

海宁市资产经营公司

**2013 年 15 亿元公司债券**

**2014 年跟踪信用评级报告**



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

## 信用评级报告声明

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

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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



## 海宁市资产经营公司

# 2013年15亿元公司债券2014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

债券剩余规模：15亿元

债券到期日期：2020年03月06日

评级日期：2014年06月24日

上次跟踪评级结果：

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

债券发行规模：15亿元

评级日期：2013年06月29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2013年3月发行的15亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2014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	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	5,281,090.11	4,023,518.76	3,632,645.86
所有者权益（万元）	2,382,905.97	2,039,402.33	1,775,465.22
资产负债率	54.88%	49.31%	51.12%
有息债务（万元）	1,769,705.59	1,192,522.64	1,162,880.07
营业收入（万元）	554,299.46	409,225.83	376,073.38
营业利润（万元）	97,617.00	44,508.70	43,532.98
政府补助（万元）	77,387.70	87,347.58	58,809.91
利润总额（万元）	173,547.92	122,928.25	100,031.51
综合毛利率	46.31%	38.69%	32.83%
总资产回报率	5.35%	4.44%	4.20%
EBIT（万元）	248,750.51	169,972.05	136,904.69
利息保障倍数	3.31	3.61	3.71
经营活动现金流量净额（万元）	364,523.53	210,640.98	205,540.96

注：2012年数据来源于2013年审计报告期初数；上表中营业收入及综合毛利率指标2011年数据为主营业务收入及主营业务毛利率指标

资料来源：公司审计报告

### 正面：

- 跟踪期内，公司整体收入规模较大，业务来源持续性较强；
- 跟踪期内，公司资产规模继续较快增长，整体资产质量较好；
- 跟踪期内，公司继续得到政府财政补贴的支持。

### 关注：

- 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；
- 2013年海宁皮城物业销售面积及销售金额均有所下降；
- 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；
- 公司负债规模进一步增加，有息债务规模大，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 刘书芸

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[2013]70 号文批准，公司于 2013 年 3 月 6 日公开发行 15 亿元 7 年期固定利率公司债券，发行票面利率为 6.08%。

本期债券起息日为 2013 年 3 月 6 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 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%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 2014 年 5 月 31 日，本期债券支付利息一次，金额为 9,120.00 万元，本金未兑付。

截至 2014 年 5 月底，本期债券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2014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
海昌路东侧区块保障性住房	55,657.42	30,000	55,657.42	30,000.00
海宁丝厂区块保障性住房	36,301.12	20,000	33,870.00	20,000.00
群利二期保障性住房	101,872.92	50,000	46,546.00	40,000.00
硖尖公路北段改建工程	27,760.03	15,000	15,957.00	12,000.00
长水塘水源生态湿地工程	33,648.28	20,000	28,417.00	20,000.00
沪杭客专海宁西站许村至长安连接线工程	25,367.14	15,000	10,736.00	9,000.00
<b>合计</b>	<b>280,606.91</b>	<b>150,000</b>	<b>191,183.42</b>	<b>131,000.00</b>

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

2013 年公司注册资本仍为 20.00 亿元，实际控制人为海宁市财政局，未发生变化。2013 年度，公司合并范围的子公司新增 8 家，减少 2 家。

**表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
海宁市城投集团资产经营管理有限公司	100.00%	10,000	投资开发	新设
海宁市土地开发有限公司	100.00%	30,000	土地拆迁、平整	划转
哈尔滨海宁皮革城有限公司	100.00%	10,000	市场开发经营及物业管理等	新设
海宁皮革城担保有限公司	100.00%	10,000	融资性担保业务等	新设
海宁市人才公寓管理服务有限公司	100.00%	500	人才公寓项目的物业管理	新设

海宁市大脚板乐园管理服务有限公司	100.00%	500	项目的投资、物业管理服务等	新设
海宁市乡村绿化投资有限责任公司	100.00%	5,000	造林项目及农业基础设施的投资;造林工程建设及养护	新设
浙江海宁锦绣江南灯彩文化产业有限公司	100.00%	1,000	灯彩文化产业项目的投资	新设

## 2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
海宁市尖山污水处理有限公司	0.00%	7,700	水务类项目投资开发	出售
海宁钱塘水务有限公司	0.00%	6,869	给排水等基础设施经营	吸收合并

资料来源：审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额 5,281,090.11 万元，所有者权益合计 2,382,905.97 万元，资产负债率为 54.88%。2013 年公司实现营业收入 554,299.46 万元，营业利润 97,617.00 万元，获得政府补助 77,387.70 万元，利润总额 173,547.92 万元，经营活动现金流净额 364,523.53 万元。

