

浙江省围海建设集团股份有限公司

2013 年公司债券 2016 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【52】号 01

债券剩余规模: 3 亿元

债券到期日期: 2018 年
5 月 27 日

债券偿还方式: 每年付
息, 附 3 年末投资者回
售选择权

分析师

姓名:
陈鹏 刘书芸

电话:
021-51035670

邮箱:
chenp@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

浙江省围海建设集团股份有限公司 2013 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 4 月 28 日	2015 年 6 月 15 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对浙江省围海建设集团股份有限公司(以下简称“围海股份”或“公司”)及其 2013 年 5 月发行的 3 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司营业收入和资产规模持续增长、在手项目对未来收入提供保障、BT 项目规模大且将逐步进入回购期等有利因素, 同时我们也关注到了公司业务毛利率有所下滑、BT 项目占用资金规模不断加大、债务偿付压力加大等风险因素。

正面:

- 公司营业收入和资产规模保持稳定增长趋势。随着业务规模扩大, 2015 年公司实现营业收入 189,686.63 万元, 同比增长 3.50%; 截至 2015 年末, 公司资产规模达 445,623.82 万元, 同比增长 30.36%。
- 在手项目对未来收入提供一定保障。截至 2015 年末, 公司在手的未履行完工项目 31 个(合同金额 5,000 万元以上项目), 合同金额共 109.06 亿元, 已实现营业收入 39.84 亿元。2016 年公司已签订 2 个合同, 合同金额共 5.80 亿元。公司在手项目对未来收入有一定保障。
- BT 项目规模大, 将逐步进入回购期。2015 年公司新增 1 个 BT 项目, 合同金额为 28.60 亿元。截至 2015 年末, 公司在手的 BT 项目(含 PPP)共 8 个, 合同金额共 62.03 亿元, 较上一年增长 96.75%。BT 项目 2016 年后将逐步进入回购期, 而 BT

项目毛利率较高，有助于公司未来利润的提升。

关注：

- **公司海堤项目推进缓慢，且竞争激烈，收入和毛利率都有所下滑。**2015 年受到政府换届及项目政策处理影响，公司主要大的海堤项目开工量不足，导致海堤工程业务收入同比下滑 11.23%，实现业务收入 117,019.25 万元。海堤工程的毛利率由上一年的 19.30% 下滑到 2015 年的 14.88%，主要是本年度海堤项目所需专业设备利用率降低及随着市场透明度提高，工程投标报价有所下降所致。
- **BT 项目资金占用明显，公司资金压力仍将持续。**公司 BT 项目资金回收周期较长，对公司运营资金占用较多，近两年新增的两个 PPP 项目及 2015 年新增的 BT 项目合同金额大，公司资金压力仍将持续。
- **日常经营对外部融资依赖明显。**2015 年公司投资活动产生的现金净流出为 76,673.76 万元，较 2014 年有所增长，主要系 BT 项目投资支出大幅增加所致。目前公司 BT 项目大部分处于前期建设过程中，仍需大量资金投入，而经营活动现金流净流入规模较小，日常经营对外部融资依赖较大。
- **债务规模大幅增长，短期偿付压力加大。**2015 年公司新增借款较多，期末负债增至 281,187.40 万元，同比增长 55.86%。截至 2015 年末，公司资产负债率为 63.10%，较 2014 年末上升了 10.32 个百分点；公司有息债务达 161,427.92 万元，同比大幅增长 101.24%，其中短期有息债务 86,360.00 万元。公司债务偿付压力加大。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	445,623.82	341,832.17	260,534.43
长期应收款（万元）	179,019.46	125,503.70	84,944.50
归属于母公司所有者权益（万元）	158,493.30	155,635.84	93,430.51
有息债务（万元）	161,427.92	80,217.58	68,888.63
资产负债率	63.10%	52.78%	62.18%
流动比率	1.15	1.26	1.24
速动比率	1.13	1.24	1.23
营业收入（万元）	189,686.63	183,272.45	162,053.61
营业利润（万元）	8,515.49	14,426.66	13,723.54
利润总额（万元）	9,193.79	14,929.89	13,814.71
综合毛利率	15.52%	17.90%	18.87%
总资产回报率	4.05%	6.39%	7.59%

EBITDA（万元）	18,653.02	21,974.05	20,440.60
EBITDA利息保障倍数	2.41	5.11	5.13
经营活动现金流净额（万元）	9,556.55	-1,438.83	6,344.83

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准浙江省围海建设集团股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2013】242号），公司于2013年5月27日公开发行本期债券，募集资金总额3亿元，债券期限为5年（附第3年末公司上调票面利率和投资者回售选择权），票面年利率6.90%，在债券存续期限内前3年保持不变。

本期债券的起息日为2013年5月27日，按年计息，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2014年至2018年每年的5月27日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则剩余部分债券的付息日为2016年至2018年每年的5月27日。2016年4月22日公司公告称本期债券将回售8,500万元。截至2016年4月27日，公司已完成两次利息支付，本期债券募集资金已全部用于补充流动资金。

表1 截至2016年4月27日本期债券本息兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额 (万元)	本金兑付/回 售金额(万元)	利息支付 (万元)	期末本金余额 (万元)
2014年5月27日	30,000	0	2,070	30,000
2015年5月27日	30,000	0	2,070	30,000

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

公司2015年6月以资本公积金向全体股东每10股转增10股，合计转增股本364,063,300股，本次资本公积转增股本后，公司总股本增加至728,126,600股。截至2015年12月31日，公司股本共计72,812.66万元，公司的控股股东浙江围海控股集团有限公司持股比例为41.49%、最终实际控制人¹未发生变化。2015年，公司的主营业务范围基本没有重大变化。

