

跟踪评级公告

联合[2015] 1111 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将海盐县国有资产经营有限公司主体长期信用等级由AA⁻调整至AA，评级展望为稳定；维持“09盐国资债”AA的信用等级及“13海盐债/13盐国资”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

海盐县国有资产经营有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 盐国资债	10 亿元	2009/3/30-2016/3/30	AA	AA
13 海盐债/13 盐国资	12 亿元	2013/9/4-2020/9/4	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	12.69	9.95	12.02
资产总额(亿元)	199.52	223.28	262.81
所有者权益(亿元)	82.38	89.88	97.30
短期债务(亿元)	5.07	13.28	17.70
全部债务(亿元)	64.53	80.82	106.35
主营业务收入(亿元)	7.15	8.53	8.49
利润总额(亿元)	1.62	1.19	0.87
EBITDA(亿元)	3.68	3.29	3.67
经营性净现金流(亿元)	-4.30	-7.21	-29.80
主营业务利润率(%)	4.46	-3.96	0.21
净资产收益率(%)	1.10	0.99	0.93
资产负债率(%)	58.34	59.74	62.96
全部债务资本化比率(%)	43.70	47.35	52.21
流动比率(%)	333.91	311.98	357.52
全部债务/EBITDA(倍)	17.52	24.60	29.01
经营现金流动负债比(%)	-0.78	-11.48	-14.94

注: 所有者权益不包含少数股东权益

分析师

徐荣伟 叶青

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

跟踪期内, 海盐县整体经济发展平稳, 财政实力不断增强。2015 年以来, 随着地方政府债券债务置换工作的推进及城投公司自身融资环境的改善, 城投行业债务偿还的周转能力有所增强, 流动性风险降低。海盐县国有资产经营有限公司 (以下简称“公司”) 作为海盐县唯一的基础设施建设的投融资主体, 区域垄断地位明显, 并且持续得到地方政府多方位的支持。公司市政项目和围垦项目不断获得资金返还, 水务业务发展平稳, 经营性业务收入增长迅速, 公司整体现金回流状况得到改善; 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 同时关注到, 公司整体盈利能力较差、债务负担持续上升等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

从未来发展看, 随着海盐县境内秦山核电站税收优惠政策的到期, 海盐县财政实力将会进一步增长, 对公司支持力度有望加大。同时, 随着公司前期垫付基建资金的逐步回笼, 公司的资金流动性将得到改善。综合来看, 公司未来经营情况有望稳定向好。

“09 盐国资债”采用土地使用权抵押担保方式, 同时设置了封闭式偿债基金专户, 对“09 盐国资债”本息的偿还具备较强的保障能力。跟踪期内, 抵押资产评估价值略有下降但仍高于约定抵押比率, 偿债基金账户运行正常。“13 海盐债/13 盐国资”由中国投融资担保有限公司 (原中国投资担保有限公司, 以下简称“中投保”) 提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保, 中投保担保实力强, 经联合资信评定中投保主体长期信用等级为 AA⁺, 中投保担保有效保障了“13 海盐债/13 盐国资”偿付安全性。总体看, “09 盐国资债”及“13 海盐债/13 盐国资”到期不能偿还的风险很低。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级

级由AA-调整至AA，评级展望为稳定；维持“09盐国资债”AA的信用等级及“13海盐债/13盐国资”AA+的信用等级。

优势

1. 2015年以来，随着地方政府债券债务置换工作的推进及城投公司自身融资环境的改善，城投行业债务偿还的周转能力有所增强，流动性风险降低。
2. 跟踪期内，海盐县经济持续稳定发展，财政实力进一步增强，固定资产投资增速，且随着秦山核电站税收优惠政策陆续到期，海盐县政府财力将得到进一步提升，为公司提供了良好的外部经营环境。
3. 公司是海盐县唯一的基础设施建设投融资主体，地区垄断经营优势明显，跟踪期内公司继续获得当地政府的稳定支持。
4. 公司已取得海盐经济开发区管委会及海盐县财政局对其他应收款中合计 21.19 亿元的还款承诺，公司的资金流动性将得到缓解。
5. “09盐国资债”采用土地使用权抵押担保方式，同时设置封闭式偿债基金专户对本期债券本息的偿还进行保障。跟踪期内，抵押资产评估价值保持稳定，偿债基金专户的设立及资金安排均按照规定进行。“13海盐债/13盐国资”由中投保提供担保，跟踪期内中投保信用级别未变化，经营状况良好。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担进一步加重，存在短期偿付压力。
2. 公司投资项目中公益类项目较多，建设周期长，资金需求量较大。
3. 公司未来债务偿还主要依靠土地变现、安置房的销售资金回笼及市政项目资金回款，资金回流稳定性受到一定影响。
4. 跟踪期内，受往来款影响公司经营净现金流持续为负，对外部融资依赖程度上升。

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）与海盐县国有资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与海盐县国有资产经营有限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，未因海盐县国有资产经营有限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盐县国有资产经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于海盐县国有资产经营有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“海盐国资”）是经海盐县人民政府【2000】37号文批准，于2000年6月在海盐县工商行政管理局注册成立。

2014年根据公司股东会会议和海盐县国有资产管理办公室的审批，公司到位2013年申请增加的注册资本的第二期出资6212.81万元，实收资本增至4.40亿元。

截至2014年底，公司注册资本为44020.20万元，海盐县财政局持股100%。

公司是海盐县财政局出资成立的国有独资公司，作为海盐县城市基础设施建设投融资主体，目前公司核心业务涵盖水务、城市基础设施建设、交通道路、安置房建设、滩涂围垦、县政府授权范围内的国有资产经营和管理等，是海盐县政府重点打造的综合性融资、建设与经营主体。

公司本部下设综合管理部、计划财务部、投融资管理部、资产管理部、子公司管理部5个职能部门；截至2014年底，公司纳入合并报表范围子公司共计56家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额262.81亿元，所有者权益97.35亿元；2014年，公司实现主营业务收入8.49亿元，利润总额0.87亿元。

公司住所：海盐县武原街道新桥北路180号，法定代表人：徐月新。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末,广义货币供应量M2余额同比增长12.2%;人民币贷款余额同比增长13.6%,比年初增加9.78万亿元,同比多增8900亿元;全年社会融资规模为16.46万亿元;12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%,比年初下降0.42个百分点。

2015年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年,稳增长为2015年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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许多优惠政策,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

20世纪90年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年,在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010年以来,为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融

风险,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。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。2013年8月底,国家发改委办公厅下发改办财金【2013】2050号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初,国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称《43号文》)。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;再

次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014年10月底,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预【2014】351号,以下简称《351号文》),《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43号文》及《351号文》的出台,对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