## 三、地方经济与财政实力

### 海宁市为全国百强县之一，经济基础较好，2013 年经济增速略有回升

海宁市经济发达，是浙江省十强县（市）之一，在第十三届县域经济基本竞争力百强县排名中位列第 33 位，较上届上升一位。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。

2013 年海宁市实现地区生产总值 633.65 亿元，按可比价计算，较上年增长 9.5%，与 2012 年 9.1% 增速相比，增速略有回升。其中第一产业实现增加值 25.62 亿元，增长 0.2%，第二产业实现增加值 364.19 亿元，增长 9.5%，第三产业实现增加值 243.84 亿元，增长 10.5%。三次产业结构比由上年的 4.2: 59.0: 36.8 调整为 4.0: 57.5: 38.5。

表 3 2012-2013 年海宁市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	633.65	9.5%	575.62	9.1%
第一产业增加值	25.62	0.2%	24.43	1.4%
第二产业增加值	364.19	9.5%	339.58	8.5%
第三产业增加值	243.84	10.5%	211.61	11.0%
工业增加值	316.94	10.0%	294.43	4.2%
固定资产投资	368.35	21.3%	303.67	21.9%
社会消费品零售总额	269.34	13.8%	242.80	14.7%
进出口总额（亿美元）	57.57	14.8%	50.14	-4.3%

存款余额	990.93	15.6%	856.92	12.6%
贷款余额	706.79	14.6%	616.72	14.2%

资料来源：2012-2013 年海宁市国民经济和社会发展统计公报

2013年，海宁市完成工业增加值316.94亿元，比上年增长10.0%。规模以上工业总产值达1,307.53亿元，增长12.9%，其中轻工业实现产值827.70亿元，增长9.7%，重工业实现产值479.83亿元，增长19.1%。2013年规模以上工业企业实现新产品产值462.81亿元，增长22.2%；实现产销率96.56%。主导产业中，规模以上皮革工业实现产值164.73亿元，增长4.2%，规模以上纺织工业实现产值399.22亿元，增长12.9%。两大主导产业占规模以上工业总量43.1%。同时，化工医药制造业、建材工业和金属制品业等一些行业快速发展，分别增长30.4%、21.7%和19.8%。

### 海宁市一般预算收入稳定增长，2013 年受土地出让收入大幅增长影响，地方可支配财力增长较快

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。2012-2013 年海宁市一般预算收入分别为 44.29 亿元和 52.49 亿元，分别同比增长为 14.09% 和 18.51%。2013 年海宁市财政总收入在嘉兴市各区县排名中继续保持第一位。

2013 年海宁实现地方可支配财力 139.25 亿元，较 2012 年增长 46.09%。从收入结构看，2013 年海宁市一般预算收入所占财政总收入的比重为 37.69%，而税收收入在一般预算收入中占比为 95.00%，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绝大部分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，导致政府性基金收入大幅上升，政府性基金收入已成为地方综合财力的主要来源。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 4 2012-2013 年海宁市财政收入主要指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
地方可支配财力	1,392,484	953,188
一般预算收入	524,888	442,890
其中：税收收入	498,623	433,784
非税收收入	26,265	9,106
上级补助收入	176,003	137,188
其中：返还性收入	56,791	55,319
一般性转移支付收入	61,204	33,583
专项转移支付收入	58,008	48,286
政府性基金收入	663,329	342,626
其中：国有土地所有权出让收入	616,117	342,626
预算外财政专户收入	28,264	30,484

财政支出	1,216,985	882,711
（一）一般预算支出	511,850	433,163
（二）政府基金支出	673,868	419,437
（三）预算外支出	31,267	30,111

资料来源：海宁市财政局

从财政支出看，2013 年海宁市一般预算支出同比增长 8.65%，一般预算收入同比增速快于一般预算支出，2013 年一般预算收入与一般预算支出的比率为 102.55%，一般预算收入对一般预算支出的覆盖程度较好。

#### 四、经营与竞争

##### 2013 年公司收入规模增长较快，整体收入规模较大，业务来源持续性强

2013 年公司主营业务收入同比增长 36.38%，毛利率上升至 45.87%，其中房屋销售及房屋租赁依然是公司收入的最主要来源，2013 年未实现代建收入，而随着新划转的子公司海宁市土地开发有限公司纳入合并范围，2013 年重新实现土地开发收入。而受到海宁皮城租赁面积增加及租金水平上升，物业租赁及管理收入增长较快。