2015年9月2日公司公告将进行非公开发行，根据2016年1月14日公司公告的非公开发行预案，本次非公开发行股票数量不超过315,656,565股，募集资金总额不超过250,000万元（含发行费用）。全部用于天台县苍山产业集聚区一期开发PPP项目（一标）和杭州湾新区建塘江两侧围涂建设移交工程。2016年3月24日，公司公告此次非公开发行已获得证监会受理。

2015年公司新设立2家子公司，分别为浙江省天台县围海建设投资有限公司（以下简称“天台投资公司”）和浙江省围海建设集团宁波杭州湾新区建塘投资有限公司（以下简

¹ 公司实际控制人为冯全宏先生、张子和先生、罗全民先生、邱春方先生和王掌权先生。

称“建塘投资公司”), 注册资本分别为2,000万元和6,000万元。新设三家孙公司, 分别为浙江九水生态科技有限公司(以下简称“九水生态”)、宁波瑞津生态科技有限公司(以下简称“瑞津生态公司”)和宁波弘海众创空间服务有限公司(以下简称“弘海众创公司”), 都是宁波高新区围海工程技术开发有限公司的子公司。

表2 2015年公司合并报表范围变化情况(单位: 万元)

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
天台投资公司	100%	2,000	实业投资; 基础设施项目投资; 市政公用工程施工	新设子公司
建塘投资公司	100%	3,500	围垦项目、水利基础设施的投资、建设	新设子公司
九水生态	65%	975	水处理技术及环保科技的技术研发、技术服务、技术咨询; 水处理工程项目的建设、运营及服务;	新设孙公司
瑞津生态公司	100%	1,500	土壤生态技术的研发、服务及咨询, 水生态技术的研发、服务及咨询	新设孙公司
弘海众创公司	100%	500	创客空间和创业孵化器的投资、建设、运营和管理服务	新设孙公司

资料来源: 公司2015年年报, 鹏元整理

截至2015年12月31日, 公司总资产为445,623.82万元, 归属于母公司的所有者权益为158,493.30万元, 资产负债率为63.10%。2015年度, 公司实现营业收入189,686.63万元, 利润总额9,193.79万元, 经营活动现金净流入9,556.55万元。

三、运营环境

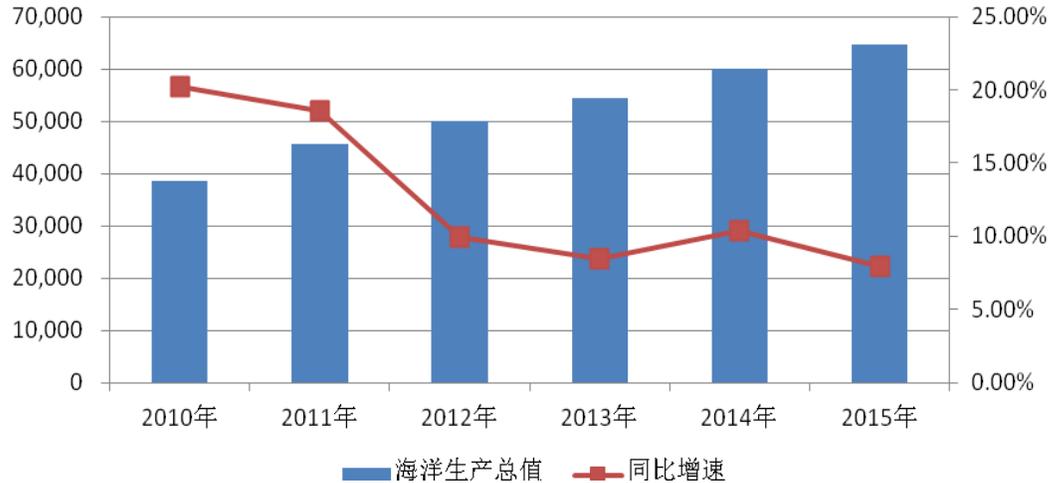
海洋经济的发展得到国家重点支持, 海堤工程未来预期发展空间广阔

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》(以下简称“《建议》”)将拓展蓝色经济空间、推进海洋生态文明建设等作为“十三五”时期海洋事业发展的亮点。在《建议》中提出, 以“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设为引领, 形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带。积极拓展蓝色经济空间, 坚持陆海统筹, 壮大海洋经济, 科学开发海洋资源, 保护海洋生态环境, 维护我国海洋权益, 建设海洋强国。同时在海洋领域推出一批重大项目和举措, 打造一批军民融合创新示范区。并且《建议》要求, 推进同有关国家和地区多领域互利共赢的务实合作, 打造陆海内外联动、东西双向开放的全面开放新格局。

整体上看, 在国家相关宏观政策的指导下, 我国海洋经济发展得到了较高度重视, 正在从过去较为粗放式的海洋利用方式, 开始向高效集约的海洋利用方式转变。根据《2015年中国海洋经济统计公报》, 经初步核算, 2015年全国海洋生产总值64,669亿元, 比上年增长7.0%, 海洋生产总值占国内生产总值的9.6%, 基本与2014年保持持平。分地区来看,

2015年环渤海地区、长江三角洲地区、珠江三角洲地区生产总值占全国海洋生产总值的比重分别为36.2%、28.5%和21.3%，长江三角洲地区占比与上年基本持平。

图1 2010-2015年海洋生产总值和增长情况（单位：亿元）



资料来源：2010-2015年中国海洋经济统计公报

浙江省作为重要的试点省份，制定了切实有效、科学合理的海洋发展策略，海洋经济发展得到了较高等度的重视。浙江省先后制定了《浙江省海洋经济发展示范区规划》和《浙江省海洋事业“十二五”规划》，其中指出要统筹安排各类用海指标，推进海域权属作为基本建设依据的试点，强化海域资源集约、高效利用，并且强调围垦海洋项目的科学论证。根据浙江省海洋与渔业局的数据，2015年浙江省海洋生产总值6,180.4亿元，比上年增长7.33%，高于国民经济增长速度0.5个百分点。海洋经济占浙江省地区生产总值的比重为14.41%，同比略有上升。