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

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

整体看,通过多次分类整合,不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范,在政策不断细化的大背景下,政府投融资平台逐步出现两极分化,有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持,未来在城市发展中起到更加突出的作用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为

新趋势。

2. 区域经济

公司作为海盐县最大的国有资产和公用事业运营主体，业务涉及城市基础设施代建、供水、土地整理、安置房销售及医药销售等领域，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受海盐县经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

(1) 区域经济发展

2014年，海盐县实现生产总值342.22亿元，可比增长7.0%。其中，第一产业实现增加值20.57亿元，可比下降0.5%；第二产业实现增加值187.59亿元，可比增长7.3%，第三产业实现增加值124.07亿元，可比增长7.8%。剔除核电，县内生产总值264.10亿元，可比增长8.0%。县内工业增加值108.66亿元，可比增长9.1%。三次产业结构由上年的6.5 : 57.7 : 35.8调整为6.0 : 57.7 : 36.3，三产结构进一步完善。

2014年，海盐县固定资产投资261.40亿元，比上年增长15.9%，扣除核电、兴兴新能源后县内固定资产投资212.81亿元，比上年增

长18.7%。核电投资30.45亿元，比上年下降0.2%。

总体来看，海盐县区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。同时，固定资产投资规模不断扩大带动了对城市基础设施和公用事业的需求，公司业务发展前景良好。

(2) 区域财政实力

2014年，海盐县地方综合财力77.88亿元，公共财政预算收入29.24亿元，分别比上年增长29.82%和18.81%。公共财政预算收入中税收收入25.61亿元，比上年增长8.1%。公共财政预算支出28.40亿元，比上年增长10.5%。

秦山核电基地位于海盐县境内秦山街道，目前已投入运行的发电机组发电能力为653.6千瓦，2014年核电增值税达17.21亿元，地方分成1.60亿元；企业所得税6.36亿元，地方分成收入2.0亿元。由于国家支持核电发展，对核电企业所在地实施优惠政策，影响海盐县地方财政收入总量。随着增值税退付比例及企业所得税减免政策的逐年递减，在电价稳定的情况下，核电企业的增值税及企业所得税地方分成收入将有较快增加。

表1 海盐县2012~2014年地方可支配收入（单位：亿元、%）

科目	2012年	2013年	2014年
(一) 一般预算收入	22.33	24.61	29.24
1、税收收入	21.33	23.70	25.61
2、非税收入	1.00	0.91	3.63
(二) 上级补助收入	9.67	9.76	10.22
1、一般性转移支付收入	3.36	4.27	4.79
2、专项转移支付收入	3.99	3.13	3.05
3、税收返还收入	2.32	2.36	2.38
4、地震灾后恢复重建补助收入			
(三) 政府性基金收入	23.98	25.05	38.42
1、国有土地使用权出让金收入	18.51	20.10	34.63
2、国有土地收益基金			
3、农业土地开发资金			
4、新增建设用地有偿使用费			
5、其他政府性基金收入	5.47	4.95	3.79
6、上年结余及调入资金			

(四) 预算外收入	0.64	0.57	0
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	56.62	59.99	77.88

资料来源：企业提供。

2014年，海盐县地方可控财力合计77.88亿元，其中，基金收入占比较大（占49.33%），其次为一般预算收入（占37.54%）和上级补助收入（占13.12%）。

整体看，跟踪期内海盐县财政收入迅速增长，地方综合财力大幅增加，但综合财力对国有土地使用权出让金收入依赖较大，存在一定不稳定性。

(3) 地方政府债务

海盐县地方政府债务由直接债务和担保债务构成，截至2014年底，海盐县地方政府债务余额36.86亿元，主要体现中央代发地方政府债券、政府担保的国内金融机构借款和政府担保的融资平台债券融资。如下表，以2014年度海盐县地方综合财力估算，海盐县地方政府债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为47.33%。总体来看，海盐县地方政府债务水平适宜。

表2 截至2014年底海盐县地方政府债务余额表（单位：万元、%）

地方债务（截至2014年底）	金额	地方财力（2014年度）	金额
(一) 直接债务余额	17000	(一) 地方一般预算本级收入	292319
1、外国政府贷款		1、税收收入	256044
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	36275
3、国债转贷基金		(二) 转移支付和补助收入	102213
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	47873
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	30515
6、粮食企业亏损挂账		3、税收返还收入	23825
7、国内金融机构借款		(三) 政府性基金收入	384234
8、债券融资	17000	1、国有土地使用权出让金收入	346230
9、向单位、个人借款		2、国有土地收益基金	
10、拖欠工资和工程款		3、农业土地开发资金	
11、其他		4、新增建设用地有偿使用费	
(二) 或有负债余额	703207	(四) 预算外财政专户收入	
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	483207		
4、政府担保的融资平台债券融资	220000		
5、国内担保个人、单位借款			
6、其他			
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	368603	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	778766
地方政府债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			47.33

资料来源：当地财政局

总体看来，跟踪期内海盐县经济发展势头良好，地方财政可支配收入的增长为海盐县基础设施建设提供了可靠的资金支持和保障，公司作为海盐县城市基础设施建设投资的唯一主

体，竞争实力较强。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为经海盐县人民政府批准的，由海盐县财政局出资设立的国有独资公司。海盐县财政局为公司股东，海盐县人民政府为公司实际控制人。跟踪期内，公司产权状况无变化。

2. 公司规模及人员素质

跟踪期内，公司规模、人员及产权结构无重大变化。

3. 政府支持

公司作为海盐县基础设施建设投融资的唯一主体，自成立以来，政府在资产注入、财政补贴、项目资金等方面给予公司大力支持。

股权及资产注入等（资本公积体现）

公司作为海盐县市政建设及国资运营主体，2014年持续获得海盐县政府的资产及股权划拨支持，具体划拨情况如下表所示。

表3 2014年公司主要股权及资产注入情况
(单位: 万元)

注入事由	价值
标准件检验中心机器设备划入	1347.12
交投自行车租赁系统拨款转入	807.46
杭州湾集团财政拨款划入	10138.74
老干部局房产划入	92.80
各乡镇水站资产划入	4429.69
天仙河污水公司财政拨款转入	400.00
天仙河污水公司调入汽车一辆	18.85
蚕种场资产转入	23.05
南北湖旅投公司财政拨款转入	18546.28
旅游资产公司财政拨款转入	120.00
财政向国资公司拨款转入	41696.13
滨海新农村公司财政拨款转入	12847.04
滨海住房保障公司划出	-5992.00
鸿鑫公司土地使用权核销	-1601.83
城投公司土地使用权核销	-8801.89
绮园风景区公司股权划出	-437.43
大禹公司土地使用权核销	-14228.58