表 5 公司主营业务收入结构（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
房屋销售	185,627.86	45.07%	157,974.34	52.46%
房屋租赁	115,415.74	90.09%	61,237.68	81.80%
商品销售	45,765.99	3.56%	40,203.59	3.89%
物业管理	42,855.58	81.18%	9,351.63	84.04%
生物制品业	37,784.40	21.08%	33,647.15	18.61%
代建收入	-	-	33,950.37	5.26%
土地开发收入	31,860.65	0.33%	-	-
水费收入	19,235.12	12.51%	16,908.49	-0.91%
污水处理收入	17,602.66	17.44%	10,613.17	-34.40%
燃气收入	12,707.51	3.09%	8,746.69	5.54%
其 他	34,191.91	32.43%	25,553.17	27.18%
小 计	<b>543,047.41</b>	<b>45.87%</b>	<b>398,186.27</b>	<b>38.69%</b>

注：其他收入包括给排水、酒店、汽车培训等业务收入

资料来源：公司提供

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”）36.69%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，均为第一大股东。

跟踪期内海宁皮城房屋销售及租赁收入较快增长，但2013年当期物业实现销售面积及销售金额均有所下降

2013年海宁皮城实现主营业务收入29.14亿元，较2012年增长29.40%。其中商铺及配套

物业销售实现收入71,118.59万元，同比增长94.22%，主要系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而形成；物业租赁及管理153,734.26万元，同比增长61.12%，主要系租赁面积增加及整体租金水平上涨，租金及配套服务收入增加所致；酒店服务实现收入5,471.65万元，同比增长1.11%；商品销售实现收入42,886.23万元，同比增长14.72%，主要系控股子公司皮革城进出口公司2013年收入有所增加所致；住宅开发销售18,201.52万元，同比减少63.87%，主要系公司开发的唯一房产项目东方艺墅2013年确认收入较上年同期减少所致。

表6 2012-2013年海宁皮城主营业务收入结构（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
物业租赁及管理	153,734.26	88.79%	95,413.60	88.29%
商铺及配套物业销售	71,118.59	79.68%	36,617.19	54.65%
商品销售	42,886.23	3.71%	37,382.55	3.51%
住宅开发销售	18,201.52	63.41%	50,371.46	54.03%
酒店服务	5,471.65	40.71%	5,411.33	35.26%
合计	291,412.25	71.56%	225,196.13	59.81%

资料来源：海宁皮城2013年报

2013年海宁皮城物业实现销售面积6.77万平方米，销售总额8.93亿元。截至2013年底，海宁皮城未开发经营物业中可出租、自用、未售面积合计为2,506,805平方米，未来公司房屋销售还可确认一定收入。

表7 2012-2013年海宁皮城物业销售结算情况（单位：万平方米、万元）

项目	2013年		2012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	5.11	71,118.59	6.78	36,617.19
其中：商铺销售	1.48	47,485.74	2.12	11,681.92
综合商务楼销售	3.63	23,632.85	4.66	24,935.27
住宅开发销售	1.66	18,201.52	5.39	50,371.46
合计	6.77	89,321.11	12.17	86,988.65

资料来源：公司提供

海宁皮城商铺可出租面积由2012年的58.98万平方米增加到2013年的63.43万平方米，商铺物业实现100%出租率，2013年租赁收入为15.58亿元，公司租赁收入较快增长。

表8 2012-2013年海宁皮城物业租赁情况

项目名称	2013年	2012年
可出租商铺面积（万平方米）	63.43	58.98
已出租商铺面积（万平方米）	63.43	58.98
商铺租赁收入（万元）	153,734.26	74,072.59
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）	2,045.24	1,855.96

租赁收入合计（万元）	155,779.5	75,928.55
------------	-----------	-----------

资料来源：公司提供

#### 跟踪期内钱江生化生物制品产能得到恢复，收入规模有所增长

2013 年钱江生化实现主营业务收入 4.74 亿元，较 2012 年增长 7.97%。其中，农药类、兽药类销售收入分别比上年同期增长 5.13%、99.82%，对外供热（蒸汽）销售收入比去年同期减少 6.10 %。生物制品收入增长的原因主要是由于钱江生化二分厂关停后，三分厂配套设施项目于 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%。截至 2013 年底，钱江生化已全部收回二分厂关停补偿款，累计金额为 2.99 亿元。

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，拥有完整的产品生产线，2013 年赤霉酸 GA3 销量同比增长 30% 以上，营业收入同比增加 47.17%。