海堤工程是沿海地区的重要的工程设施，是防御潮（洪）水、围垦填海重要的工程组成部分，是发展海洋经济的必备先行工程。由于国家对于沿海地区围填海都制定了较为详细的中长期规划，并实行年度计划管理，海堤工程业务受国家重视程度的影响较大。从目前国家政策预期，海洋经济开发和海堤工程业务都有着广阔的发展空间。

全国水利设施投资进入快速增长期，浙江省积极推行“五水共治”政策，水利工程业务发展前景较好

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》（以下简称“十三五规划”）有多处内容都提到了水利相关的内容，其中主要可以划分为三个方面。第一、基础设施相关，主要提到加快完善水利、铁路、公路、水运、民航、通用航空、管道、邮政等基础设施网络，完善能源安全储备制度，加强城市公共交通、防洪防涝等设施建设，实

施城市地下管网改造工程。第二、农业现代化相关，主要提到全面划定永久基本农田，大规模推进农田水利、土地整治、中低产田改造和高标准农田建设；水利建设为农业发展服务。第三、环保及节能相关，主要提到了加快发展水能，强化约束性指标管理，实行能源和水资源消耗、建设用地等总量和强度双控行动。实施全民节能行动计划，提高节能、节水、节地、节材、节矿标准，开展能效、水效领跑者引领行动。

发展水利工程，不仅仅是行业发展的需要，同时水利工程作为基础设施的重要组成部分之一，发展水利工程等基础设施建设也是经济稳增长的重要举措之一。2015年发改委确定了12个水利项目作为第一批试点的PPP项目。同时三部委联合发布《关于鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营的实施意见》，指出除特殊情形外，重大水利工程建设运营一律向社会资本开放，鼓励社会资本的参与。随着水利建设政策密集落地，后续水利水电建设投资规模正持续加大，水利行业将迎来发展的黄金期。

2013年11月，浙江省委十三届四次全会作出“五水共治”的重大决策，即：治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节水。“五水共治”的工作重点涉及推进强库、固堤、扩排工作；开展疏通道、攻强排、建设城市防洪工程等。根据浙江日报的报道，2015年浙江省“五水共治”项目累计完成投资1,083.8亿元，其中治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节水分别实现投资515.6亿元、276.0亿元、123.9亿元、154.4亿元和13.9亿元，各项目都超过年度计划总投资。2016年是浙江省五水共治工作全面发展的第三年，据浙江新闻网的报道，2016年浙江省全年计划完成2,000公里河道综合整治，完成病险水库除险加固100座，山塘整治400座，圩区整治面积30万亩。全年计划建设雨水管网700公里，雨污分流改造管网370公里，排水管网清淤13,000公里。可见未来浙江省水利工程建设仍将有较大的成长空间。综合来看，浙江省未来水利工程业务发展前景较好。

四、经营与竞争

2015年，公司主营业务没有发生重大变化，仍旧主要从事海堤工程、城市防洪工程、水库工程、河道工程等，其中海堤工程依然是公司的核心业务。公司业务范围仍集中在浙江省，收入基本上都来自浙江省区域内的项目。2015年，公司实现营业收入189,686.63万元，同比增长3.50%，其中海堤工程产生的收入占营业收入的61.69%。因海堤项目结转收入较少，且毛利率降低，公司综合毛利率由上一年的17.90%下滑到2015年的15.52%。近两年，公司营业收入和毛利率如下表所示：

表3 2014-2015年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
海堤工程	117,019.25	14.88%	131,824.70	19.30%
河道工程	27,335.00	9.34%	28,282.17	10.85%
市政工程	24,219.92	20.73%	4,826.00	18.66%
城市防洪工程	6,117.24	17.52%	976.57	6.64%
技术服务	3,602.10	37.09%	2,123.56	47.78%
水库工程	2,653.05	8.42%	3,063.84	13.38%
其他工程	7,088.11	8.88%	10,970.81	7.26%
其他业务	1,651.96	72.24%	1,204.80	92.52%
合计	189,686.63	15.52%	183,272.45	17.90%

资料来源：公司2014-2015年年报，鹏元整理

海堤工程收入和毛利率有所下降，但市政工程收入大幅增长，保证了公司营业收入小幅增长

公司工程承接模式依旧是通过业主或总承包商“招投标”取得，并且仍然以中标工程项目完成量百分比计算工程业务收入和成本。公司业务依旧主要以施工总承包方式开展，对于部分具有条件的工程项目，根据业务的要求，公司将按照普通施工、BT等模式开展相应业务。因为BT项目需要公司垫付工程资金，待完工移交后由业主分期回购，并根据建设期或回购期参考签订合同时的相同期限的中国人民银行同期基准贷款利率上浮10%-20%，确定建设期融资成本或回购期融资成本，因此毛利率水平相比普通工程项目高。公司承接的部分BT工程会视工程情况，少数子工程会委托其他公司实施。目前公司项目40%是BT模式（包括PPP模式），60%是普通施工项目。公司主要在建的海堤项目大多采用BT模式，同时海堤项目因使用专业设备比例高，毛利率相对较高。但是2015年受到个别政府换届及项目政策处理因素的影响，公司主要大的海堤项目开工量不足，导致海堤工程业务收入同比下滑了11.23%，该业务收入确认为117,019.25万元。海堤工程的毛利率也由上一年的19.30%下滑到2015年的14.88%，主要是本年度海堤项目所需海上专业设备利用率降低及随着市场透明度提高，新承接项目投标报价有所下降所致。除了海堤工程外，公司还承接河道工程、市政工程以及其他工程。2015年公司实现河道工程业务收入27,335.00万元，毛利率9.34%，和上一年变动不大。2015年公司又承接了扩大杭嘉湖南排-长山河延伸拓浚河道整治工程、瑞安市飞云江治理一期工程施工V标等河道工程项目，预计未来此类业务收入有所保障。2015年公司实现市政工程业务收入24,219.92万元，收入较上一年大幅增长19,392.92万元，主要来自空港新区标准厂房结转的收入。其他类型的工程有城市防洪工程、技术服务、水库工程等，2015年实现收入较少。总体来看，2015年公司经营较稳定，营业收入保持了增长态势。