合计	59405.43
----	----------

资料来源: 根据公司审计报告编制

项目资金支持（其他长期资产体现）

根据海盐县人民政府“盐政发【2008】63号”、“盐政发【2008】65号”、“盐政发【2008】17号”文件，海盐县政府及海盐县经济开发区管委会承诺每年将补贴共计不少于0.39亿元的补贴收入，并将在适当时候向公司购买公司其他长期资产中的部分市政资产。截至2014年底，公司上述三文件所列资产的账面净额为3.66亿元，已回购金额为1.04亿元，回购比例为28.42%。

表4 其他长期资产回收情况(单位: 万元)

项目	2014年期末余额	已回购金额	备注
【2008】17号文回收项目			
小海标准海塘0.9公里	2571.30	--	--
城市防洪工程	1578.36	--	--
总计	4149.66	--	--
【2008】63号文回收项目			
新桥路	1692.48	--	--
环城南路	2958.09	--	--
环城南路2、3标段	983.00	--	--
新桥北路入城口水绿波广场	3025.00	--	--
勤俭路一期	1175.87	2414.79	--
勤俭路二期	5103.20	--	--
百尺南路	989.41	--	--
总计	15927.05	2414.79	
【2008】65号文回收项目			
盐嘉公路绿化	0	130.31	已回购
秦山大道	3703.67	--	--
盐嘉公路	0	3546.92	已回购
六平申线官塘支线护岸抢修	313.83	--	--
海王公路	0	4278.32	已回购
南王公路	7204.04	--	--
海王公路公交站	0	13.95	
盐嘉公路公交站	0	19.36	--
杭浦高速海盐互通连接线	5255.22		已回购
总计	16476.76	7988.86	

三文件合计	36553.47	10403.65
-------	----------	----------

资料来源：公司提供

由于公司所投资的项目部分为公益性项目，海盐县财政局每年给予公司一定的财政补贴。2014年度公司获得补贴收入6.52亿元。

财政补贴（补贴收入体现）

表5 公司获得补贴收入情况（单位：亿元）

年度	政府文号	补贴额度	会计处理方式
2014年	盐财建(2014)444号、盐财建(2014)467号、盐财建(2014)560号、盐财建(2014)561号、盐财建(2014)562号、盐财建(2014)563号、盐财建(2014)564号、盐开财(2014)1号、盐开财(2014)2号、盐开财(2014)3号、盐开财(2014)4号、盐开财(2014)5号、盐开财(2014)6号、盐开财(2014)7号	6.52	其中3.54亿元列补贴收入,3250万元对长期资产摊销补贴,其余转资本公积

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司得到来自政府财政资金支持较多，并且由于公司的特殊性质，公司将得以继续获得相关政府补贴。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和公司管理体制无重大变化。

七、公司经营

作为海盐县政府重点打造的综合性融资、

建设与经营主体，公司业务主要涉及土地开发、产品销售、安置房销售、水务、公共基础设施代建公共基础设施建设等领域；公司本部主要行使管理职能，不直接参与下属子公司的经营运作。如下表所示，公司主营业务收入构成以土地开发、产品销售、安置房销售及水务收入为主，收入来源较为分散。2014年新增检测费收入，系由2013年成立的海盐国检检测技术有限公司产生。2014年公司主营业务收入总量相对稳定，为8.49亿元，毛利率有所好转，实现扭亏为盈，为1.72%。

表6 公司主营业务收入及毛利率情况（万元、%）

业务类别	主营业务收入			主营业务毛利率		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
污水处理费收入	6399.94	6980.48	7895.38	21.56	13.64	16.76
自来水费收入	5950.18	6223.08	6189.99	15.69	3.57	4.05
安置房销售收入	27030.52	28802.20	15425.58	-39.24	-29.76	-46.90
项目回购收入	--	19209.47	7330.94	--	16.67	11.89
产品销售收入	--	8744.44	16245.54	--	8.72	8.70
土地开发收入	25248.32	8145.81	22828.53	50.80	25.71	19.94
旅游景点收入	780.81	877.12	1369.29	60.44	34.92	44.04
公交运输收入	3825.33	3305.11	3024.43	-32.07	-64.51	-83.38
检测费收入	-	-	1012.88	-	-	57.31
其他	2314.71	2967.87	3575.48	58.25	42.19	45.35
合计	71549.80	85255.58	84898.05	7.17	-2.25	1.72

资料来源：根据公司申报表编制

注：产品销售收入2013年数据为海盐县医药有限公司6-12月数据。

1. 水务处理（污水处理费收入和自来水费收入）

公司的水务业务主要包括自来水生产和供应、污水处理两大领域，2014 年公司实现水务总收入 1.41 亿元，同比增长 6.68%，

表 7 公司水务经营情况（单位：万吨/日、万吨、%）

业务类型	2013 年	2014 年
供水能力	21.00	21.00
自来水销量	3264.15	3249.69
供水业务毛利率	3.57	4.05
污水处理能力	21.40	21.40
污水处理量	2265.31	2465.18
污水处理毛利率	13.64	16.76

资料来源：公司提供。

水务在建工程方面，公司水务基础设施建设工程在建项目均体现在在建工程科目，完工后转入固定资产，公司水务基础设施建设项目支出计入购建固定资产、无形资产等支付的现金。

表 8 截至 2014 年底公司水务板块在建工程

（单位：万元）

工程名称	项目总投资	截至 2014 年底投资额	工程进度

表 9 截至 2014 年底公司完成的安置房项目（单位：平方米、套、万元）

小区名称	用地面积	建筑面积	安置房套数	销售收入	建造成本	销售利润
常绿景苑	81490	11750	782	28750	21134	7616
邮电一期	13420	17446	159	3103	3038	65
邮电二期	17212	23193	190	5617	3876	1741
康馨居	7879	11142	91	3459	1993	1466
勤俭南路商业房	3805	8344	0	3520	1350	2170
小曲景苑	88667	131000	974	14005	30757	-16752
文曲佳苑	92667	127000	860	15566	26684	-11118
常秀景苑	110667	147000	1052	16281	28521	-12240
海景苑	67333	97000	697	8911	19218	-10307
海风苑	63334	90100	625	9903	17968	-8065
浅水湾	72800	109000	830	8235	17095	-8860
明珠苑一期	108667	176000	722	765	1201	-436
常和景苑	94134	171000	1227	11195	18236	-7041
盛世钱塘	97724	192201	1430	18657	25970	-7313

污水管线工程	43257.94	24408	完成 65%左右
供水管网工程	18812.77	10399	二级管网正在实施,已完工 60%左右
城乡供水加压泵站工程	5068.00	521.47	完成初步设计
千亩荡水源保护工程	16800.00	3997.4	完成工程总量的 15%
总计	83938.71	39325.87	

