86	2,887,627.99
所有者权益（万元）	2,039,402.33	1,775,465.22	1,271,062.49
资产负债率	49.31%	51.12%	55.98%
有息债务（万元）	1,141,474.93	1,162,880.07	1,056,219.74
主营业务收入（万元）	398,186.27	376,073.38	198,183.79
营业利润（万元）	44,508.70	43,532.98	-1,554.71
政府补助（万元）	87,347.58	58,809.91	57,468.59
利润总额（万元）	122,928.25	100,031.51	41,913.80
主营业务毛利率	38.69%	32.83%	30.47%
总资产回报率	4.44%	4.20%	2.65%
EBIT（万元）	169,972.05	136,904.69	68,226.86
利息保障倍数	3.61	3.71	2.59
经营活动现金流量净额（万元）	210,640.98	205,540.96	268,596.14

资料来源：公司审计报告

正面：

- 海宁市经济发展水平较高，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司系海宁市国有资产管理和运营平台，整体收入规模较大，业务来源持续性较强；
- 公司资产规模较快增长，整体资产质量较好。

关注：

- 海宁市地区生产总值增速放缓明显；
- 海宁市地方财政收入中土地出让收入规模较大，其易受当地房地产市场波动影响，2012年该项收入规模大幅下降；
- 跟踪期内钱江生化主营业务收入降幅较大；
- 公司应收政府部门及其关联方的款项规模大，对公司资金形成一定的占用；
- 公司在建项目后续需投入资金较大，存在较大的融资压力；
- 公司负债规模较大，有息负债规模占比较大，且短期有息债务规模增长较快，存在一定的偿债压力；
- 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

姓名：郑舟 祝超

电话：021-51035670

邮箱：zhengzh@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2011]2024 号文批准，公司于 2011 年 9 月 20 日公开发行 15 亿元公司债券，发行票面利率为 7.80%。

本期债券起息日为 2011 年 9 月 20 日，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。本期债券每年付息一次，在本期债券存续期的第 5、6、7 年末分别按照债券发行总额 30%、30%和 40%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。截至 2013 年 5 月 31 日，本期债券支付利息一次，利息金额为 11,700 万元，本金未兑付。

截至2013年5月底，本期债券中 14,000 万元已用于偿还贷款，30,000 万元已补充公司营运资金，其余募集资金使用情况如下表所示，不存在募集资金用途变更情况。

表1 截至2013年5月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

募集资金使用计划	项目总投资额	本期债券拟使用额度	已投资	使用募集资金投资金额	完工比例
海宁市“城乡一体化”农民安置房及配套基础设施建设工程（一期）	163,077.81	97,500	163,077.81	97,500	100%
海宁市尖山污水处理厂一期工程	14,825.74	8,500	14,825.74	8,500	100%
合计	177,903.55	106,000	177,903.55	106,000	-

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2012 年 2 月，根据海宁市财政局《关于海宁市资产经营公司转增资本的通知》（海财国资〔2012〕90 号文），公司以资本公积转增注册资本 57,000 万元，增资完成后，公司注册资本变更为 200,000 万元。跟踪期内，公司股权结构、主营业务未发生变化，高级管理人员未发生重大人事变更。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 4,023,518.76 万元，所有者权益合计 2,039,402.33 万元，资产负债率为 49.31%。2012 年公司实现营业收入 409,225.83 万元，营业利润 44,508.70 万元，政府补助 87,347.58 万元，利润总额 122,928.25 万元，经营活动现金流净额 210,640.98 万元。

三、区域经济

海宁市为百强县之一，经济基础较好，2012 年经济增速放缓明显

海宁市经济发达，是浙江省十强经济县（市）之一，在第十二届县域经济基本竞争力百强县排名中位列第 34 位。近年，海宁市经济持续发展，地区生产总值在嘉兴市各区县排名

中位居第一位。

表 2 2010-2012年嘉兴市各区县地区生产总值及增长率(单位:亿元)

各区、县	2012年		2011年		2010年	
	地区生产总值	增长率	地区生产总值	增长率	地区生产总值	增长率
海宁	575.62	9.10%	532.67	16.90%	455.83	15.30%
桐乡	525.18	8.60%	483.78	18.20%	409.25	14.30%
平湖	423.15	7.60%	393.43	15.50%	340.53	14.50%
南湖	385.24	7.60%	357.94	15.70%	309.8	14.20%
嘉善	345.77	7.00%	323.2	17.10%	275.37	15.40%
秀洲	328.37	5.50%	310.66	10.30%	192	14.00%
海盐	300.90	11.50%	272.4	9.50%	238.27	8.00%

资料来源:嘉兴市各区县统计公报

2012年海宁市实现地区生产总值575.62亿元,按可比价计算,较上年增长9.10%,与2011年16.90%增速相比,放缓明显,但仍高于嘉兴市平均0.4个百分点。其中第一产业实现增加值24.43亿元,增长1.4%,第二产业实现增加值339.58亿元,增长8.5%,第三产业实现增加值211.61亿元,增长11.0%。三次产业结构比由上年的4.7: 60.2: 35.2调整为4.2: 59.0: 36.8。

表 3 2010-2012年海宁市主要经济指标 (单位:亿元)

项目	2012年		2011年		2010年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	575.62	9.10%	532.67	16.86%	455.83	15.3%
第一产业增加值	24.43	1.40%	24.26	14.07%	21.27	19.39%
第二产业增加值	339.58	8.50%	320.77	15.26%	278.30	22.67%
第三产业增加值	211.61	11.00%	187.63	20.08%	156.26	19.58%
工业增加值	294.43	4.23%	282.48	16.58%	242.30	23.41%
固定资产投资	303.67	21.97%	248.97	3.27%	241.09	30.38%
社会消费品零售总额	242.80	14.72%	211.64	18.92%	177.97	15.63%
进出口总额(亿美元)	50.14	-4.33%	52.41	27.17%	41.22	29.66%
存款余额	856.92	12.64%	760.73	15.62%	657.94	30.52%
贷款余额	616.72	14.17%	540.29	15.65%	467.16	29.90%