表 9 2012-2013 年钱江生化主营业务收入结构（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
生物制品业	37,784.40	21.08%	33,647.15	18.61%
热电行业	9,572.40	27.85%	10,193.58	22.71%
其他	96.11	15.62%	108.14	-12.34%
合计	47,452.91	22.44%	43,948.87	19.48%

资料来源：钱江生化 2013 年报

#### 2013 年公司未完成工程回购，当年没有实现代建收入，目前公司在建项目较多，资金压力较大

公司代建业务模式为：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建设资金，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 10 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	2013 年	2012 年
完成拆迁面积	24.58	35.00
拆迁安置及保障房新开工面积	60.52	71.40
拆迁安置及保障房竣工面积	20.22	50.00
拆迁安置及保障房销售收入	56,621.95	33,773.33

资料来源：公司提供

此外，2013 年城投集团新增土地开发业务，由城投集团负责前期土地整理开业投入，待土地出让后将部分土地出让金返还给城投集团，返还金额以覆盖投入成本为原则。2013 年公司土地开发收入为 31,860.65 万元，成为公司收入有益补充，但目前土地开发业务毛利率较低，盈利能力不强。

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、硖许公路（长安至许村段、盐官支线工程）和沪杭客专海宁西站许村至长安连接线（塘许公路-青年路）等工程。受工程竣工结算进度影响，2013年公司没有完成工程回购，当年未实现工程代建收入。

截至2014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202.64亿元，已经投资76.39亿元，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四。

#### 跟踪期内，地方政府继续给予公司财政补贴等方面的支持

为了保障公司的可持续发展，2013年地方政府继续以财政补贴的方式给予公司支持。2012-2013年公司累计获得的财政补贴资金为164,735.28万元，其中，2013年海宁市财政局给予公司77,387.70万元财政补贴，财政补贴资金成为公司利润的有益补充。

## 五、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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年审计报告，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。由于公司会计准则发生变化，为保持数据的可对比性，以下分析基于2013年审计报告期初及期末数。

#### 资产结构与质量跟踪期内，公司资产规模较快增长，整体资产质量较好

公司近年资产规模增长较快，截至2013年底，公司总资产规模已增至528.11亿元，较2012年增长31.26%，其中主要是货币资金、其他应收款、存货及在建工程增长所致。

表 11 公司近两年主要资产构成情况（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	552,961.58	10.47%	364,227.14	9.05%
其他应收款	677,063.38	12.82%	430,009.06	10.69%
存货	1,350,942.73	25.58%	978,362.24	24.32%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,850,145.77</b>	<b>53.97%</b>	<b>1,911,413.85</b>	<b>47.51%</b>
长期应收款	143,156.40	2.71%	70,000.00	1.74%
长期股权投资	523,255.61	9.91%	491,072.15	12.21%
投资性房地产	319,078.61	6.04%	310,565.37	7.72%
固定资产	446,311.23	8.45%	400,519.15	9.95%
在建工程	650,999.88	12.33%	472,978.16	11.76%
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,430,944.34</b>	<b>46.03%</b>	<b>2,112,104.91</b>	<b>52.49%</b>

<b>资产总计</b>	<b>5,281,090.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,023,518.76</b>	<b>100.00%</b>
-------------	---------------------	----------------	---------------------	----------------

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 2013 年底，货币资金规模为 55.30 亿元，较 2012 年末增长 51.82%，公司货币资金中使用受限资金规模为 7.78 亿元，占比为 14.08%，主要是质押的定期存单及保证金。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，2013 年末占比有所上升，从账龄来看部分欠款时间偏长，截至 2013 年底一年以内的其他应收款占比为 69.76%，公司应收海宁市财政局的款项为 28.01 亿元，占比为 41.37%；公司其他应收款规模较大，且近年较快增长，对公司资金形成较大的占用。公司存货主要是公司开发产品及开发成本，截至 2013 年底规模为 135.09 亿元，较 2012 年增长 38.08%，主要是开发成本增长所致。

公司非流动资产主要为长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程。公司长期应收款为委托贷款，2013 年末增长同比增长 104.51%，至年末余额达 14.32 亿元。2013 年长期股权投资增长 6.55%，规模达到 52.33 亿元，2013 年公司投资收益 7,824.46 万元，未来将给公司带来稳定的投资收益。2013 年投资性房地产较 2012 年增长 2.74%，主要是增加的对外出租的商铺，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，2013 年底在建工程较上年增长 37.64%。