承接工程项目金额持续保持较高水平，目前在手未完工合同金额较大，BT项目陆续进入回购期，未来收入有所保障

2015年公司新增1个BT项目，是杭州湾新区建塘江两侧围涂建设移交工程，合同金额为28.60亿元。新增项目较上年减少2个，但合同金额较上一年增加16.39亿元。截至2015年12月31日，公司在手的BT项目（含PPP）共8个，合同金额共计62.03亿元，较上一年增长了96.75%，其中累计已投资14.67亿元。公司BT项目合作对象以政府控股国有企业为主，回购款主要源自政府财政预算、当地土地出让收益等，2015年公司已收回舟山市定海区金塘北部沥港渔港建设工程项目全部回购款及利息，收到舟山市六横小郭巨二期围垦工程提前回购款0.8亿元，收到空港新区标准厂房BT项目提前回购款1.50亿元，回款风险相对可控。但回款期普遍在2年以上，回款期较长，在一定程度上占用了公司较多的运营资金。公司部分BT项目自2016年后将逐步进入回购期，预计未来收入有所保障。

公司自2014年下半年后主要推广PPP项目，所有项目签订前都进行物有所值评价，2015年公司新设风控部和投资监管部，对潜在项目进行严格筛选。公司参与的PPP项目以施工为主，项目收入包括建设收益、投资收益和未来运营收益，其中建设收益和投资收益和BT项目模式一样，也是项目完工后由业主分期回购。除了2014年新增的天台县苍山产业集聚区一期开发PPP项目（一标），2016年1月公司又新签订了台州湾现代农业水生态工程PPP项目，合同金额4.36亿元。公司目前在手的PPP项目回购款都较有保障，天台县苍山产业集聚区一期开发PPP项目（一标）投资回报款由浙江省天台县国有资产经营有限公司作为支付担保；台州湾现代农业水生态工程PPP项目回购资金已列入台州湾循环经济产业集聚区财政年度预算支出计划，回购资金相对有保障。

表4 截至2015年12月31日公司在建及拟建BT项目（包括PPP）具体情况（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额	累计已投资	建设期利率	回购起始时间
舟山市六横小郭巨二期围垦工程 ²	舟山市六横开发建设投资有限公司	42,125.50	34,975.15	4年期+15%	2016年
奉化市象山港区避风锚地建设项目及配套工程	奉化市滨海建设开发有限公司	80,757.70	41,411.61	5年以上期+17.5%	2018年
宁海毛屿港综合治理工程一期（宁东核心区）II标 ³	宁海县海洋经济投资发展有限公司	40,000.00	6,705.07	3-5年以上期+18%	2018年

² 2015年该项目提前回购，收到8,000万元的回购款。

³ 宁海毛屿港综合治理工程一期（宁东核心区）II标项目运作中，业主已经支付40%，相当于60%是BT模式，公司将项目工程进度的60%计入长期应收款。

苍南龙港新城产业集聚区市政配套工程	苍南县沿海投资开发有限公司	41,853.00	13,624.98	3-3年期+30%	2016年
空港新区标准厂房BT项目 ⁴	温州民科产业基地开发有限公司	45,200.00	21,615.18	1-3年期+1.5% (利率)	2016年
杭州湾新区建塘江两侧围涂建设移交工程	宁波杭州湾新区海涂围垦开发有限公司	286,000.00	18,573.77	5年以上期+10%	2022年
宁海县三山涂促淤试验堤BT项目	宁海县海洋经济投资发展有限公司	37,300.00	9,815.64	1-5年期+15%	2019年
天台县苍山产业集聚区一期开发PPP项目（一标）	天台县东部产业集聚区开发有限公司	47,108.00	-	5年期+30%	2017年
合计	-	620,344.20	146,721.40	-	-

注：建设期利率是指BT项目建设期垫付工程资金的资金融资成本相对于同期基准贷款利率上浮的比例
 资料来源：公司提供，鹏元整理

除了BT项目外，公司还承接较多施工标项目，公司通常在施工期内确认项目的施工收入及相应的利润。通常，公司在每个月工程结算后可以收到合同规定比例的工程款，剩余工程款，公司可在项目结束后收到；另外，公司还需保留合同规定比例的质保金（一般为5%），质保期为一年。公司承接的施工标项目主要为河道工程、市政工程等项目。2015年，公司新签订施工标项目合同5个（合同金额5,000万元以上项目），新承接项目合同金额共计9.47亿元（合同金额5,000万元以上项目），较上一年的13.39亿元有所下降。2016年4月公司中标“瑞安市丁山三期西片围涂工程施工I标（北区片一阶段）工程”，中标金额1.44亿元，工程期30个月。

表5 2015年公司新增施工标情况（合同金额5,000万元以上项目）（单位：万元）

工程名称	业主方	合同金额	已实现收入	预计完工时间
上虞世纪新丘围涂工程VI标	上虞市海涂投资开发有限公司	14,572.50	477.27	2017年
扩大杭嘉湖南排-长山河延伸拓浚河道整治工程	嘉兴市杭嘉湖南排工程管理局	10,743.70	-	2017年
杭州市第二水源千岛湖配水工程施工3标	杭州市千岛湖原水股份有限公司	23,081.30	-	2018年
杭州市第二水源千岛湖配水工程施工12标	杭州市千岛湖原水股份有限公司	39,698.92	-	2018年
瑞安市飞云江治理一期工程施工V标	瑞安市水利投资有限公司	6,603.91	767.10	2017年
合计	-	94,700.33	1,244.37	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2015年12月末，公司在手的未履行完工项目共计31个（合同金额5,000万元以上项