资料来源:2010-2012年海宁市国民经济和社会发展统计公报

四、地方财政实力

海宁市一般预算收入稳定增长,2012年受土地出让收入大幅下降影响,财政总收入有所下降

当前海宁市经济基础较好,经济发展迅速,其皮革、纺织等主导产业具有较大竞争优势,坚实的经济基础将促进海宁市财政收入稳定增长。2011-2012年海宁市一般预算收入分别为38.82亿元和44.29亿元,增长率分别为28.00%和14.09%。近年海宁市财政总收入在嘉兴市各区县排名中位居第一位。

表 4 嘉兴市下属各区、县一般预算收入及增长速度（单位：万元）

各区县	2012 年		2011 年		2010 年	
	财政收入	增长率	财政收入	增长率	财政收入	增长率
海宁	442,890	14.09%	388,194	28.00%	303,272	26.62%
桐乡	417,644	15.09%	362,870	28.20%	283,049	25.39%
平湖	380,180	17.19%	324,423	27.16%	255,125	22.52%
嘉善	273,084	12.29%	243,200	29.24%	188,182	17.83%
海盐	223,273	29.94%	171,825	25.62%	136,780	25.70%
南湖	193,041	10.84%	174,164	27.01%	137,129	37.85%
秀洲	117,032	7.47%	108,899	20.43%	90,422	24.32%

资料来源：嘉兴市各区县统计公报

2012 年海宁实现地方财政收入 95.32 亿元，较 2011 年下降 24.44%。从收入结构看，2010-2012 年海宁市一般预算收入所占财政总收入的比重逐年上升，分别为 26.30%、30.77% 和 46.46%。税收收入在一般预算收入中占比很大，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全部为国有土地使用权出让收入，2012 年海宁市国有土地使用权出让收入为 34.26 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，2012 年海宁市国有使用权出让金的下降较多，较 2011 年减少 37.46 亿元。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，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 5 2010-2012 年海宁市财政收入主要指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
财政收入	953,188	1,261,573	1,152,925
一般预算收入	442,890	388,194	303,272
其中：税收收入	433,784	390,121	304,927
非税收收入	9,106	-1,927	-1,655
上级补助收入	137,188	126,414	117,723
其中：返还性收入	55,319	49,399	49,121
一般性转移支付收入	33,583	30,554	26,924
专项转移支付收入	48,286	46,461	41,678
政府性基金收入	342,626	717,275	696,331
其中：国有土地所有权出让收入	342,626	717,275	696,331
预算外财政专户收入	30,484	29,690	35,599
财政支出	882,711	1,176,112	1,036,374
（一）一般预算支出	433,163	398,663	325,476
（二）政府基金支出	419,437	746,789	658,543
（三）预算外支出	30,111	30,660	52,355

资料来源：海宁市财政局

从财政支出看，2010-2012 年海宁市一般预算支出逐年上升，2012 年一般预算收入与一般预算支出的比率为 102.25%，一般预算收入对一般预算支出的覆盖性尚可。

五、经营与竞争

2012 年公司收入规模稳定增长，整体收入规模较大，业务来源持续性强

公司系海宁市国有资产管理和运营平台，整体收入规模较大，其中截至 2013 年 3 月底公司持有海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”）37.94%的股份，持有浙江钱江生物化学股份有限公司（以下简称“钱江生化”）33.30%的股份。

2012 年原承担 BT 业务及土地开发业务的海宁市尖山新区开发有限公司和浙江钱塘江投资开发有限公司不再纳入合并范围，公司 2012 年没有土地开发及 BT 收入，同时 2012 年新增了代建收入、燃气收入、汽车培训收入等。2012 年受房屋销售收入较快增长的影响下，公司收入规模稳定增长，2012 年公司实现收入 39.82 亿元，较 2011 年增长 5.88%。

表 6 公司主营业务收入结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率
房屋销售	157,974.34	52.46%	138,162.51	35.67%
房屋租赁	61,237.68	81.80%	60,438.63	87.13%
商品销售	40,203.59	3.89%	44,691.28	3.73%
代建收入	33,950.37	5.26%	-	-
生物制品业	33,647.15	18.61%	40,466.31	15.30%
水费收入	16,908.49	-0.91%	15,445.58	-1.48%
污水处理收入	10,613.17	-34.40%	8,278.70	-43.52%
热电行业	10,193.58	22.71%	11,003.69	19.20%
其他	33,457.91	38.78%	57,586.67	26.70%
合计	398,186.27	38.69%	376,073.38	32.83%

注：其他收入包括物业管理、燃气、酒店、汽车培训等业务收入。

资料来源：公司提供

跟踪期内海宁皮城房屋销售及租赁业务较快增长，毛利率稳步上升

2012 年海宁皮城实现主营业务收入 22.52 亿元，较 2011 年增长 21.88%。其中商铺及配套物业销售收入 3.66 亿元，同比下降 3.53%，主要是海宁皮城开发的皮革城三期品牌风尚中心、四期商务楼、佟二堡项目二期原辅料市场确认销售收入而形成。商铺及配套物业租赁实现收入 7.59 亿元，同比增长 31.07%，主要系租赁面积增加，即皮革城五期品牌旗舰店广场、佟二堡项目二期裘皮皮装市场、成都海宁皮革城一期三大市场相继在 2012 年下半年开业，以及整体租金水平上涨所致。2012 年海宁皮城住宅开发销售 5.04 亿元，同比增长 31.13%，主要是 2012 年东方艺墅项目确认收入较多。