## 盈利能力

**收入及盈利水平均有一定程度的上升，跟踪期内，政府财政补助在公司利润中的占比依然较高**

公司收入规模稳定增长，2013 年实现营业收入 55.43 亿元，同比增长 35.45%。2013 年新开发的商品住宅和商铺对外销售取得的收入稳定增长，同时物业管理收入及房屋租赁收入合计收入 15.83 亿元，较 2012 年增长 124.21%，主要是租赁面积增加及整体租金水平上涨，租金及配套服务收入增加所致。

2013 年公司综合毛利率为 46.31%，较 2012 年上升 6.60 个百分点。其中，房屋销售业务毛利率为 37.31%，较 2012 年下降 15.15 个百分点；而房屋租赁业务毛利率上升至 90.09%。公司期间费用率较高，2013 年公司期间费用继续上升，但收入规模上升较快，导致 2013 年期间费用率下降至 17.52%，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 12 公司近两年主要盈利能力指标（单位：万元）**

项 目	2013 年	2012 年
营业收入	554,299.46	409,225.83
营业利润	97,617.00	44,508.70
政府补助	77,387.70	87,347.58
利润总额	173,547.92	122,928.25
净利润	135,431.34	96,889.04
综合毛利率	46.31%	39.71%
期间费用率	17.52%	19.39%
总资产回报率	5.35%	4.44%

资料来源：公司审计报告

### 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流有所改善，但投资活动对资金需求量大，公司仍有较大的融资需求

从经营活动产生的现金流来看，2013 年公司经营活动现金流入 186.65 亿元，较 2012 年增加 73.20 亿元，经营活动现金流出 150.20 亿元，较 2012 年增加 57.81 亿元，2013 年经营活动现金净流量规模为 36.45 亿元，较上年有所增长。公司经营活动现金流得到改善，主要是房产销售及房屋租赁相关业务均能带来较为稳定的现金流。

从投资活动产生的现金流来看，2013 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -55.40 亿元，净流出规模较 2012 年增加 25.68 亿元，投资现金净流出规模增加，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。2013 年公司筹资活动现金流净额为 32.54 亿元，短期缓解了公司资金压力。

**表 13 公司近两年现金流量情况（单位：万元）**

项 目	2013 年	2012 年
经营活动现金流入	1,866,520.22	1,134,513.65
经营活动现金流出	1,501,996.69	923,872.67
经营活动现金净流量	364,523.53	210,640.98
投资活动现金流入	339,679.58	129,670.71
投资活动现金流出	893,681.66	426,865.82
投资活动现金净流量	-554,002.08	-297,195.12
筹资活动现金流入	1,120,533.26	591,429.06
筹资活动现金流出	795,089.69	496,758.46
筹资活动现金净流量	325,443.58	94,670.60
现金及现金等价物净增加额	135,519.20	8,058.06

资料来源：公司审计报告

### 资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司负债规模进一步增加，有息债务规模大，存在一定的偿债压力

2013年公司负债规模继续上升，截至2013年底，负债规模上升至289.82亿元，较2012年增长46.07%；截至2013年底，公司资产负债率为54.88%，较2012年底上升5.57个百分点。

从负债构成来看，公司有息债务规模较大，截至2013年底达176.97亿元，占全部负债的比重为61.06%，有息债务规模占负债比重进一步增加。截至2013年底短期有息债务为39.11亿元，较2012年增长12.59%，短期有息债务增长较快，面临一定的短期偿付压力。截至2013年底长期有息债务规模为137.86亿元，较2012年增长63.12%。公司长期有息债务中应付债券规模为57.71亿元，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）、13海城债（两年期，1.5亿元）、13海交投（三年期，3亿元）、13海交债（两年期，1.5亿元）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 14 公司近两年主要负债构成情况（单位：万元）**

项 目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	219,618.57	7.58%	116,689.66	5.88%
应付账款	336,214.51	11.60%	85,621.80	4.32%
预收款项	159,896.40	5.52%	215,680.97	10.87%
其他应付款	410,611.11	14.17%	340,436.78	17.16%
一年内到期的非流动负债	163,303.76	5.63%	200,970.00	10.13%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,429,911.81</b>	<b>49.34%</b>	<b>1,059,847.53</b>	<b>53.42%</b>
长期借款	788,923.75	27.22%	411,848.96	20.76%
应付债券	577,099.75	19.91%	382,213.00	19.26%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,468,272.32</b>	<b>50.66%</b>	<b>924,268.90</b>	<b>46.58%</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,898,184.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,984,116.43</b>	<b>100.00%</b>