资料来源：公司提供。

公司水务业务发展较为平稳，但水务在建工程投资规模较大。

2. 安置房建设

公司下属子公司海盐县城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“城投公司”）、海盐县城市置业有限公司和海盐滨海置业有限公司承担海盐县城规划区内的安置房建设任务。2014 年，公司实现安置房销售收入 1.54 亿元，同比下降 46.44%，安置房建设业务毛利率下降为-46.90%，主要系按政府关于房屋拆迁安置有关政策规定，公司的安置房销售单价低于建造成本所致。公司安置房销售业务的亏损由海盐县政府财政补贴进行弥补。

常绿三期	26000	36000	276	2075	3134	-1059
盐平春晓东区	69126	143581	535	6476	12418	-5942
盐平春晓西区	39204	58273	290	1499	2895	-1396
盛世钱塘二期	77344	160995	568	4146	7268	-3122
城西一号	49310	117799	752	2987	4171	-1184
东海花苑	377976	329285	2421	24741	45766	-21024
滨海花苑	86825	132017	926	6733	11168	-4435
海港花苑	79761	117171	822	6622	11597	-4975
港湾花苑	109167	155377	1136	9253	16319	-7066
大树花苑	46094	56990	419	4472	8041	-3568
合计	1880606	2619664	17784	216972	339818	-122846

资料来源：公司提供。

在建安置房情况

截至 2014 年底，公司共有在建安置房 15 万平方米（1160 套），具体情况如下表所示；在建安置房预计将在未来 1 年内逐步建成出售，该部分安置房投入计入存货-开发成本。

表10 截至2014年底公司在建安置房情况
(单位：万平方米、套)

项目名称	建筑面积	房屋数量	预计交房时间
盐平春晓苑西区	1.40	130	2015年3月
城西一号	7.30	476	2015年3月
明珠苑二期	6.30	554	2015年7月
合计	15.0	1160	

资料来源：公司提供。

3. 土地开发

公司土地开发业务模式为：公司受海盐县政府委托，负责市重点工程投资建设项目规划

控制范围内土地的整理，由海盐县国土局通过招、拍、挂等手段出让，所得收入由拍受人上交海盐县财政局；财政局将征收、熟化土地的前期开发费用（土地整治成本）拨付给公司，并且公司将获得按照文件规定比例的土地出让净收益；按照《海盐县人民政府办公室【2009】2号》协议规定，公司委托开发指定区域范围内的土地出让后，可以取得净收益（指成交价扣除国土规费、财政税费、前期公司垫付的开发费用等）的 70%；当年土地出让后，公司即确认返还成本，但是实际返还效率受财政资金拨付影响具有一定时滞。

2014年公司实现土地开发收入2.28亿元，同比增长180.25%，主要系拍卖土地款项延后于2014年结算所致。

表11 2012~2014年开发土地及出让金返还情况（单位：亩、万元/亩、万元）

年份	地块位置	土地面积	拍卖单价	土地总价	返还收入
2012年	海兴路北地块	147.84	330.00	48787.20	18686.00
	南环地块	73.722	300.00	22116.60	4392.00
	东门地块	21.79	170.53	3715.85	2170.00
合计		243.352	306.63	74619.65	25248.00
2013年	汽贸城3号地块	8.07	131.27	1059.10	282.00
	联翔路东侧地块	26.35	181.00	4769.00	1074.00
	长安路东侧地块	46.21	232.00	10720.72	6682.00
	加汽车站用地	3.23	118.00	381.14	108.00

合计		83.86	662.27	16929.96	8146.00
2014年	嘉凯城地块	60	200	11931	6947
	碧桂园地块	193.50	240	46440	15882
合计		253.50	440	58371	22829

资料来源：公司提供。

4. 公共基础设施建设（项目回购收入）

公司公共基础设施建设项目包括交通道路和海塘等，项目资金主要来源于补贴收入、回购款和营业收入。2014年公司共投入建设资金4.83亿元，体现在购建固定资产、无形资产等支付的现金科目。截至2014年底，公司在建公共基础设施项目41项，公司基础设施建设在建工程余额11.39亿元，已完工11.37亿元体现在其他长期资产。根据“盐政发【2008】63号”、“盐政发【2008】65号”和海盐县经济开发区管理委员会“【2008】17号”文件，政府对部分其他长期资产进行回购，截至2014年净额为3.66亿元，其余项目未签署回购协议。考虑到公司经营特性，针对未签署回购协议的市政项目，政府每年仍然支付一定规模的回购资金，截至2014年底，专项应付款中三个文件外项目回购资金已体现8.04亿元，计入收到其他与筹资活动有关的现金。

表12 公司专项应付款科目明细（单位：万元）

类别	2013年	2014年
围垦土地补偿费	37594.76	37594.76
三协议内市政回购款	38361.49	31654.43
其他	66140.94	88653.44
协议外市政回款	29541.02	80382.77
总计	171638.21	238285.40

资料来源：根据公司审计报告编制

5. 产品销售收入及其他

公司产品销售业务板块经营主体为公司2013年新纳入的子公司海盐县医药有限公司，该公司主要业务为药品批发、零售等。2014年该公司实现产品销售收入16245.54万元，占主营业务总收入比达19.13%，毛利率8.70%，相

对2013年较平稳。

产品销售板块属于公司经营性较强业务，现金回流情况良好，有助于公司现金回流和自身经营状况的改善。

公交收入：公司负责海盐县城区、下属街道（乡镇）区域内的所有公交线路的经营，以及海盐至嘉兴市区域各县市内的部分线路的经营。2014年公司公交运输产生收入3024.43万元，毛利率为-83.38%，主要系公司新增公交线路及运营车辆所致。

景点收入：海盐南北湖风景区位于杭州湾北岸海盐县境内，是中国唯一集山、海、湖为一体的国家AAAA级旅游景区。公司负责景区的开发管理维护，收入主要有门票收入、景区内公交收入以及服务性收入。

6. 围垦项目

目前公司拥有两个围垦项目，分别是：（1）黄沙坞围垦区，其中2500亩土地使用权划拨至公司全资子公司海盐县旅游投资有限公司用作“09盐国资债”抵押资产，体现在公司无形资产科目中；其余公司仅支出开发成本，无土地证，体现在存货科目中。未来随着土地挂牌出让，公司将获得财政局土地出让金返还。（2）嘉兴市海盐东段围涂项目，未来土地出让金返还将归公司全资子公司海盐县大禹水利发展有限公司所有。