表 7 2011-2012 年海宁皮城主营业务收入结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
商铺及配套物业租赁	75,928.55	88.71%	57,929.37	88.89%
住宅开发销售	50,371.46	54.03%	38,414.05	33.51%

商品销售	37,382.55	3.51%	39,292.36	3.49%
商铺及配套物业销售	36,617.19	54.65%	37,956.68	75.93%
综合管理服务费	19,485.05	86.67%	6,665.39	77.59%
酒店业务	5,411.33	35.26%	4,433.48	30.36%
其他	-	-	74.71	-4.30%
合计	225,196.13	59.81%	184,766.04	54.70%

资料来源：海宁皮城2012年报

2012年海宁皮城物业实现销售面积18.95万平方米，销售总额12.36亿元，分别较2011年增长60.46%和8.12%，未来公司房屋销售收入较有保障。

表8 2011-2012年海宁皮城物业销售情况（万平方米、万元）

项目	2012年		2011年	
	销售面积	销售总额	销售面积	销售总额
商铺及配套物业销售	6.78	36,617.19	3.65	37,956.68
其中：商铺销售	2.12	11,681.92	3.65	37,956.68
综合商务楼销售	4.66	24,935.27	-	-
住宅开发销售	5.39	50,371.46	4.51	38,414.05
合计	18.95	123,605.84	11.81	114,327.41

资料来源：公司提供

海宁皮城商铺可出租面积由2011年的43.15万平方米增加到2012年的58.98万平方米，商铺物业实现100%出租率，2012年商铺租赁收入为7.41亿元。

表9 2011-2012年海宁皮城物业租赁情况

项目名称	2012年	2011年
可出租商铺面积（万平方米）	58.98	43.15
已出租商铺面积（万平方米）	58.98	43.15
商铺租赁收入（万元）	74,072.59	56,375.37
可出租出口加工区厂房面积（万平方米）	11.35	11.35
已出租出口加工区厂房面积（万平方米）	11.35	11.35
出口加工区厂房租赁收入（万元）	1,855.96	1,785.00
租赁收入合计（万元）	75,928.55	57,929.37

资料来源：公司提供

跟踪期内钱江生化收入下降较大，导致公司热电及生物制品业务收入均有所下降

2012年钱江生化实现主营业务收入4.39亿元，较2011年下降20.68%。2012年受国家调控政策影响，钱江生化所需原材料中的碳原类、氮原类价格持续上涨，关停二分厂后，使原有产能大幅减少，在原三分厂的配套项目于2012年末竣工使得公司的生产能力不能与市场需求同步，导致公司主营业务收入有较大幅度下降。2013年1-3月钱江生化营业收入较上年同期增长22.43%，但受期间费用增长较快影响，营业利润下降79.33%。目前，公司拥有土地使用权的生产厂区面积13.64万平方米，发酵总容量3,620立方米，拥有完整的生产线，公司的主导产品赤霉素销量连续多年占全国总销量的50%以上，出口量位居全国第一（数据来源于行业协会的数据统计）。

表 10 2011-2012 年钱江生化主营业务收入结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
生物制品业	33,647.15	18.61%	41,338.96	15.57%
热电行业	10,193.58	22.71%	11,003.69	19.20%
其他	108.14	-12.34%	3,065.05	-12.66%
合计	43,948.87	19.48%	55,407.70	14.72%

资料来源：钱江生化2012年报

2012年公司新增代建收入，稳定了公司的收入规模，公司在建项目较多，资金压力较大

2012年公司新增代建收入3.40亿元，代建业务模式为：公司与政府签订代建协议，由公司通过自有资金、财政支持款项及银行借款筹集，项目建成后，由政府根据项目投资规模及一部分的利润加成进行回购，公司以此确认代建工程成本及收入。城市基础设施投资开发、旧城改造、土地收储、拆迁安置及保障房建设等任务主要通过海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）开展。

表11 城投集团拆迁安置及保障房建设情况（单位：万平方米、万元）

项目	2012 年	2011 年
完成拆迁面积	35.00	31.70
拆迁安置及保障房新开工面积	71.40	45.00
拆迁安置及保障房竣工面积	50.00	14.81
拆迁安置及保障房销售收入	33,773.33	57,425.70

资料来源：公司提供

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。交投集团目前主要负责城乡之间、村村之间等非收费公路的建设。目前公司主要负责海宁市硖许公路（周王庙至长安段）改建工程、海宁市硖许公路（斜桥至周王庙段）改建工程和沪杭客专海宁西站许村至长安连接线等工程。

截至2012年3月底，公司在建的道路安置房等主要工程项目预计总投资104.70亿元，已经投资40亿元，尚需投资金额较大，公司存在较大的资金压力。公司在建项目情况详见附录五。

公司供水及污水处理业务收入有所增长，但该项业务仍处于亏损状态

海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）承担着海宁市所有的供水和污水处理任务。2012年水费收入1.69亿元，污水处理收入1.06亿元，分别较2011年增长9.47%和28.20%，业务收入有所增长，但该项业务仍处于亏损状态，主要原因是：近年来公司水费价格（污水处理价格）一直未上调，但人工成本、电费成本等都在提高，同时自来水供应实行城乡一体化，加大建设投资力度，相应的费用也在提高，此外管网增加，随着形成的资产增多，折旧额也在增加。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2011-2012年审计报告，公司的财务报表按照旧会计准则进行编制。2012年公司合并范围减少6家。2012年公司纳入合并范围子公司情况详见附录四。

