

# 跟踪评级公告

联合[2016] 1140 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持海盐县国有资产经营有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；将“13海盐债/13盐国资”的信用等级由AA<sup>+</sup>调整至AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一六年六月二十七日



---

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
13 海盐债/13 盐国资	12 亿元	2013/9/4-2020/9/4	AAA	AA <sup>+</sup>

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 27 日

### 财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	12.02	15.65	16.06
资产总额(亿元)	223.28	262.81	297.88
所有者权益(亿元)	89.88	97.30	115.69
短期债务(亿元)	13.28	17.70	18.64
全部债务(亿元)	80.82	106.35	110.23
主营业务收入(亿元)	8.53	8.49	10.94
利润总额(亿元)	1.19	0.87	0.95
EBITDA(亿元)	2.78	3.58	5.21
经营性净现金流(亿元)	-7.21	-29.80	-6.54
主营业务利润率(%)	-3.96	0.21	5.67
净资产收益率(%)	0.99	0.93	0.84
资产负债率(%)	59.74	62.96	61.09
全部债务资本化比率(%)	47.35	52.21	48.75
流动比率(%)	311.98	357.52	373.20
全部债务/EBITDA(倍)	29.10	29.72	21.14
经营现金流动负债比(%)	-14.94	-57.20	-11.16

注: 1. 现金类资产已剔除受限资金  
 2. 公司报表采用旧准则编制

### 分析师

周海涵 王康  
 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, 主营业务收入保持增长, 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; 土地、安置房等长周期资产对资金回流稳定性造成一定影响以及经营性净现金流持续为负, 对外部融资依赖性较强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陆续到期, 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性好。

本期债券设置了分期提前还款安排, 有效降低了公司资金集中偿付压力; “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 AAA, 中投保担保显著提升 “13 海盐债/13 盐国资” 的偿付安全性。总体看, “13 海盐债/13 盐国资” 到期不能偿还的风险很低。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定; 调整 “13 海盐债/13 盐国资” 至 AAA 的信用等级。

### 优势

1. 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。
2. 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。
3. 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 亿元的还款承诺并且 2015 年部分已按计划收回，政府稳定回款有助于缓解公司流动性压力。
4. 本期债券设置分期提前还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力。
5. “13 海盐债/13 盐国资”由中投保提供担保，显著提升“13 海盐债/13 盐国资”还本付息的安全性。

### 关注

1. 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。
2. 受往来款影响公司经营性净现金流持续为负，对外部融资依赖性较强。
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。

## 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，初始注册资本3.08亿元。

根据公司股东会会议和海盐县国有资产管理部门的审批，海盐县财政局于2013、2014以及2015年对公司分别增资0.70亿元、6212.81万元以及1亿元。截至2016年3月底，公司注册资本为54020万元，海盐县财政局持股100%，实际控制人是海盐县人民政府。

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2015年底，公司纳入合并报表范围子公司共计64家。

截至2015年底，公司合并资产总额297.88亿元，所有者权益115.69亿元；2015年，公司实现主营业务收入10.94亿元，利润总额0.95亿元。

公司注册地为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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，我国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，我国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，我国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显

外贸低迷。2015年，我国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大

的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 城市基础设施建设行业现状与前景

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调整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

根据海盐县统计局出具的《2015年海盐统计资料简要本》，2015年，海盐县实现生产总值383.50亿元，同比增长12.0%。其中，第一产业实现增加值20.79亿元，同比下降2.1%；第二产业实现增加值228.83亿元，同比增长15.3%，第三产业实现增加值133.88亿元，同比增长8.2%。三次产业结构由上年的6.0:58.3:35.7调整为5.4:59.7:34.9。

2015年，海盐县固定资产投资251.66亿元，比上年增长3.4%，扣除核电后县内固定资产投资244.58亿元，比上年增长14.9%。核电投资7.08亿元，比上年下降76.8%。

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。

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，2015 年核电增值税达 19.01 亿元，地方分成 1.96 亿元；企业所得税 7.30 亿元，地方分成收入 2.93 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。

## (2) 地方政府财力

表1 海盐县2013~2015年地方可支配收入(单位:亿元、%)