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，2013 年资产负债率进一步上升，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，但有息债务规模大且进一步增加，公司仍存在一定的偿债压力。

**表 15 公司近两年偿债能力指标**

项目	2013 年	2012 年
有息债务（万元）	1,769,705.59	1,192,522.64
流动比率	1.99	1.80
速动比率	1.05	0.88
资产负债率	54.88%	49.31%
EBIT（万元）	248,750.51	169,972.05
利息保障倍数	3.31	3.61

注：有息债务包括长期应付款

资料来源：公司审计报告

## 六、或有事项

截至 2013 年 12 月 31 日，公司对外担保金额为 47.60 亿元，较 2012 年的 41.69 亿元，增加 5.91 亿元，占公司 2013 年末净资产的 19.98%，存在一定的或有负债风险。

**表 16 截至 2013 年底公司对外担保情况 (单位：万元)**

被担保单位	担保借款金额	借款到期日
海宁城南新市镇开发建设有限公司	27,000.00	2015-01-21
海宁市城南建设开发有限公司	3,800.00	2015-04-20
海宁市城南新市镇开发有限公司	8,000.00	2014-07-31
海宁市高级中学	2,000.00	2014-02-04
海宁市钱塘新农村开发有限公司	5,000.00	2018-08-19
海宁市斜桥新市镇建设有限公司	8,000.00	2014-12-28
海宁市新市镇开发建设有限公司	8,500.00	2015-03-01
海宁市新市镇开发建设有限公司	167,860.00	2025-12
温岭市投资开发有限公司	120,000.00	2015-11-30
浙江财经学院东方学院长安校区	27,000.00	2018-02-21
浙江财经学院东方学院长安校区	29,745.00	2020-04-08
海宁轻纺产业基地投资开发有限公司	2,000.00	2014-12-23
海宁市城镇有机更新有限公司	10,000.00	2016-10-24
浙江钱塘江投资开发有限公司	7,000.00	2014-4-23
浙江钱塘江投资开发有限公司	5,000.00	2014-5-22
海宁市人民医院	10,000.00	2018-05-15
浙江省基础建设投资集团股份有限公司	27,000.00	2016-10-30
海宁市妇幼保健院	100.00	2015-01-20
海宁市农副新产品批发市场有限公司	581.00	2016-11-26
海宁市实业投资集团有限公司	1,400.00	2014-06-25
海宁市盐官新市镇开发有限公司	3,000.00	2014-10-24
海宁市中医院	3,000.00	2014-03-05
<b>合计</b>	<b>475,986.00</b>	

资料来源：公司提供

## 七、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。

同时值得关注的是，海宁市地方可支配财力受土地出让收入影响较大，未来土地出让收入能否持续增长存在不确定性；2013年海宁皮城物业销售面积及销售金额均有所下降；跟踪期内，负债规模进一步增加，有息债务规模大，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	2013 年	2012 年
货币资金	552,961.58	364,227.14
应收票据	4,624.96	3,047.49
应收账款	22,830.23	16,813.44
预付款项	120,003.74	61,536.80
应收利息	8,752.41	5,490.46
应收股利	0.00	16.91
其他应收款	677,063.38	430,009.06
存货	1,350,942.73	978,362.24
一年内到期的非流动资产	0.00	14,170.00
其他流动资产	112,966.74	37,740.31
流动资产合计	2,850,145.77	1,911,413.85
发放委托贷款及垫款	2,000.00	0.00
持有至到期投资	0.00	3,000.00
长期应收款	143,156.40	70,000.00
长期股权投资	523,255.61	491,072.15
投资性房地产	319,078.61	310,565.37
固定资产	446,311.23	400,519.15
在建工程	650,999.88	472,978.16
工程物资	183.44	149.07
固定资产清理	98.01	0.00
无形资产	50,896.53	49,579.24
长期待摊费用	7,285.12	4,522.38
递延所得税资产	9,471.11	4,496.70
其他非流动资产	278,208.39	305,222.67
非流动资产合计	2,430,944.34	2,112,104.91
资产总计	5,281,090.11	4,023,518.76
短期借款	219,618.57	116,689.66
应付票据	8,217.23	29,753.31
应付账款	336,214.51	85,621.80
预收款项	159,896.40	215,680.97
应付职工薪酬	7,262.84	6,978.11
应交税费	56,176.45	34,976.75
应付利息	29,828.94	12,514.56
应付股利	36.21	33.43
其他应付款	410,611.11	340,436.78
保险合同准备金	1,078.24	0.00
一年内到期的非流动负债	163,303.76	200,970.00
其他流动负债	37,667.54	16,192.17
流动负债合计	1,429,911.81	1,059,847.53
长期借款	788,923.75	411,848.96