上述两项工程完工后将净增国有土地36000亩。扣除围区道路、排水等公建用地，黄沙坞围垦区实际可得综合开发用地约20000亩，海盐东段围涂项目实际可得综合开发用地约10400亩。截至2014年底，公司围垦土地已挂牌出让金额为5.89亿元。该部分土地出让收

入先划拨至海盐县经济开发区财政帐户，再由开发区财政拨入公司，公司暂将该部分已到款项列入专项应付款，不体现在主营业务收入中，至2014年已收到2.79亿元。该项目资金的流入体现在其他与筹资活动有关的现金，流出体现在购建固定资产、无形资产等支付的现金。

八、债券募集资金使用和债权保护情况分析

1. 存续期债券概况

公司于2009年3月30日发行人民币债券10亿元，债券简称“09盐国资债”，债券期限为4+3年，本期债券附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。“09盐国资债”在存续期内前4年票面利率为7.16%。“09盐国资债”采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。2013年3月25日公司对所发行债券进行回售，回售债券面额为0.8亿元。2013年4月1日，公司将0.8亿元债券转售给国信证券股份有限公司，票面利率为7.16%。

公司于2013年9月4日发行人民币债券12亿元，债券简称“13海盐债/13盐国资”，债券为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。本期债券采用提前偿还方式，从第3个计息年度开始偿还本金，每个计息年度末偿还本金的20%。票面利率为7.00%。

2. 存续期债券投资项目进展情况

“09盐国资债”债券募集资金10亿元人民币，全部用于污水处理及水务项目和城市基础设施建设项目。截至2014年底，“09盐国资债”债券募集资金已全部使用完毕。

“13海盐债/13盐国资”债券募集资金12亿元人民币，全部用于安置房建设项目。截至2014年底，“13海盐债/13盐国资”募集资金已全部使用完毕。

表13 “13海盐债/13盐国资”募集资金使用情况表

(单位: 万元)

项目名称	总投资	截至2014年底已投入资金总额	截至2014年底募集资金已投入金额
盐平春晓苑(东区)安置房小区	36545	35866	20000
盐平春晓苑(西区)安置房小区	13219	11904	5000
盛世钱塘二期安置房小区	43256	41368	20000
常绿景苑(三期)安置房小区	9300	8786	4000
城西一号安置房小区	32000	28602	15000
常和景苑安置房小区	42332	40295	20000
海盐经济开发区创业公寓	63448	60288	36000
合计	240100	227109	120000

资料来源: 公司提供

3. 债权保护条款

“09盐国资债”以公司全资子公司海盐县旅游投资有限公司持有的土地使用权进行抵押，并以公司自身收益和海盐县政府补贴(根据“盐政【2008】23号”文件规定，海盐县政府将在债券存续期内提供15.60亿元财政补贴支持)建立封闭式偿债基金，用于本期债券的偿还。

偿债基金分为利息偿债基金和本金偿债基金两部分。公司应在各期利息支付日前的五个工作日内，将当期应付利息款项足额存入偿债专户，以确保利息的支付；本金偿债基金则从第四年开始计提，第四年当期付息日前提取金额不低于本金的20%、第五年当期付息日前提取金额不低于本金的20%(累计不低于40%)、第六年当期付息日前提取金额不低于本金的30%(累计不低于70%)、第七年当期付息日前十个工作日提取完毕(累计100%)。

根据中国建设银行股份有限公司海盐支行2015年3月30日出具的《海盐县国有资产经营有限公司公司债专项偿债基金账户监管报告》资料显示：

“09盐国资债”付息日为2010~2016年每年

的3月30日。2015年3月30日，公司发布付息公告，兑付债券利息7160万元。

根据“09盐国资债”募集说明书要求，本金偿债基金从第四年开始计提，第六年当期付息日前提取金额不低于本金的70%，海盐县国有资产经营有限公司根据要求于2015年3月30日已累计划入了7亿元偿债保证金，目前偿债基金专户余额为700108168.62元。

“13海盐债/13盐国资”由中投保为公司提供了本息全额无条件不可撤销的连带责任担保（担保函编号：2013-A010104-JR1-004-DBH）。经联合资信评定中投保主体信用级别为AA⁺，中投保担保对“13海盐债/13盐国资”本息的偿付有较强的保障。

总体来看，公司存续期债券募投项目的投建已基本完成；偿债账户监管银行提供的监管报告显示，公司在资金安排、支付方式及时间等方面与之初各方的约定保持一致，担保方对债券本息偿付有较强保障水平。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了经利安达会计师事务所有限责任公司审计的2012~2014年合并财务报告，并出具了标准无保留审计意见。

从合并范围来看，2014年，公司新纳入合并范围的主体包括海盐县城乡污水处理有限公司和成都国检监测技术有限公司；其中，成都国检监测技术有限公司注册资本500万元（海盐国检公司占股51%），但目前该公司注册资本尚未到位，业务尚未开始经营；截至2014年底，上述公司预计净资产合计1.05亿元，对公司财务报表合并口径可比性影响较小。

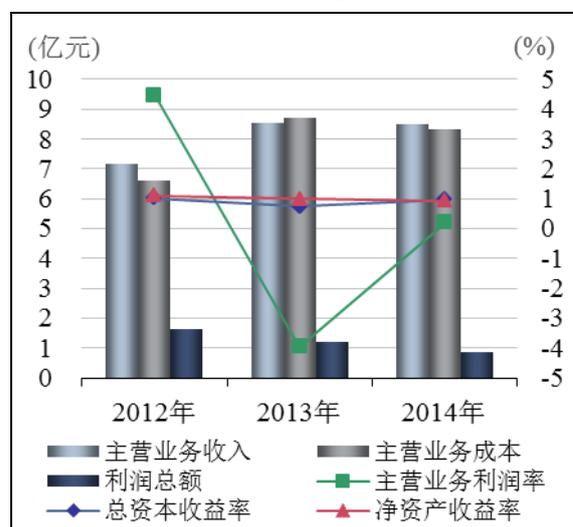
截至2014年底，公司（合并）资产总额262.81亿元，所有者权益（不含少数股东权益）97.30亿元；2014年，公司实现主营业务收入8.49亿元，利润总额0.87亿元。

2. 盈利能力

2014年，公司主营业务收入8.49亿元，同比下降0.42%，较上年基本持平，但收入结构有所变化，其中安置房销售收入及项目回购收入占比明显下降，产品销售收入及土地开发收入大幅上升，同时新增检测费收入；在业务成本方面，公司主营业务成本8.34亿元，同比减少4.28%，主要系安置房销售成本及项目回购成本减少；公司期间费用2.99亿元，同比增长38.42%，占公司主营业务收入比重为35.25%，期间费用率较上年明显上升，主要由于2014年利息支付大幅增加，较上年增加0.75亿元，增幅为227.40%，使得财务费用明显上升。