⁴ 2015年该项目提前回购，收到1.50亿元的回购款。

目), 合同金额共计109.06亿元, 已实现营业收入39.84亿元。2016年公司已签订2个合同, 合同金额共5.80亿元。公司在手项目对未来收入有一定保障。但公司项目建设资金需求较大, 对公司融资造成一定压力。

公司业务规模不断增长, 但BT项目对公司运营资金占用较多, 在建BT项目体量大, 未来有较大的资金压力

近年来, 随着公司业务规模增长及单体项目体量增加, 公司应收账款和应付账款金额增长较为明显。公司主要资金压力在于BT项目方面, 因为该部分项目在完工移交后才能分期收回资金, 需要公司前期垫付大量资金, 且垫付期较长。除了少数BT项目已提前回购外, 公司其他BT项目均未达到回购起始日, 未产生回购资金流入。截至2015年12月31日, 公司长期应收款为179,019.46万元, 同比增长42.64%; 应收账款与长期应收款合计265,733.59万元, 规模同比增长26.02%, 占当年营业收入的比重增至140.09%。尽管公司BT项目逐步进入回购期, 但近两年新增的项目体量大, 预期公司未来资金压力仍较大。

表6 2014-2015年公司上下游主要款项情况

项目	2015年	2014年
应收账款(万元)	86,714.13	85,362.80
长期应收款(万元)	179,019.46	125,503.70
应付账款(万元)	78,321.69	71,676.86
应收账款周转天数	452.80	366.63
应付账款周转天数	168.49	164.88
净营业周期(天)	320.58	226.52
(应收账款+长期应收款)/营业收入	140.09%	115.06%

注: 公司将BT项目的总成本全部计入长期应收款科目。

资料来源: 公司2014-2015年审计报告, 鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下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2015年审计报告, 报告均采用新会计准则编制。截至2015年12月31日, 纳入公司合并报表范围的子公司为20家, 较2014年新增了5家, 分别为天台投资公司和建塘投资公司、九水生态、瑞津生态公司和弘海众创公司。

资产结构与质量

公司资产规模不断扩大，其中应收款项增幅较大，资产流动性降低

随着公司业务规模不断扩大，公司资产总体规模明显增长，2015 年末公司资产总计 445,623.82 万元，同比增长了 30.36%；资产结构方面，流动资产占比 52.86%，较上一年下降 1.92 个百分点。

公司流动资产主要由货币资金和应收账款组成。2015 年公司货币资金变动不大，期末余额为 77,750.77 万元，其中受限资金 3,580.81 万元，全部为开立保函的保证金存款。截至 2015 年末，公司应收账款账面价值为 86,714.13 万元，同比小幅增长 1.58%，其中 59,789.10 万元是项目质保金。从应收对象看，前 5 名应收对象分别为天津港航工程有限公司、宁波北仑滨海新城建设指挥部、瑞安滨海新区建设开发有限公司、温州市瓯江口开发建设投资集团有限公司和温州龙达围垦建设开发有限公司，合计占公司应收账款余额的 27.82%。公司主要应收对象信用情况较好，未来回收风险不大。从应收账款的期限看，1 年以内的应收账款占比为 48.85%，1-3 年以上的占比 41.14%，3 年以上的占比 10.01%。综合来看，公司应收账款应收对象实力较强、信用情况较好，整体应收账款的回收风险处于控制范围内。此外公司已经针对不同期限的应收账款按不同比例计提了坏账准备共 6,528.55 万元。由于公司 2015 年新增杭州市第二水源千岛湖配水工程施工 12 标、杭州湾新区建塘江两侧围涂建设移交工程等 6 个重大项目，公司工程履约保证金和投标保证金大幅增长，导致公司其他应收款较上一年大幅增加 147.58%，期末余额达 38,749.77 万元。

表7 2014-2015年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	77,750.77	17.45%	73,256.21	21.43%
应收账款	86,714.13	19.46%	85,362.80	24.97%
其他应收款	38,749.77	8.70%	15,651.55	4.58%
流动资产合计	235,569.79	52.86%	187,243.26	54.78%
长期应收款	179,019.46	40.17%	125,503.70	36.72%
固定资产	20,925.47	4.70%	21,264.22	6.22%
非流动资产合计	210,054.03	47.14%	154,588.91	45.22%
资产总计	445,623.82	100.00%	341,832.17	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为长期应收款和固定资产。公司长期应收款全部是公司以 BT 方式承建项目累计发生的工程成本。2015 年是公司 BT 项目的施工高峰期，待结转长期应收款大量增加。截至 2015 年末，公司长期应收款余额为 179,019.46 万元，同比增长 42.64%；未来 2 至 3 年，伴随 BT 项目的现金回流，长期应收款余额有望逐步回落。从长期应收对

象看，其应收对象以浙江省内 BT 项目业主单位为主，业主单位多为国企，其回款风险相对可控，但回款周期相对较长。2015 年末公司固定资产账面价值为 20,925.47 万元，与 2014 年基本保持稳定。整体来看，2015 年公司资产规模不断扩大，但流动性有所降低。

资产运营效率

BT 项目投入和应收账款的不断增长导致公司整体资产运营效率进一步下滑

2015 年，随着公司 BT 项目施工进入高峰期，不断的投入导致长期应收款金额增长较快，且公司新增项目交付的履约保证金和投标保证金导致其他应收账款规模不断增加，公司应收账款周转效率明显下滑。尽管应付账款周转天数变动不大，但在长期应收款增长较快影响下公司净营业周期大幅增加。整体上看，2015 年公司整体资产运营效率较 2014 年呈现出进一步下滑的趋势。

表 8 2014-2015 年公司资产运营效率（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	452.80	366.63
存货周转天数	36.27	24.76
应付账款周转天数	168.49	164.88
净营业周期	320.58	226.52
总资产周转天数	747.24	591.61