科目	2013年	2014年	2015年
(一) 一般预算收入	24.61	29.24	31.63
1、税收收入	23.70	25.61	28.97
2、非税收入	0.91	3.63	2.66
(二) 上级补助收入	9.76	10.22	11.67
1、一般性转移支付收入	4.27	4.79	3.78
2、专项转移支付收入	3.13	3.05	5.46
3、税收返还收入	2.36	2.38	2.44
4、地震灾后恢复重建补助收入			
(三) 政府性基金收入	25.05	38.42	34.33
1、国有土地使用权出让金收入	20.10	34.63	23.79
2、国有土地收益基金			0.68
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	4.95	3.79	9.78
6、上年结余及调入资金			
(四) 预算外收入	0.57	0	0.37
<b>地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)</b>	<b>59.99</b>	<b>77.88</b>	<b>78.01</b>

资料来源：海盐县财政局

## (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2015年底，海盐县地方政府债务余额43.13亿元，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

2015年，海盐县地方综合财力78.01亿元，三年复合增长14.03%。其中，政府性基金收入占比较大（占44.01%），其次为一般预算收入（占40.55%）和上级补助收入（占14.96%）。

2015年，海盐县一般预算收入31.63亿元，三年复合增长13.37%；其中2015年税收收入28.97亿元，非税收入2.66亿元。

2015年，政府性基金收入34.33亿元，三年复合增长17.07%，主要为国有土地使用权出让金收入。

整体看，近三年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。

的融资平台债券融资。如下表，以2015年度海盐县地方综合财力为基准进行测算，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55.29%，较2014年的47.33%略有上升。总体来看，海盐县地方政府债务水



平适宜。

表2 截至2015年底海盐县地方政府债务余额表(单位:万元、%)

地方债务(截至2015年底)	金额	地方财力(2015年度)	金额
(一)直接债务余额	199186	(一)地方一般预算本级收入	316288
1、外国政府贷款		1、税收收入	289664
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	26624
3、国债转贷基金		(二)转移支付和补助收入	116748
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	37768
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	54562
6、粮食企业亏损挂账		3、税收返还收入	24418
7、国内金融机构借款		(三)政府性基金收入	343289
8、债券融资	199186	1、国有土地使用权出让金收入	237915
9、向单位、个人借款		2、国有土地收益基金	6782
10、拖欠工资和工程款		3、农业土地开发资金	98592
11、其他		4、新增建设用地有偿使用费	
(二)或有负债余额	464293	(四)预算外财政专户收入	3742
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	344293		
4、政府担保的融资平台债券融资	120000		
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%	431332.50	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	780067
地方政府债务率=(地方政府债务余额/地方综合财力)×100%			55.29

资料来源:海盐县财政局

总体看来,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、项目资金等方面给与了大力支持。

#### 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,2015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 2015年公司主要股权及资产注入情况

(单位:万元)

项目	详细内容	金额
股权划拨	保安公司转入	4016.00
	粮食收储公司划入	9282.00
	粮食资产公司划入	2381.00
国有房产、资产	海盐三地自来水有限公司工程决算冲回资本公积	980.00
土地划拨	海盐县旅游投资有限公司土地使用权证注销	-3893.41

资金支持	海盐县财政拨款	17063.89	总计	3738.12	--	--
	交通投资集团有限公司项目完工补助资金转入	26035.91	【2008】63号文回收项目			
	下属公司置换政府债券转入	103007.00	新桥路	1514.72	--	--
	开发区财政对下属公司资金支持	3217.88	环城南路	2718.24	--	--
其他		2943.94	环城南路2、3标段	870.66	--	--
合计		165034.21	新桥北路入城口水绿波广场	446.7	--	--

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2015年底，公司上述三文件所列资产的账面净额为3.11亿元，已回购金额为1.04亿元，回购比例为33.47%；在资产负债表中体现在专项应付款中，暂不冲减资产科目，在现金流量表中以上资金计入收到其他与筹资活动有关的现金流入。

表4 其他长期资产回收情况（单位：万元）

项目	2015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	2316.29	--	--
城市防洪工程	1421.83	--	--