应付债券	577,099.75	382,213.00
长期应付款	12,542.52	51,047.71
专项应付款	54,345.37	53,360.27
递延所得税负债	72.45	75.16
其他非流动负债	35,288.47	25,723.78
非流动负债合计	1,468,272.32	924,268.90
负债合计	2,898,184.13	1,984,116.43
实收资本（或股本）	200,000.00	200,000.00
资本公积	1,682,530.95	1,447,402.30
盈余公积	4,255.21	2,321.56
未分配利润	282,160.74	212,831.04
外币报表折算差额	-17.40	-20.84
归属于母公司所有者权益合计	2,168,929.51	1,862,534.06
少数股东权益	213,976.47	176,868.27
所有者权益合计	2,382,905.97	2,039,402.33
负债和所有者权益总计	5,281,090.11	4,023,518.76

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
一、营业总收入	554,907.94	409,225.83
其中：营业收入	554,299.46	409,225.83
利息收入	30.00	0.00
已赚保费	578.48	0.00
二、营业总成本	465,115.40	365,646.00
其中：营业成本	297,588.67	246,737.87
提取保险合同准备金净额	499.76	0.00
营业税金及附加	69,279.14	33,762.36
销售费用	14,763.49	14,047.33
管理费用	37,698.41	39,848.21
财务费用	44,663.16	25,443.71
资产减值损失	622.78	5,806.52
投资收益（损失以“-”号填列）	7,824.46	928.88
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	652.92	-1,753.20
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	97,617.00	44,508.70
加：营业外收入	77,750.97	88,179.59
减：营业外支出	1,820.05	9,760.04
其中：非流动资产处置损失	239.25	83.09
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	173,547.92	122,928.25
减：所得税费用	38,116.58	26,039.21
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	135,431.34	96,889.04

### 附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
一、经营活动产生的现金流量：		
销售商品、提供劳务收到的现金	477,669.21	405,088.96
收到的税费返还	9,616.07	8,938.60
收到其他与经营活动有关的现金	1,379,234.93	720,486.09
经营活动现金流入小计	1,866,520.22	1,134,513.65
购买商品、接受劳务支付的现金	318,970.77	475,121.83
支付给职工以及为职工支付的现金	28,298.39	23,580.23
支付的各项税费	75,743.10	45,124.03
支付其他与经营活动有关的现金	1,078,984.43	380,046.59
经营活动现金流出小计	1,501,996.69	923,872.67
经营活动产生的现金流量净额	364,523.53	210,640.98
二、投资活动产生的现金流量：		
收回投资收到的现金	311,562.94	99,392.52
取得投资收益收到的现金	5,400.05	3,306.69
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	892.51	89.97
收到其他与投资活动有关的现金	21,824.08	26,881.53
投资活动现金流入小计	339,679.58	129,670.71
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	390,495.70	245,540.81
投资支付的现金	499,139.46	153,680.90
支付其他与投资活动有关的现金	4,046.50	27,644.12
投资活动现金流出小计	893,681.66	426,865.82
投资活动产生的现金流量净额	-554,002.08	-297,195.12
三、筹资活动产生的现金流量：		
吸收投资收到的现金	0.00	10,660.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	60.00
取得借款收到的现金	874,887.36	458,442.66
发行债券收到的现金	207,910.00	100,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	37,735.90	22,326.40
筹资活动现金流入小计	1,120,533.26	591,429.06
偿还债务支付的现金	496,038.40	370,031.31
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	108,080.52	111,765.46
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	5,935.89	5,910.82
支付其他与筹资活动有关的现金	190,970.76	14,961.69
筹资活动现金流出小计	795,089.69	496,758.46
筹资活动产生的现金流量净额	325,443.58	94,670.60
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-445.82	-58.40
五、现金及现金等价物净增加额	135,519.20	8,058.06
加：期初现金及现金等价物余额	339,707.01	331,648.95
六、期末现金及现金等价物余额	475,226.21	339,707.01