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

受高毛利海堤项目进度迟缓影响，公司盈利能力有所减弱

2015 年公司实现营业收入 189,686.63 万元，同比增长 3.50%，其中海堤工程产生的收入占公司营业收入的 61.69%；实现营业利润 8,515.49 万元，同比大幅下滑 40.97%，主要系海堤项目毛利率有所下降且结转收入减少所致。受此影响，公司综合毛利率下滑至 15.52%，但公司在手订单较多，且高毛利的项目将在未来逐步结转，未来收入有所保障。从总资产回报率看，2015 年公司总资产回报率为 4.05%，较 2014 年下降了 2.34 个百分点。随着业务规模扩大，2015 年公司财务费用同比大幅增长 60.22%，主要是公司新增项目成立的项目公司所借资金的利息支出无法资本化而全部计入财务费用所致。期间费用率也由 2014 年的 6.56% 上升至 2015 年的 8.13%。利润的下滑和费用的上涨导致了公司销售净利率、总资产回报率和净资产收益率都较上一年有不同程度的下降，显示公司盈利能力有所减弱。但考虑到公司未来高毛利 BT 项目将逐步结转收入，公司盈利有望回升。

表9 2014-2015年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年	2014年
营业收入	189,686.63	183,272.45
营业利润	8,515.49	14,426.66
利润总额	9,193.79	14,929.89
净利润	6,431.55	11,078.70
综合毛利率	15.52%	17.90%
期间费用率	8.13%	6.56%
销售净利率	3.39%	6.04%
总资产回报率	4.05%	6.39%
净资产收益率	3.95%	8.52%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司大量 BT 项目处于建设高峰期，资金投入较多，对外部融资依赖程度依旧较高

2015年公司主要海堤项目推进放缓，结转收入较上一年有所下滑，受此影响，公司2015年销售商品、提供劳务收到的现金较上一年下滑了9.91%。由于公司BT项目资金流转在投资活动现金流实现，故公司收现比持续处于较低水平。2015年，得益于公司项目部收到的垫付款较上年度增加9,226.99万元，当年经营活动现金流量由2014年净流出1,438.83万元转为净流入9,556.55万元。

2015年，投资活动产生的现金净流出为76,673.76万元，较2014年有所增长，主要系BT项目投资支出大幅增加所致。目前公司BT项目大部分处于前期建设过程中，预计未来几年公司投资活动现金流仍然呈现出净流出的状态。公司主要通过银行借款弥补资金缺口，对外部融资依赖较大。2015年公司新增借款较多，从而当年筹资活动产生的现金流净额增至70,861.48万元。公司大量BT项目处于建设高峰期，资金投入较多，未来对外部融资依赖程度依旧较高。

表10 2014-2015年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2015年	2014年
收现比	0.63	0.73
销售商品、提供劳务收到的现金	120,012.24	133,218.47
收到的其他与经营活动有关的现金	16,691.95	7,596.54
经营活动现金流入小计	136,704.19	140,815.01
购买商品、接受劳务支付的现金	96,593.96	112,571.44
支付的其他与经营活动有关的现金	11,666.66	12,551.20
经营活动现金流出小计	127,147.64	142,253.84
经营活动产生的现金流量净额	9,556.55	-1,438.83

投资活动产生的现金流量净额	-76,673.76	-31,441.17
筹资活动产生的现金流量净额	70,861.48	59,004.87
期末现金及现金等价物净增加额	3,744.27	26,124.86

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2015 年公司债务规模大幅增长，偿债压力有所加大

2015 年公司所有者权益变动不大，由于公司新增借款规模较大，期末负债增至 281,187.40 万元，同比增长 55.86%。公司负债与所有者权益比率由 2014 年末的 111.77% 增长至 2015 年末的 171.00%，公司权益对债务保障有所下降。

表11 2014-2015年公司资本结构情况（单位：万元）

资本构成	2015 年	2014 年
负债总额	281,187.40	180,413.10
所有者权益	164,436.42	161,419.07
负债与所有者权益比率	171.00%	111.77%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

截至 2015 年末，公司负债中流动负债占比 73.01%，流动负债主要为短期借款、应付账款、其他应付款。为补充流动资金，2015 年公司加大短期借款规模，期末短期借款增至 86,360.00 万元，同比增长 111.67%；应付账款从 2014 年末的 71,676.86 万元增加至 2015 年末的 78,321.69 万元，主要系公司业务工程量增加，使得公司应付供应商、劳务款增加所致。其他应付款主要为应付暂收款和投标保证金，2015 年其他应付款大幅增长至 22,665.40 万元，主要系应付暂收款的大幅增加。非流动负债中，2015 年公司新增大量长期借款，长期借款余额由上一年的 590.00 万元增长至 45,140.00 万元，都是新增的保证借款。应付债券为本期债券。截至 2015 年末，公司有息债务余额为 161,427.92 万元，同比大幅增长 101.24%，有息债务占负债总额达 57.41%。整体上看，2015 年公司债务规模大幅增长，且有息债务占比提升，偿债压力有所加大。

表12 2014-2015年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	86,360.00	30.71%	40,800.00	22.61%
应付账款	78,321.69	27.85%	71,676.86	39.73%
其他应付款	22,665.40	8.06%	12,939.80	7.17%
一年内到期的非流动负债	-	0.00%	9,100.00	5.04%

流动负债合计	205,293.43	73.01%	148,974.48	82.57%
长期借款	45,140.00	16.05%	590.00	0.33%
应付债券	29,927.92	10.64%	29,727.58	16.48%
非流动负债合计	75,893.97	26.99%	31,438.62	17.43%
负债合计	281,187.40	100.00%	180,413.10	100.00%
其中：有息债务	161,427.92	57.41%	80,217.58	44.46%