跟踪期内公司资产规模、收入及盈利水平均有一定程度的上升，但后续大量建设投资计划需求使得公司仍有较大的融资需求

公司近年资产规模增长较快，截至2012年底，公司总资产规模已增至402.35亿元，较2011年增长10.76%，其中主要是其他应收款及长期股权投资增长所致。

表 12 公司近两年主要资产构成情况（单位：万元）

项 目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	364,227.14	9.05%	333,890.37	9.19%
其他应收款	430,009.06	10.69%	297,598.86	8.19%
存货	978,362.24	24.32%	1,164,488.94	32.06%
流动资产合计	1,984,413.85	49.32%	2,077,998.09	57.20%
长期股权投资	491,072.15	12.21%	105,046.65	2.89%
投资性房地产	307,243.21	7.64%	155,966.68	4.29%
固定资产	401,576.56	9.98%	469,305.46	12.92%
在建工程	472,978.16	11.76%	441,890.83	12.16%
非流动资产合计	2,039,104.91	50.68%	1,554,647.77	42.80%
资产总计	4,023,518.76	100.00%	3,632,645.86	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至2012年底，货币资金规模为36.42亿元，较2011年增长9.09%，2011-2012年公司货币资金占比变化不大。公司其他应收款主要是公司与政府部门及关联企业资金往来，2012年占比有所上升，从账龄来看部分欠款时间偏长，且资金回收时间存在较大不确定性。公司存货主要是公司开发产品及开发成本，截至2012年底规模为97.84亿元，较2011年减少15.98%，原因主要是土地开发业务剥离后，部分土地储备减少。

公司非流动资产主要为长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程。2012年公司对外股权投资较多，长期股权投资规模达到49.11亿元，较2011年增长367.48%，增长原因主要是2012年部分原纳入合并范围子公司因持股比例减少，转入股权投资核算。2012年投资性房地产较2011年增长96.99%，主要是用于对外出租的商铺，该部分资产出租率高，资产质量较高。固定资产主要为房屋建筑物及城建市政资产、机器设备等。在建工程主要为城建市政工程（包括安置房及拆迁工程）、水利工程、交通工程、污水处理工程等，随着城市基础设施建设的不断投入，2012年底在建工程较上年增长7.04%。

2011-2012年公司分别实现主营业务收入37.61亿元和39.82亿元，收入稳定增长。2012

年原承担BT业务及土地开发业务的海宁市尖山新区开发有限公司和浙江钱塘江投资开发有限公司不再纳入合并范围，公司2012年没有土地开发及BT收入，2012年新开发的商品住宅和高铺对外销售取得的收入稳定增长，同时2012年新增了代建收入、燃气收入、汽车培训收入等。

2012年房屋销售收入毛利率为52.46%，较2011年上升16.79个百分点，带动2012年主营业务毛利率的上升了5.86个百分点。公司期间费用率较高，2012年公司期间费用继续上升，期间费用率上升至20.47%，较高的期间费用削弱了公司的盈利能力。由于公司近年来承担了大量的城市基础设施建设、土地征迁、污水处理等任务，因此获得了较大规模的财政补贴，补贴收入为公司稳定的利润来源之一，较好地支撑了公司业务发展。

表 13 公司近两年主要盈利能力指标（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年
主营业务收入	398,186.27	376,073.38
营业利润	44,508.70	43,532.98
政府补助	87,347.58	58,809.91
利润总额	122,928.25	100,031.51
净利润	96,889.04	80,484.28
主营业务毛利率	38.69%	32.83%
期间费用率	20.47%	16.99%
总资产回报率	4.44%	4.20%

资料来源：公司审计报告

从经营活动产生的现金流来看，2012年公司经营活动现金流入113.45亿元，较2011年增加4.89亿元，经营活动现金流出92.39亿元，较2011年增加4.36亿元，2012年经营活动现金净流量规模为21.06亿元，较上年略有增加。

从投资活动产生的现金流来看，2012年公司投资活动产生的现金流量净额为-29.72亿元，净流入规模较2011年减少4.89亿元，但投资现金净流出规模仍然较大，经营活动产生的现金不能满足投资资金需求，对外部筹资有较高依赖。2012年公司筹资活动现金流净额为9.47亿元，短期缓解了公司资金压力。

表 14 公司近两年现金流量情况（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年
经营活动现金流入	1,134,513.65	1,085,608.75
经营活动现金流出	923,872.67	880,067.79
经营活动现金净流量	210,640.98	205,540.96
投资活动现金流入	129,670.71	35,776.56
投资活动现金流出	426,865.82	381,830.31
投资活动现金净流量	-297,195.12	-346,053.75
筹资活动现金流入	591,429.06	579,464.95
筹资活动现金流出	496,758.46	444,152.15
筹资活动现金净流量	94,670.60	135,312.79
现金及现金等价物净增加额	8,058.06	-5,309.35

资料来源：公司审计报告

2012年公司负债规模继续上升，截至2012年底，负债规模上升至198.41亿元，较2011年增长6.83%，资产负债率为49.31%，较2011年略有下降。

从负债构成来看，公司有息债务规模较大，截至2012年底公司有息债务规模为114.15亿元，占全部负债的比重为57.53%。截至2012年底短期有息债务为34.74亿元，较2011年增长26.93%，短期有息债务增长较快，面临一定的短期偿付压力。截至2012年底长期有息债务规模为79.41亿元，较2011年减少10.70%。公司长期有息债务中应付债券规模为38.22亿元，其中包括2009年发行的09海宁债（七年期，12亿元）、2011年发行的11海宁债（七年期，15亿元）、2012年发行的中期票据（五年期，10亿元）以及2012年发行的中小企业集合票据（一年期、1.4亿元），此外，公司于2013年3月发行13海宁债（七年期，15亿元）进一步加大公司的有息债务规模。总体来看，公司存在一定的本息偿付压力。