### 附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年
净利润	135,431.34	96,889.04
加：资产减值准备	622.78	5,806.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	42,993.93	27,276.90
无形资产摊销	467.89	494.83
长期待摊费用摊销	1,865.31	1,391.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	144.64	51.51
财务费用(收益以“-”号填列)	75,708.30	47,135.93
投资损失(收益以“-”号填列)	-7,824.46	-928.88
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-4,974.40	-1,799.22
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-2.71	-2.71
存货的减少(增加以“-”号填列)	-254,714.84	-519,509.30
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-892,563.15	17,063.39
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	1,267,368.90	536,771.05
经营活动产生的现金流量净额	364,523.53	210,640.98
现金的期末余额	475,226.21	339,707.01
减：现金的期初余额	339,707.01	331,648.95
现金及现金等价物净增加额	135,519.20	8,058.06

## 附录四 截至2014年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

在建项目	总投资额	已投资额
硖尖公路北段改建	22,632	15,957
08省道改建工程	75,000	10,506
沪杭高速许村互通	15,595	1,247
盐秦公路	4,880	1,656
科天公路（硖许公路至上塘河）改建工程	1,458	0
嘉绍高速硖石、袁花、尖山互通绿化工程	2,950	0
观潮大道（01省道至翁金线）景观改造工程	13,000	1
新建海宁市长安镇仰山小学	7,574	2,100
易地新建许村中学新校区	13,706	730
易地新建丁桥镇中心小学	8,383	2,500
海宁市机关幼儿园改扩建	5,254	360
海宁市图书馆新馆及查济民纪念馆工程	13,540	3,472
新建海宁市大脚板乐园（一期）	16,392	7,800
浙江省人民医院海宁医院工程	34,968	7,200
易地新建海宁市儿童福利院工程	5,358	2,300
社会福利中心二期	9,909	1,200
盐官景区聆涛苑安置房二期（原蚕种场二期）	14,790	2,400
盐官景区拱辰花园安置房一期	9,000	770
盐官景区望江苑安置房二期（原蚕种场四期）	53,000	4,880
海宁市人民检察院办公办案及专业技术用房工程	7,143	1,370
海宁市农业经济局综合业务用房建设工程	11,206	2,600
海宁市科创中心三期工程	15,000	3,500
海宁市环卫维护中心工程	2,941	620
海宁市第二水厂扩建工程	32,287	28,417
海宁市第二水厂扩建配套出厂总管工程	12,224	8,985
海宁市第二水厂扩建配套出厂总管工程二期	2,227	1,384
临杭新区供水管道一期工程	3,026	1,150
海宁市西部给排水营业中心	2,980	2,131
海宁市西部二三级供水管道工程一期	5,896	4,680
海宁市西部二三级供水管道工程二期	1,758	1,244
易地搬迁周王庙水务营业所生产管理用房	1,300	0
海宁市长水塘水源生态湿地工程	33,648	28,417
海宁市西部(周王庙泵站-连杭1号泵站)污水管道工程	3,089	134
海宁市盐仓污水厂三期工程	30,217	20,390
2013-2015年西部镇级污水管网工程	4,246	2,886
盐仓污水厂污泥处置改造项目	2,750	416
城区雨污分流工程	8,263	2,011
皮革城六期	126,700	52,400
盐官观潮景区主入口及商业街一期	7,651	1,335
风情街延伸一期	11,418	4,412
蚕种场安置房二期	15,074	6,936
盐官景区拱辰花园安置房一期	9,000	3,390
群利三期(月亮湾)安置房	110,191	61,950
伊桥集镇安置房	18,230	15,416
长田区块安置房	72,502	48,281
群利二期（润景嘉苑）	76,649	46,546
赞山景苑农贸市场及配套用房	11,600	5,837

城南大道南侧安置房一期	225,724	101,480
海宁丝厂二期安置房	23,120	20,689
洛南东路安置房	3,183	2,520
双凤区块安置房	142,800	10,250
民和区块安置房	65,840	38,897
鹃湖一期安置房	20,004	1,050
荷叶村安置房	13,000	490
伊桥二期安置房	112,600	18,924
农丰区块安置房	27,700	6,298
南郊村区块安置房	13,100	4,226
城南大道南侧安置房二期	215,664	51,292
洛河二期西区块安置房	21,064	11,200
华府景苑	82,000	69,300
赵家漾路（水月亭路-太阳桥）	2,878	1,400
广顺路南延（江南大道-丰收路）	7,610	710
鹃湖东侧道路（海洲路-城南大道）	8,500	30
麻泾港滨河绿化	10,000	15
环西二路跨铁路大桥	15,000	650
鹃湖公园绿化及开发项目一期景观绿化	50,000	2,600
<b>合计</b>	<b>2,026,392</b>	<b>763,938</b>

## 附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	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)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
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	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$	

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人长期信用等级符号及定义

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

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

### 三、展望符号及定义

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