注：有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

随着公司 BT 项目（含 PPP）的推进，所需资金增多，公司负债规模大幅增加，截至 2015 年末公司资产负债率为 63.10%，较 2014 年末上升了 10.32 个百分点，负债经营程度明显上升。2015 年公司的流动比率和速动比率等短期偿债指标都有所下滑。2015 年公司的 EBITDA 利息保障倍数为 2.41，较 2014 年有一定程度下降，主要系公司外部融资规模上升使得相应费用增加所致。2016 年 1 月公司公告称拟非公开发行股票，预计募集资金 250,000.00 万元。公司的非公开发行股票发行后，公司资金压力将有较大幅度缓解。

表13 2014-2015年公司偿债能力指标

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	63.10%	52.78%
流动比率	1.15	1.26
速动比率	1.13	1.24
EBITDA（万元）	18,653.02	21,974.05
EBITDA 利息保障倍数	2.41	5.11

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

2015年公司经营较稳定，营业收入和资产规模保持增长态势；公司目前在手未完工合同金额较大，未来收入有一定保障；公司BT项目自2016年后将逐步进入回购期，而BT项目毛利率较高，有助于公司未来利润的提升。

但我们也关注到，公司海堤项目推进缓慢，竞争激烈，收入和毛利率都有所下滑；BT项目资金占用明显，公司资金压力仍将持续；公司经营活动现金流表现一般，仍需通过外部融资缓解资金压力，预期公司资金压力仍将持续；公司债务规模持续增长，债务偿付压力有所加大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为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	2015年	2014年	2013年
货币资金	77,750.77	73,256.21	47,679.72
应收票据	-	562.55	325.7
应收账款	86,714.13	85,362.80	76,601.17
预付款项	15,763.73	10,505.88	7,203.54
其他应收款	38,749.77	15,651.55	12,131.05
存货	4,238.75	1,776.22	1,211.37
其他流动资产	12,352.63	128.05	71.48
流动资产合计	235,569.79	187,243.26	145,224.03
可供出售金融资产	2,000.00	-	-
长期应收款	179,019.46	125,503.70	84,944.50
投资性房地产	1,263.40	1,329.36	1,395.31
固定资产	20,925.47	21,264.22	23,281.23
在建工程	1,150.22	934.55	761.89
无形资产	2,357.09	2,466.30	1,498.62
商誉	1,148.74	1,148.74	1,148.74
长期待摊费用	158.55	188.63	221.69
递延所得税资产	1,981.10	1,753.40	1,558.41
其他非流动资产	50.00	-	500.00
非流动资产合计	210,054.03	154,588.91	115,310.40
资产总计	445,623.82	341,832.17	260,534.43
短期借款	86,360.00	40,800.00	24,590.00
应付账款	78,321.69	71,676.86	66,147.87
预收款项	6,248.96	3,699.49	2,703.11
应付职工薪酬	1,056.56	971.96	851.75
应交税费	9,159.38	8,453.18	7,552.82
应付利息	1,481.43	1,333.18	1,308.95
其他应付款	22,665.40	12,939.80	13,940.33
一年内到期的非流动负债	-	9,100.00	-
流动负债合计	205,293.43	148,974.48	117,094.82
长期借款	45,140.00	590	14,750.00
应付债券	29,927.92	29,727.58	29,548.63
递延收益	99.15	-	-
递延所得税负债	726.90	1,121.05	618.53
非流动负债合计	75,893.97	31,438.62	44,917.16

负债合计	281,187.40	180,413.10	162,011.98
实收资本(或股本)	72,812.66	36,406.33	30,495.00
资本公积金	41,947.02	78,353.35	26,259.59
专项储备	3,345.07	3,174.64	3,715.37
盈余公积金	4,976.94	4,343.46	3,791.88
未分配利润	35,411.61	33,358.05	29,168.67
归属于母公司所有者权益合计	158,493.30	155,635.84	93,430.51
少数股东权益	5,943.12	5,783.23	5,091.94
所有者权益合计	164,436.42	161,419.07	98,522.45
负债和所有者权益总计	445,623.82	341,832.17	260,534.43

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
营业总收入	189,686.63	183,272.45	162,053.61
营业收入	189,686.63	183,272.45	162,053.61
营业总成本	182,064.58	169,003.77	148,959.54
营业成本	160,242.87	150,466.44	131,474.61
营业税金及附加	6,058.51	5,956.18	5,345.42
管理费用	8,704.27	7,823.76	6,703.51
财务费用	6,714.08	4,190.56	3,871.72
资产减值损失	344.85	566.83	1,564.28
加：投资收益	893.45	157.98	629.48
营业利润	8,515.49	14,426.66	13,723.54
加：营业外收入	890.95	707.67	271.91
减：营业外支出	212.66	204.44	180.75
其中：非流动资产处置净损失	4.35	-	12.08
利润总额	9,193.79	14,929.89	13,814.71
减：所得税	2,762.24	3,851.19	3,555.74
净利润	6,431.55	11,078.70	10,258.97
减：少数股东损益	103.89	876.79	620.22
归属于母公司所有者的净利润	6,327.66	10,201.92	9,638.76

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	120,012.24	133,218.47	114,975.53
收到其他与经营活动有关的现金	16,691.95	7,596.54	16,452.97
经营活动现金流入小计	136,704.19	140,815.01	131,428.50
购买商品、接受劳务支付的现金	96,593.96	112,571.44	95,860.89
支付给职工以及为职工支付的现金	9,540.23	8,286.34	6,878.96
支付的各项税费	9,346.79	8,844.86	7,255.59
支付其他与经营活动有关的现金	11,666.66	12,551.20	15,088.23
经营活动现金流出小计	127,147.64	142,253.84	125,083.67
经营活动产生的现金流量净额	9,556.55	-1,438.83	6,344.83
收回投资收到的现金	-	-	50.00
取得投资收益收到的现金	166.44	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	39.42	4.60	31.67
收到其他与投资活动有关的现金	51,200.86	11,337.87	19,656.48
投资活动现金流入小计	51,406.72	11,342.47	19,738.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,763.31	1,779.31	3,949.77
投资支付的现金	2,000.00	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	124,317.17	41,004.34	34,046.28
投资活动现金流出小计	128,080.49	42,783.65	37,996.05
投资活动产生的现金流量净额	-76,673.76	-31,441.17	-18,257.90
吸收投资收到的现金	75.00	58,005.09	-
取得借款收到的现金	191,760.00	107,600.00	48,190.00
发行债券收到的现金	-	-	29,550.00
筹资活动现金流入小计	191,835.00	165,605.09	77,740.00
偿还债务支付的现金	110,750.00	96,450.00	55,110.00