表 15 公司近两年主要负债构成情况（单位：万元）

项 目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	116,689.66	5.88%	94,079.00	5.07%
预收款项	215,680.97	10.87%	206,210.18	11.10%
其他应付款	358,204.12	18.05%	309,951.75	16.69%
一年内到期的非流动负债	200,970.00	10.13%	172,897.00	9.31%
流动负债合计	1,059,847.53	53.42%	877,767.00	47.26%
长期借款	411,848.96	20.76%	621,640.00	33.47%
应付债券	382,213.00	19.26%	267,538.00	14.41%
非流动负债合计	924,268.90	46.58%	979,413.64	52.74%
负 债 合 计	1,984,116.43	100.00%	1,857,180.64	100.00%

资料来源：公司审计报告

从短期偿债指标来看，公司流动比率及速动比率表现一般，目前资产负债率处于适中水平，公司拥有较大规模的上市公司股权及土地等资产，财务弹性较大，对债务偿还形成了较好保障，但有息债务规模较大，仍存在一定的偿债压力。

表 16 公司近两年偿债能力指标

项 目	2012 年	2011 年
有息债务（万元）	1,141,474.93	1,162,880.07
流动比率	1.87	2.37
速动比率	0.95	1.04
资产负债率	49.31%	51.12%
EBIT（万元）	169,972.05	136,904.69
利息保障倍数	3.61	3.71

资料来源：公司审计报告

七、偿债保障措施

本期债券采用银行流动性支持方式增信。根据公司与中信银行股份有限公司嘉兴分行签

署的《流动性支持贷款协议》，本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和兑付发生资金流动性不足时，中信银行股份有限公司嘉兴分行在符合国家法律、法规的前提下，承诺在每次付息和本金兑付日前五个工作日给予公司不超过20亿元的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难。

八、或有事项

截至2012年12月31日，公司对外担保余额为41.69亿元，较2011年末增长69.74%，占公司2012年末净资产的20.44%，存在一定的或有负债风险。

表 17 截至 2012 年底公司对外担保情况 (单位: 万元)

被担保方	担保金额	担保到期日	担保主体
浙江财经学院东方学院长安校区	28,000	2020年4月	海宁市资产经营公司
浙江财经学院东方学院长安校区	27,000	2018年2月	海宁市资产经营公司
海宁市高级中学	4,000	2014年2月	海宁市资产经营公司
海宁城南新市镇开发建设有限公司	18,500	2015年1月	海宁市资产经营公司
海宁市新市镇开发建设有限公司	12,000	2015年3月	海宁市资产经营公司
海宁市长安镇城建开发投资有限公司	5,000	2014年1月	海宁市资产经营公司
海宁市斜桥新市镇建设有限公司	16,000	2014年12月	海宁市资产经营公司
海宁市袁花镇城镇建设投资开发有限公司	900	2013年11月	海宁市资产经营公司
海宁市城南建设开发有限公司	4,000	2015年4月	海宁市资产经营公司
海宁市盐官新市镇开发有限公司	3,700	2014年2月	海宁市资产经营公司
海宁市钱塘新农村开发有限公司	5,000	2018年8月	海宁市资产经营公司
海宁市新市镇开发建设有限公司	100,860	2025年12月	海宁市资产经营公司
温岭市投资开发有限公司	120,000	2015-11-31	海宁市资产经营公司
浙江鸿翔建设集团有限公司	1,500	2013年9月	海宁市城市发展投资集团有限公司
海宁市经济房建设发展中心	2,600	2013年11月	海宁市城市建设开发投资有限公司
浙江省基础建设投资集团股份有限公司	27,000	2016年10月	海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司
海宁市人民医院	10,000	2018年5月	海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司
浙江华信建设有限公司	6,699	2013年9月	海宁市城郊建设投资有限公司
浙江鸿翔建设集团有限公司	5,301	2013年9月	海宁市城郊建设投资有限公司
浙江鸿翔建设集团有限公司	324	2013年11月	海宁市城郊建设投资有限公司
浙江恒力建设有限公司	4,500	2013年11月	海宁市城郊建设投资有限公司
海宁市盐官新市镇开发有限公司	2,000	2013年10月	海宁市水务投资集团有限公司
浙江阿波罗皮革制品有限公司	12,000	2013年2月	浙江钱江生物化学股份有限公司
合计	416,884		

资料来源：公司提供

九、评级结论

跟踪期内，海宁市经济总量不断扩大，财政实力继续增强，公司经营的外部环境较好；跟踪期内，公司资产规模增长较快，整体资产质量较好；公司收入规模稳步增长，毛利率有所上升。银行流动性支持为公司偿债提供了保障。