2014年，公司主营业务收入及主营业务成本同时下降，且主营业务成本下降的幅度大于主营业务收入，使得公司主营业务利润转负为正，为0.02亿元，较上年增加0.35亿元。补贴收入是公司主要利润来源之一，2014年确认补贴收入3.54亿元，较上年减少1.77%。2014年，公司利润总额为0.87亿元。

图1 公司盈利能力情况



资料来源：根据公司审计报告编制。

从盈利指标来看，2014年公司主营业务利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为0.21%、0.95%和0.93%，主营业务利润率较上年同期有所上升，总资本收益率和净资产收益率较上年略有下降，主要系实收资本增长使得

净资产增幅明显高于净利润。

总体来看，跟踪期内，公司主营业务结构较上年有所调整，主营业务收入较上年基本持平，营业利润转负为正，补贴收入仍对公司利润总额贡献大，整体盈利能力弱，但考虑到公司围垦收入及市政回购收入并未体现在损益表中，公司实际盈利能力高于损益表体现的情况，公司实际盈利能力尚可。

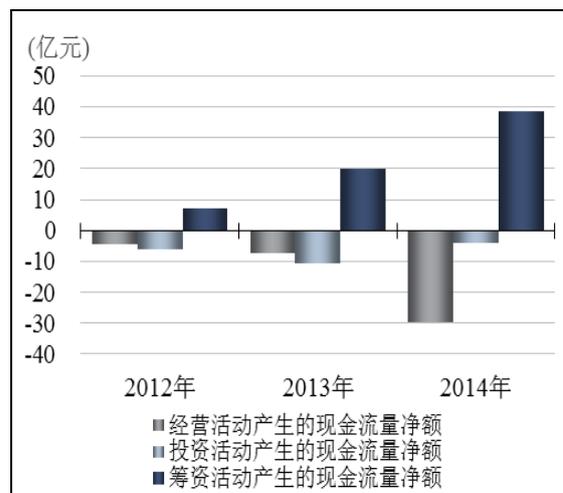
3. 现金流及保障

2014年，公司经营活动产生的现金流入64.47亿元，同比增长117.92%，主要系收到的其他与经营活动有关的现金大幅增长，主要是公司与海盐县财政局、海盐经济开发区管委会往来款增多。现金收入比为127.59%，收入实现质量较上年有所提升。公司经营活动产生的现金流出94.27亿元，同比增长156.21%，主要系支付的与其他经营活动有关的现金增多，主要为支付给相关单位的往来款。2014年，公司经营活动产生的现金流量净额为-29.80亿元，较上年净流出增加22.59亿元。

公司投资活动现金流入规模较上年大幅增长，2014年公司收到的其他与投资活动有关的现金7.56亿元，较上年增加6.78亿元，主要为收到的财政拨款，用于弥补长期资产摊销及财政对公司的补助款（公司列入资本公积）。2014年，公司投资规模有所增长，投资活动产生的现金流出量同比增长5.78%，主要体现为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金（围垦、市政及水务工程）。公司投资活动产生的现金流量净额为-4.00亿元，投资活动现金流体现为净流出。

2014年，公司筹资活动产生的现金流入主要来源于取得借款所收到的现金，现金流出以偿还债务所支付的现金为主，2014年筹资活动产生的现金流净额38.65亿元。

图2 公司现金流情况



资料来源：根据公司审计报告编制。

总体看，跟踪期内公司经营活动净现金流持续为负且资金缺口增大。公司投资活动现金流出对筹资活动现金流依赖程度较高。

4. 资本及债务结构

资产构成

截至2014年底，公司资产总额为262.81亿元，较2013年底增加17.70%，资产增加主要以货币资金、存货及其他应收款增加为主。跟踪期内，公司资产构成变化较小，截至2014年底，公司资产总额中流动资产占70.87%，长期投资占比1.75%，固定资产占比17.34%，无形资产及其他资产合计占比10.04%。

跟踪期内，公司流动资产合计186.26亿元，较上年明显增加，同比增长23.72%，其中货币资金19.88亿元，较上年增长65.40%，主要为银行存款（占比98.99%）；新增短期投资0.28亿元，为下属子公司海盐县南北湖旅游集团有限公司购买理财产品；预付账款2.20亿元，同比减少26.79%，主要为预付拍卖款、拆迁补偿款；存货132.79亿元，同比增长19.18%，主要是开发产品及开发成本有所增长所致。存货以开发产品及开发成本为主，占比分别为17.94%、80.63%，其中由25.11亿元的土地资产用于“09盐国资”债提供抵押。截至2014年底，公司其他应收款30.06亿元，同比增长30.32%，公司其

他应收款主要为各关联国有企业和行政事业单位往来款，坏账可能性较小，公司对应收政府部门的款项不计提坏账准备，总体计提坏账准备0.23亿元，计提比例较低，公司已取得海盐经济开发区管委会及海盐县财政局对其他应收款中共计21.19亿元的还款承诺，公司的流动性将得到缓解；公司应收账款0.36亿元，同比增长11.52%，前五大欠款单位合计占比34.98%。其他科目变化不大。

截至2014年底，公司长期股权投资4.59亿元，增长27.72%，主要新增对海盐县秦山加油站、嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司和浙江杭浦高速公路有限公司的投资。

截至2014年底，公司固定资产净额16.89亿元，同比增加29.11%，其增加主要为在建工程完工转入0.74亿元以及存货项目转入2.96亿元所致。公司在建工程28.68亿元，主要是海盐县内的道路、水务工程及管线以及其他各项基础设施建设项目等工程，同比增长26.98%，净增加6.09亿元，其中本期增加7.90亿元、转入固定资产0.74亿元、其他转出1.07亿元，其他转出内容主要是将回购项目从在建工程转到存货项目。

截至2014年底，公司无形资产14.66亿元，同比减少28.57%，主要是海盐县人民政府划拨给公司及下属子公司的各项土地使用权减少；其他长期资产11.37亿元，同比下降10.90%，构成为待海盐县政府按账面净值收购的公路、防洪工程和海塘等资产及无收益的市政资产，公司该项资产的减少主要来自摊销，公司收到的回购款暂时体现在专项应付款科目，暂不冲减其他长期资产。

总体来看，跟踪期内公司资产总额呈迅速增长趋势，但资产结构中存货占比较大，使得公司资产流动性一般。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益97.30亿元，同比增长8.26%，主要由于实收资本及资本公积的增长。2014年根据公司股东会会议和