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,103.52	9,740.11	4,968.04
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	19.00	185.49	-
支付其他与筹资活动有关的现金	120.00	410.11	288.40
筹资活动现金流出小计	120,973.52	106,600.22	60,366.44
筹资活动产生的现金流量净额	70,861.48	59,004.87	17,373.56
现金及现金等价物净增加额	3,744.27	26,124.86	5,460.49
期初现金及现金等价物余额	70,425.69	44,300.83	38,840.34
期末现金及现金等价物余额	74,169.96	70,425.69	44,300.83

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	6,431.55	11,078.70	10,258.97
加：资产减值准备	344.85	566.83	1,564.28
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,548.77	2,581.09	2,529.80
无形资产摊销	120.47	126.16	78.18
长期待摊费用摊销	33.07	33.07	33.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1.94	-1.97	-1.19
财务费用	6,756.92	4,303.84	3,984.84
投资损失	-893.45	-157.98	-629.48
递延所得税资产减少	-227.69	-194.99	-435.08
递延所得税负债增加	-394.15	502.52	367.90
存货的减少	-2,462.53	-564.85	-470.94
经营性应收项目的减少	-29,638.04	-19,455.97	-19,899.08
经营性应付项目的增加	24,351.16	2,295.53	12,330.43
其他	2,587.56	-2,550.80	-3,366.87
间接法-经营活动产生的现金流量净额	9,556.55	-1,438.83	6,344.83
现金的期末余额	74,169.96	70,425.69	44,300.83

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
有息债务（万元）	161,427.92	80,217.58	68,888.63
应收账款周转天数（天）	452.80	366.63	313.68
存货周转天数（天）	36.27	24.76	19.57
应付账款周转天数（天）	168.49	164.88	160.80
净营业周期（天）	320.58	226.52	172.45
总资产周转天数（天）	747.24	591.61	520.73
综合毛利率	15.52%	17.90%	18.87%
期间费用率	8.13%	6.56%	6.53%
销售净利率	3.39%	6.04%	6.33%
总资产回报率	4.05%	6.39%	7.59%
净资产收益率	3.95%	8.52%	10.82%
负债与所有者权益比率	171.00%	111.77%	164.44%
资产负债率	63.10%	52.78%	62.18%
流动比率	1.15	1.26	1.24
速动比率	1.13	1.24	1.23
EBITDA（万元）	18,653.02	21,974.05	20,440.60
EBITDA 利息保障倍数	2.41	5.11	5.13

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2015 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
浙江宏力阳生态建设股份有限公司	3,010	51.00%	园林绿化工程、水利水电工程、市政公用工程、港口与航道工程
浙江省围海建设集团宁波金洋建设有限公司	1,000	51.00%	水利工程、水电安装、地基及处理工程、港口航道工程、堤防工程的施工；
湖州南太湖水利水电勘测设计院有限公司	540	82.41%	水利水电工程设计
宁波高新区围海工程技术开发有限公司	2,511	100.00%	水利工程技术的研发、咨询及水利工程的施工；
浙江省围海建设集团舟山有限公司	2,018	51.00%	水利水电工程、市政工程、港口与海岸工程、房屋建筑工程、基础处理工程施工
浙江省围海建设集团舟山投资有限公司	33,617	98.51%	围垦造田项目投资
浙江省围海建设集团宁海越腾建设投资有限公司	12,000	100.00%	水利水电工程施工，工程技术咨询、投资
浙江省围海建设集团舟山六横投资有限公司	27,000	100.00%	围垦造田项目投资
江苏围海工程科技有限公司	2,000	100.00%	港口航道、水利水电工程的技术研发服务；废弃资源利用的技术研发；建筑材料研发；
山东宏旭建设有限公司	2,000	80.00%	水利水电工程、地基与基础工程、港口航道工程、河湖整治工程、土石方工程
浙江省围海建设集团奉化投资有限公司	53,005	100.00%	围垦造田项目投资
香港围海投资有限公司	0.79	100.00%	围垦造田项目投资
宁海宁港建设有限公司	18,850	10.00%	围垦造田项目投资
浙江省围海建设集团苍南龙新投资有限公司	11,000	100.00%	对基础设施的建设、围垦造田项目投资，对道路、桥梁、绿化、交通设施、照明、市政工程项目的投资
浙江省围海建设集团温州大禹投资有限公司	9,800	100.00%	对围垦项目、水利基础设施的投资、建设；房地产投资；房屋建筑工程施工
天台投资公司	15,000	100.00%	实业投资；基础设施项目投资；市政公用工程施工
建塘投资公司	3,500	100.00%	围垦项目、水利基础设施的投资、建设
九水生态	1,500	65.00%	水处理技术及环保科技的技术研发、技术服务、技术咨询；水处理工程项目的建设
瑞津生态公司	1,500	100.00%	土壤生态技术的研发、服务及咨询，水生态技术的研发、服务及咨询
弘海众创公司	500	100.00%	创客空间和创业孵化器的投资、建设、运营和管理服务

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数	$180 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期初长期应收款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期末长期应收款余额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期初预付款项} + \text{期末存货} + \text{期末预付款项}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数	$180 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / \text{营业成本}$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2)×100%
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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、债务人主体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。