同时值得关注的是，海宁市土地出让收入大幅下降；2012年钱江生化主营业务收入降幅较大；跟踪期内，公司负债规模继续上升，有息负债规模占比较大，且短期有息债务规模增长较快，存在一定的偿债压力。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	364,227.14	333,890.37	347,405.17
短期投资	73,000.00	82,875.00	46,208.91
应收票据	3,047.49	2,242.40	1,105.51
应收账款	16,813.44	13,339.50	12,566.17
预付款项	61,188.05	158,531.61	132,881.39
应收股利	16.91	76.00	-
应收利息	5,490.46	3,754.38	1,505.65
其他应收款	430,009.06	297,598.86	194,982.45
存货	978,362.24	1,164,488.94	735,048.36
一年内到期的非流动资产	14,170.00	0.00	-
其他流动资产	38,089.06	21,201.03	15,709.09
流动资产合计	1,984,413.85	2,077,998.09	1,487,412.70
长期股权投资	0.00	100.00	-
长期应收款	0.00	14,000.00	-
长期股权投资	491,072.15	105,046.65	72,708.44
投资性房地产	307,243.21	155,966.68	128,893.38
固定资产原价	535,126.44	587,117.53	638,102.26
固定资产净值	401,594.62	469,323.53	518,831.15
固定资产净额	401,576.56	469,305.46	518,571.41
在建工程	472,978.16	441,890.83	325,537.79
工程物资	149.07	472.20	341.04
无形资产	51,843.99	47,124.63	190,994.20
长期待摊费用（递延资产）	4,522.38	2,510.82	2,855.73
递延所得税资产	4,496.70	2,697.48	2,331.12
其他非流动资产（其他长期资产）	305,222.67	315,533.02	157,982.16
非流动资产合计	2,039,104.91	1,554,647.77	1,400,215.29
资产总计	4,023,518.76	3,632,645.86	2,887,627.99
短期借款	116,689.66	94,079.00	140,480.00
应付票据	29,753.31	6,726.07	3,283.65
应付账款	85,621.80	60,120.23	51,164.67
预收款项	215,680.97	206,210.18	210,535.18
应付职工薪酬	1,725.33	1,248.03	898.56
其中：应付工资	1,725.33	1,248.03	893.79
应付福利费	-	-	4.77
应交税费	34,976.75	17,307.15	8,632.68
其中：应交税金	34,574.07	17,411.95	-
应付股利	33.43	24.57	27.85
其他应付款	358,204.12	309,951.75	204,023.99
一年内到期的非流动负债	200,970.00	172,897.00	160,648.21
其他流动负债	16,192.17	9,203.02	7,917.16

流动负债合计	1,059,847.53	877,767.00	787,611.96
长期借款	411,848.96	621,640.00	632,810.88
应付债券	382,213.00	267,538.00	118,997.00
长期应付款	51,047.71	33,137.10	33,094.65
专项应付款	53,360.27	56,843.67	43,760.61
递延所得税负债	75.16	77.87	82.81
其他非流动负债	25,723.78	177.00	207.6
非流动负债合计	924,268.90	979,413.64	828,953.54
负债合计	1,984,116.43	1,857,180.64	1,616,565.50
实收资本（股本）	200,000.00	143,000.00	143,000.00
国家资本	200,000.00	143,000.00	143,000.00
资本公积	1,447,402.30	1,328,125.95	888,545.90
盈余公积	2,282.81	1,714.35	836.04
未分配利润	212,869.80	156,883.80	103,570.44
外币报表折算差额	-20.84	-29.51	-20.26
归属于母公司所有者权益合计	1,862,534.06	1,629,694.59	1,135,932.12
少数股东权益	176,868.27	145,770.62	135,130.37
所有者权益合计	2,039,402.33	1,775,465.22	1,271,062.49
负债和所有者权益总计	4,023,518.76	3,632,645.86	2,887,627.99

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业总收入	409,225.83	386,044.21	205,873.25
其中：营业收入	409,225.83	386,044.21	205,873.25
其中：主营业务收入	398,186.27	376,073.38	198,183.79
其他业务收入	11,039.56	9,970.83	7,689.46
二、营业总成本	365,646.00	347,160.91	216,925.10
其中：营业成本	246,737.87	257,087.08	140,938.85
其中：主营业务成本	244,120.06	252,610.43	137,806.30
其他业务成本	2,617.81	4,476.64	3,132.55
营业税金及附加	33,762.36	23,981.54	16,089.37
销售费用	14,047.33	11,212.81	9,008.71
管理费用	44,288.78	31,215.30	26,550.34
财务费用	25,443.71	23,156.48	22,182.30
资产减值损失	1,365.95	507.71	2,155.53
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-	-8.91	-
投资收益（损失以“-”号填列）	928.88	4,658.59	9,497.14
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	44,508.70	43,532.98	-1,554.71
加：营业外收入	88,179.59	59,585.20	59,596.85
其中：政府补助（补贴收入）	87,347.58	58,809.91	57,468.59
减：营业外支出	9,760.04	3,086.67	16,128.34
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	122,928.25	100,031.51	41,913.80
减：所得税费用	26,039.21	19,547.23	7,563.12
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	96,889.04	80,484.28	34,350.68

附录三 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2012年	2011年	2010年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	405,088.96	335,904.14	340,095.63
收到的税费返还	8,938.60	9,647.33	9,254.57
收到的其他与经营活动有关的现金	720,486.09	740,057.28	417,404.42
经营活动现金流入小计	1,134,513.65	1,085,608.75	766,754.62
购买商品、接收劳务支付的现金	475,121.83	403,383.58	235,327.94
支付给职工以及为职工支付的现金	23,580.23	17,922.56	11,588.76
支付的各项税费	45,124.03	39,202.57	18,543.30
支付的其他与经营活动有关的现金	380,046.59	419,559.09	232,698.48
经营活动产生的现金流出小计	923,872.67	880,067.79	498,158.48
经营活动产生的现金流量净额	210,640.98	205,540.96	268,596.14
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资所收到的现金	99,392.52	14,043.64	28,079.42
取得投资收益所收到的现金	3,306.69	6,663.94	1,567.18
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	89.97	173.36	229.93
处置子公司及其他经营单位收回的现金净额			1,200.00
收到的其他与投资活动有关的现金	26,881.53	14,895.62	54,734.40
投资活动现金流入小计	129,670.71	35,776.56	85,810.94
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	245,540.81	274,185.34	285,100.56
投资支付的现金	153,680.90	96,189.76	91,653.30
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			1,887.69
支付的其他与投资活动有关的现金	27,644.12	11,455.21	9,421.66
投资活动现金流出小计	426,865.82	381,830.31	388,063.21
投资活动产生的现金流量净额	-297,195.12	-346,053.75	-302,252.28
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资所收到的现金	110,660.00	1,470.00	142,067.94
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	60.00	1,470.00	142,067.94
取得借款所收到的现金	458,442.66	352,430.57	337,247.41
收到的其他与筹资活动有关的现金	22,326.40	225,564.38	120,314.41
筹资活动现金流入小计	591,429.06	579,464.95	599,629.77
偿还债务所支付的现金	370,031.31	357,663.48	412,982.79
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	111,765.46	83,044.64	72,407.50
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	5,910.82	6,279.62	3,446.21
支付的其他与筹资活动有关的现金	14,961.69	3,444.04	3,681.62
筹资活动现金流出小计	496,758.46	444,152.15	489,071.91
筹资活动产生的现金流量净额	94,670.60	135,312.79	110,557.85
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-58.40	-109.36	-262.37
五、现金及现金等价物净增加额	8,058.06	-5,309.35	76,639.35
加：期初现金及现金等价物余额	331,648.95	336,958.30	260,318.94
六、期末现金及现金等价物余额	339,707.01	331,648.95	336,958.30