海盐县国有资产管理办公室的审批，公司到位2013年申请增加的注册资本的第二期出资6212.81万元，实收资本增至4.40亿元。2014年，公司资本公积85.38亿元，较上年增长7.48%，增加的主要项目包括：海盐县开发区财政局下拨给海盐县杭州湾投资发展集团有限公司及下属子公司的工程项目拨款1.01亿元、海盐县财政下拨海盐县南北湖旅游集团有限公司1.85亿元、海盐县财政局向公司拨款4.17亿元、海盐县开发区财政局下拨给海盐县滨海新农村建设有限公司1.28亿元。所有者权益中公司实收资本占4.52%、资本公积占87.75%、盈余公积占0.93%、未分配利润占6.96%，公司所有者权益稳定性较好。

负债

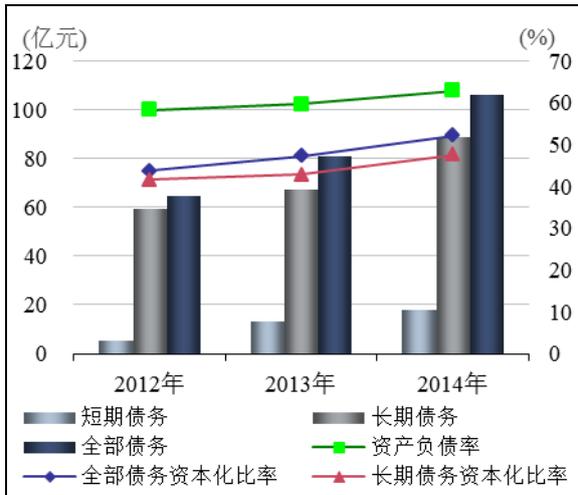
截至2014年底，公司负债总额165.46亿元，同比增长24.03%，其中长期负债占68.51%，流动负债占31.49%。公司负债以长期负债为主，长期负债中长期借款占比较大（占58.08%），公司债务结构与经营模式匹配。

在流动负债中，主要以应付账款、其他应付款及一年内到期的长期负债为主，占比分别为17.11%、41.37%和31.61%。

截至2014年底，公司应付账款8.91亿元，主要为应付安置房建设工程款。从账龄来看，1年以内的应付账款占48.69%，1~2年的占37.92%，2~3年的占1.33%，3年以上的占12.06%；公司其他应付款21.55亿元，同比增长3.71%，构成主要为与关联公司及海盐县政府机关的往来款。

长期负债中，长期借款、应付债券、专项应付款占比分别为58.08%、20.12%和21.02%。截至2014年底，公司专项应付款23.83亿元，主要为海盐县人民政府拨入的项目回购资金及围垦土地出让金返还。

图3 公司负债情况



资料来源：根据公司审计报告编制。

2014年底，公司全部债务及长期债务分别为106.35亿元及88.65亿元，较2013年底的80.82亿元及67.54亿元分别增长31.59%和31.25%，公司有息债务规模明显增长，公司有息债务以长期债务为主，结构符合行业特性。

受负债规模快速增长影响，截至2014年底，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62.96%、52.21%和47.66%，分别较上年增长3.21、4.86和4.76个百分点。

总体看，随着业务开展，跟踪期内公司负债规模及债务比率不断增长，公司债务负担有所加重。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为357.52%和102.64%，较上年同期有所上升；经营现金流动负债比为-14.94%，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014年公司EBITDA为3.67亿元，全部债务/EBITDA指标值为29.01倍，指标反映公司对全部债务的保护能力差，考虑到公司市政回购及围垦土地收益未体现在损益表，实际保障能力将优于指标值。

截至2014年底，公司EBITDA对“09盐国

资债”和“13海盐债/13盐国资”的本金合计覆盖倍数为0.17倍。公司EBITDA对“09盐国资债”和“13海盐债/13盐国资”的保障程度较差。2014年，公司经营活动现金流入量对“09盐国资债”和“13海盐债/13盐国资”本金合计的覆盖倍数为2.93倍；

总体看，公司经营活动现金流入量对“09盐国资债”和“13海盐债/13盐国资”保障程度一般。但公司以公司自身收益和海盐县政府补贴（根据“盐政【2008】23号”文件规定，海盐县政府将在债券存续期内提供15.60亿元财政补贴支持）建立封闭式偿债基金，用于“09盐国资债”债券的偿还，并于第四年开始向专项账户中存入本金。

根据中国建设银行股份有限公司海盐支行2015年3月30日出具的《海盐县国有资产经营有限公司公司债专项偿债基金账户监管报告》资料显示：海盐县国有资产经营有限公司根据要求于2015年3月30日已累计划入了7亿元偿债保证金，目前偿债基金专户余额为700108168.62元，偿债资金专户运营正常。此外公司对“09盐国资债”采用土地抵押形式担保，根据海盐中联资产评估有限公司2015年1月10号出具的盐中资评报字（2015）第165号资产评估报告，最新抵押比率为2.52倍，略微下降，但仍高于约定抵押比率。“13海盐债/13盐国资”由中投保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

总体来看，公司的抵押资产及封闭式偿债基金较好的保障了“09盐国资债”的偿付安全性，“13海盐债/13盐国资”的担保方担保能力强，对“13海盐债/13盐国资”的保障水平较高。

截至2014年底，公司对外担保合计4.25亿元，担保比率为4.37%，被担保方情况见下表。整体看，公司或有负债风险小。

表 14 公司对外担保情况 (单位: 万元)

单位	金额
海盐县滨海住房保障建设公司	30445.00
武原新农村建设投资有限公司	3931.00
浙江百商投资有限公司	1750.00
西塘桥城镇建设投资有限公司	900.00
泰山农贸批发市场有限公司	3500.00
海盐县中欧产业园建设投资有限公司	2000.00
合计	42526.00

资料来源: 公司审计报告。

截至 2014 年底, 公司获得各商业银行综合授信额度合计 98.71 亿元, 尚未使用额度 11 亿元。

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: G1033042400038360W), 截至 2015 年 6 月 23 日, 公司存在 4 笔关注类贷款, 主要系国家开发银行对纳入政府融资平台类公司的贷款统一列入关注类管理。