注：公司未提供现金流量表补充资料

附录四 2012年纳入合并报表范围的子公司情况（单位:万元）

企业全称	注册资 本	实际投 资额	经营范围	持股 比例
海宁市城市发展投资集团有限公司	200,000	200,000	城市基础设施投资开发	100%
海宁市城市建设开发投资有限公司	24,500	24,500	城市基础设施建设投资	100%
海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司	15,626	15,626	旧城改造项目投资开发	100%
海宁市房地产开发有限公司	6,080	6,080	房地产开发经营	100%
海宁市城郊建设投资有限公司	5,000	5,000	城郊建设项目投资	100%
海宁市安平房屋拆迁有限公司	100	100	房屋拆迁业务	100%
海宁市兴房物业管理服务有限公司	50	50	物业管理服务	100%
海宁市新欣天然气有限公司	2,000	1,200	城市管道天然气销售	60%
海宁市小商品市场开发有限公司	1,736	1,736	物业管理、市场经营管理	100%
海宁市交通投资集团有限公司	78,000	78,000	交通基础设施投资开发	100%
海宁市通程建设开发有限责任公司	37,000	37,000	东西大道投资管理	100%
海宁市交通资产投资经营有限责任公司	28,000	28,000	投资开发	100%
海宁市环通开发有限公司	3,188	3,188	交通基础设施建设	100%
海宁市港务开发有限责任公司	900	900	码头和其他港口设施经营	100%
海宁市公共自行车服务有限公司	50	50	公共自行车租赁服务	100%
海宁市水务投资集团有限公司	59,021	59,021	水务类项目投资开发	100%
海宁市自来水有限公司	12,421	12,421	市政供水	100%
海宁市尖山污水处理有限公司	7,700	5,390	水务类项目投资开发	70%
海宁紫光水务有限责任公司	7,350	7,350	污水处理输送	100%
海宁紫薇水务有限责任公司	6,500	5,200	污水处理输送	80%
海宁钱塘水务有限公司	6,869	6,869	给排水等基础设施经营管理	100%
海宁市天源给排水工程物资有限公司	2,000	2,000	给排水管道安装等	100%
海宁市第二水厂有限公司	12,570	12,570	市政供水等	100%
海宁市新世纪水务检定检测有限公司	200	200	水表检定、维修及流量测试	100%
海宁市洁源水务有限公司	10,800	10,800	城市水处理	100%
海宁中国皮革城股份有限公司	56,000	33,025	市场开发建设经营管理	59%
灯塔佟二堡海宁皮革城有限责任公司	3,583	1,769	市场开发经营及物业管理	49%
灯塔佟二堡皮革城商务酒店有限公司服务业	50	25	住宿等	49%
海宁中国皮革城进出口有限公司	200	88	货物及技术的进出口等	44%
海宁皮都锦江大酒店有限公司	1,000	590	餐饮及住宿	59%
海宁中国皮革城经营管理有限公司	50	29	物业管理	59%
海宁中国皮革城网络科技有限公司	500	295	软件开发及皮革制品销售	59%
新乡市海宁皮革发展有限公司	3,000	902	市场开发经营及物业管理	30%
成都海宁皮革城有限公司	10,000	5,897	市场开发经营及物业管理	59%
江苏沭阳海宁皮革发展有限公司	1,018	420	市场开发经营及物业管理	41%
沭阳海宁皮具城有限公司	10	4	市场开发经营及物业管理	41%
北京新海宁皮革商贸有限公司	5,008	1,565	市场开发经营及物业管理等	31%
北京海宁皮革城有限公司	5,008	1,565	市场开发经营及物业管理	31%

浙江钱江生物化学股份有限公司	30,140	10,038	生物农药生产	33%
桐乡钱江生物化学有限公司	1,000	266	生物农药的生产和销售	27%
QJ BIO CHEMICAL CO.,LTD	10 亿韩元	160	批发、服务	23%
海宁钱江置业有限公司	5,000	1,665	房地产开发	33%
海宁东山热电有限公司	1,170	204	蒸汽、电力的生产和销售	17%
海宁市水利建设投资开发有限责任公司	14,781	14,781	水利设施投资	100%
海宁市盐官景区综合开发有限公司	18,500	18,500	基础设施建设	100%
海宁市社会发展建设投资集团有限公司	52,000	52,000	投资开发	100%
海宁市教育发展投资有限公司	8,000	8,000	教育设施投资	100%
海宁市五环投资开发有限公司	3,500	3,500	综合性健身中心经营管理	100%
海宁市博才人力资源投资开发有限公司	2,500	2,500	实业投资、人力资源开发	100%
海宁市科技创业投资有限公司	2,000	2,000	投资经营	100%
海宁市科创中心投资有限公司	6,000	3,600	投资开发咨询管理	60%
海宁市文博文化影剧有限公司	500	500	国有资产经营管理	100%
海宁市金石园林绿化有限公司	50	50	绿化苗木种植	100%
海宁市市场开发服务中心	3,860	3,860	市场经营管理	100%
海宁皮都投资开发有限公司	11,500	11,500	投资开发	100%
海宁潮丰种业有限公司	500	500	农作物种子批发、零售、收购	100%
海宁市九方机动车驾驶员培训学校	328	328	机动车驾驶员培训	100%
海宁市广联信息网络有限责任公司	300	300	光纤网络综合开发应用等	100%
海宁市越剧团有限公司	200	140	文艺表演团体	70%
海宁市市场发展投资有限公司	1,200	660	市场开发投资	55%

附录五 截至 2013 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

在建项目	预计投资额	截至 3 月末投资额	目前进度
盐官观潮景区主入口及商业街一期	7,651	280	主入口广场基础开挖
风情街延伸一期	11,418	349	桩基已完成
蚕种场安置房一期	10,224	9,688	土建工程完工，室外附属施工
蚕种场安置房二期	15,074	739	桩基工程完工
盐官景区拱辰花园安置房一期	9,000	198	桩基工程完工
海宁市图书馆新馆及查济民纪念馆工程	13,540	8,447	幕墙施工完成 25%，月底装修施工图出图
海宁市社会福利中心改扩建工程	12,940	7,550	线管预埋、外墙粉刷基本完成，内墙粉刷完成 60%，屋面瓦完成 40%
浙江省人民医院海宁医院工程	34,968	4,800	土建 25 日开标
海宁市紫薇高级中学和内地新疆高中班工程	18,098	10,745	一标段屋面构架施工完成、砌体完成，二标段主体工程完成至 3 层、砌体完成 1 层
新建海宁市儿童乐园	18,000	3,800	初步设计，勘察进场施工，线路搬迁
科创中心一期	18,405	14,583	项目已基本完工，正在进行绿化工程验收。
科创中心二期	7,432	1,958	完成 3 栋厂房三层梁板浇筑。
海昌路东侧区块保障性住房项目（城投）	55,657	46,215	16.55 万平方米(12 幢)安置房装饰施工，完成装饰工程量的 25%
群利二期保障性住房项目（城投）	101,873	38,528	22 幢安置房基础施工，完成基础工程量的 85%
硖北里一期安置房（城投）	12,600	9,392	11 幢安置房装饰施工，完成装饰工程量的 20%
群利三期安置房（城投）	114,346	31,941	26 幢安置房桩基施工，完成桩基工程量的 50%
长田区块安置房（城投）	86,251	62,470	26 幢公寓房，2 幢商铺(完成桩基施工（可施工区域）
农丰区块安置房（城投）	27,455	14,310	6 幢公寓房完成场地平整
伊桥集镇拆迁安置房	15,917	9,980	6 幢安置房基础施工，完成基础工程量的 80%
城南大道南侧安置房一期（城投）	246,051	75,580	BT 项目，完成桩基工程量的 5%
长水塘湿地工程	33,648	17,375	I 标段完工；II 标段完成 58%，10 座闸完成施工，溢流堰完成北侧护面结构浇筑，护岸完成 250 米，完成 2#、3#、4#顶管工作井和接收井混凝土浇筑；III 标段完成 53%，土方开挖基本完成，水厂明渠 60 米浇筑完成，完成箱涵临时排水渠土方开挖。
海宁市第二水厂扩建工程	32,287	19,256	桩基检测完成 95%，污水泵站外其余 20 个单体全面施工；完成所有设备采购招标工作
硖尖公路北段改建	22,632	10,041	路基 95%，路面 40%
08 省道改建工程	75,000	1,063	未开工，政策处理开始
硖崇公路	10,500	0	迎丰段路基 30%，桥梁 30%
沪杭高速许村互通	13,000	0	未开工
盐秦公路	5,000	367	路基 50%，桥梁 100%
海宁大道杭浦高速海宁互通至翁金线改建工程	9,800	307	路基 20%，桥梁 30%
01 省道海宁大道立交桥工程	8,224	103	桩基 60%，接桩 30%，梁板预制 50%
合计	1,046,991	400,066	

附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入}-\text{主营业务成本})/\text{主营业务收入}\times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润}/\text{主营业务收入}\times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润}/\text{主营业务收入}\times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润}/((\text{本年所有者权益}+\text{上年所有者权益})/2)\times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额}+\text{财务费用})/((\text{本年资产总额}+\text{上年资产总额})/2)\times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业费用}+\text{管理费用}+\text{财务费用})/\text{主营业务收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额}+\text{期末应收账款余额})/2]/(\text{报告期主营业务收入}/360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货}+\text{期末存货})/2]/(\text{报告期主营业务成本}/360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额}+\text{期末应付账款余额})/2]/(\text{主营业务成本}/360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入}/(\text{流动资产}-\text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数}+\text{存货周转天数}-\text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入}/[(\text{本年资产总额}+\text{上年资产总额})/2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总额}\times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务}/(\text{总债务}+\text{所有者权益}+\text{少数股东权益})\times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务}/(\text{长期债务}+\text{所有者权益}+\text{少数股东权益})\times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款}+\text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款}+\text{应付票据}+\text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务}+\text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额}+\text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT}+\text{折旧}+\text{无形资产摊销}+\text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流}-\text{资本支出}-\text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT}/(\text{计入财务费用的利息支出}+\text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA}/(\text{计入财务费用的利息支出}+\text{资本化利息支出})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流}/\text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{主营业务收入}$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。