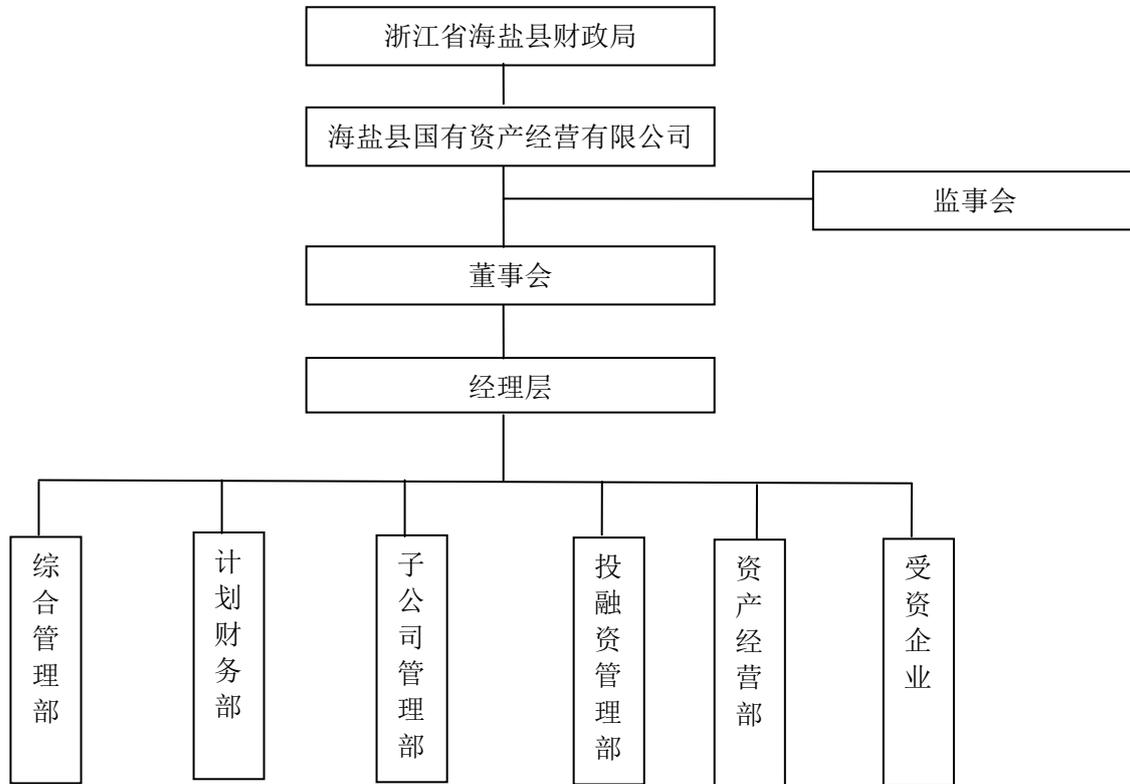
8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况, 以及海盐县区域经济发展及财力水平的综合分析, 并考虑到海盐县政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持, 公司整体抗风险能力较强。

十、结论

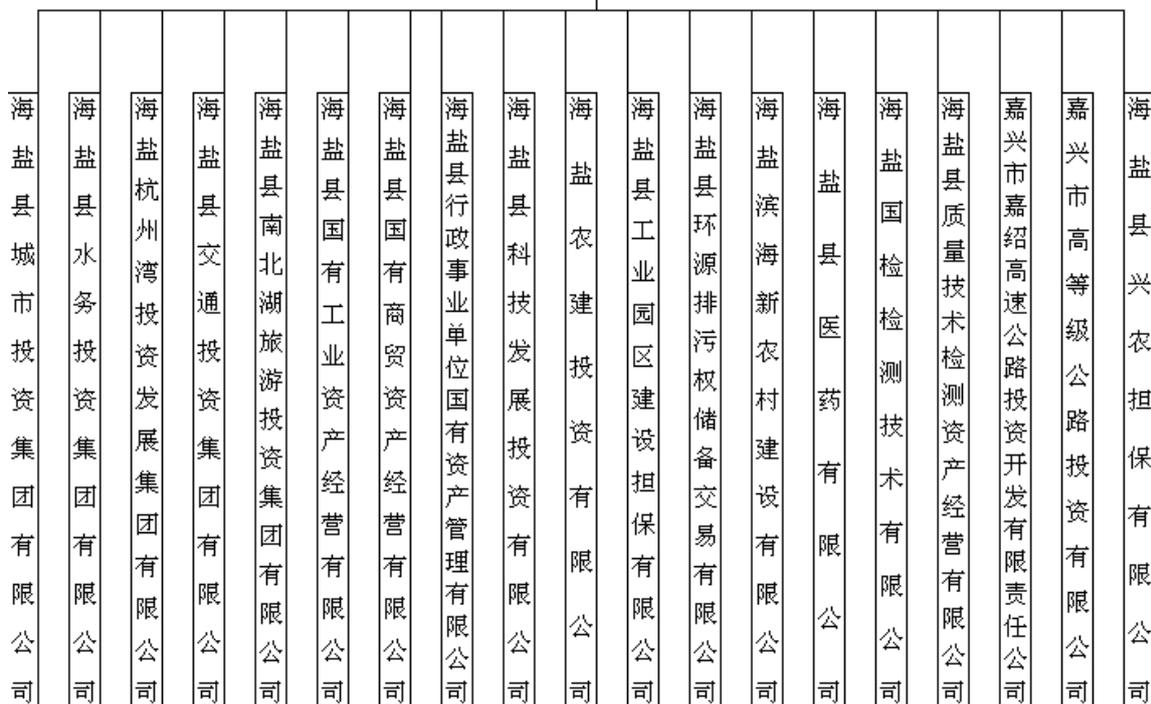
综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁺调整至 AA, 评级展望为稳定; 维持“09 盐国资债”AA 的信用等级及“13 海盐债/13 盐国资”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织架构图

海盐县国有资产经营有限公司



附件 3 主要计算指标

项目	2012年	2013年	2014年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.69	9.95	12.02
资产总额(亿元)	199.52	223.28	262.81
所有者权益(亿元)	82.38	89.88	97.30
短期债务(亿元)	5.07	13.28	17.70
长期债务(亿元)	59.46	67.54	88.65
全部债务(亿元)	64.53	80.82	106.35
主营业务收入(亿元)	7.15	8.53	8.49
利润总额(亿元)	1.62	1.19	0.87
EBITDA(亿元)	3.68	3.29	3.67
经营性净现金流(亿元)	-4.30	-7.21	-29.80
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.14	31.99	25.07
存货周转次数(次)	0.09	0.09	0.07
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.03
现金收入比(%)	97.18	79.00	127.59
主营业务利润率(%)	4.46	-3.96	0.21
总资本收益率(%)	1.02	0.98	0.95
净资产收益率(%)	1.10	0.99	0.93
长期债务资本化比率(%)	41.70	42.90	47.66
全部债务资本化比率(%)	43.70	47.35	52.21
资产负债率(%)	58.34	59.74	62.96
流动比率(%)	333.91	311.98	357.52
速动比率(%)	97.69	81.09	102.64
经营现金流动负债比(%)	-0.78	-11.48	-14.94
全部债务/EBITDA(倍)	17.52	24.60	29.01

注：所有者权益中不含少数股东权益

附件 4 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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%
营业利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用评级设置及其含义同中长期债券信用等级。