勤俭路一期	1085.42	2414.79	--
勤俭路二期	4710.67	--	--
百尺南路	913.3	--	--
总计	12259.71	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	3288.30	--	--
盐嘉公路	0	3546.92	已回购
六平申线官塘支线护岸抢修	285.51	--	--
海王公路	0	4278.32	已回购
南王公路	6642.69	--	--
海王公路公交站	0	13.95	已回购
盐嘉公路公交站	0	19.36	已回购
杭浦高速海盐互通连接线	4864.88		已回购
总计	15081.38	7988.86	
三文件合计	31079.21	10403.65	

资料来源：公司提供

### 财政补贴（补贴收入体现）

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。2015年度公司获得补贴收入4.13亿元。

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
2015年	盐财建(2015)571号、盐财建(2015)572号、盐财建(2015)573号、盐财建(2015)574号、盐财建(2015)576号、盐财建(2015)577号、盐财建(2015)578号、盐财建(2015)580号、盐财建(2015)582号、盐财建(2015)110号、盐财建(2015)111号、盐财建(2015)112号、盐财建(2015)113号、盐财建(2015)114号、盐财建(2015)115号、盐财建(2015)116号	6.07	其中4.13亿元列入补贴收入，5474.26万元列入冲销对长期资产摊销，其余转入资本公积

资料来源：公司提供

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收入、产品销售收入、安置房销售收

入以及水务收入(自来水费和污水处理费收入)为主。2015年新增保安服务收入,系当年年新注入的保安公司所产生,并且减少项目回购收入。2015年公司主营业务收入10.94亿元,毛利率为8.44%,较2014年有较大增长。公司主营业务毛利率中产品销售、土地开发业务权重较大,另外检测业务、保安服务业务也对公司主营业务毛利率形成良好补充。

表6 公司主营业务收入及毛利率情况(单位:万元、%)

业务类别	主营业务收入			主营业务毛利率		
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
污水处理费收入	6980.48	7895.38	7463.25	13.64	16.76	3.31
自来水费收入	6223.08	6189.99	6200.21	3.57	4.05	3.38
安置房销售收入	28802.20	15425.58	21585.61	-29.76	-46.90	-40.06
项目回购收入	19209.47	7330.94	0.00	16.67	11.89	--
产品销售收入	8744.44	16245.54	22861.71	8.72	8.70	6.17
土地开发收入	8145.81	22828.53	33435.54	25.71	19.94	34.20
旅游景点收入	877.12	1369.29	1196.46	34.92	44.04	31.17
公交运输收入	3305.11	3024.43	2864.41	-64.51	-83.38	-78.34
检测费收入	--	1012.88	3227.59	--	57.31	65.47
保安服务收入	--	--	6362.31	--	-	39.86
其他	2967.87	3575.48	4170.83	42.19	45.35	43.13
<b>合计</b>	<b>85255.58</b>	<b>84898.05</b>	<b>109367.93</b>	<b>-2.25</b>	<b>1.72</b>	<b>8.44</b>

资料来源:根据公司申报表编制

### 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,2015年公司实现水务总收入1.37亿元,同比减少2.84%。

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	2015年
供水能力	21.00	21.00	21.00
自来水销量	3264.15	3249.69	3283.81
供水业务毛利率	3.57	4.05	3.38
污水处理能力	21.4	21.40	21.40
污水处理量	2265.31	2465.18	3007
污水处理毛利率	13.64	16.76	3.31

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2015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2015年底投资额	工程进度
污水管线工程	43257.94	30186.00	完成工程总量69.8%左右
供水管网工程	18812.77	13701.00	二级管网正在实施,已完工72.8%左右
城乡供水加压泵站工程	5068.00	531.47	完成初步设计

千亩荡水源保护工程	16800.00	11163	完成工程总量 66.46%
总计	83938.71	55581.47	

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。2015年，公司实现安置房销售收入2.16亿元，同比上升39.93%，安置房建设业务毛利率上升为-40.06%，毛利率较低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。

表9 截至2015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	28759.47	21158.30	7601.17
邮电一期	13420	17446	159	3103.00	3038.00	65.00
邮电二期	17212	23193	190	5617.00	3876.00	1741.00
康馨居	7879	11142	91	3459.00	1993.00	1466.00
勤俭南路商业房	3805	8344	0	3520.00	1350.00	2170.00
小曲景苑	88667	131000	974	14096.34	30910.38	-16814.04
文曲佳苑	92667	127000	860	15761.76	26859.11	-11097.35
常秀景苑	110667	147000	1052	16543.15	28825.65	-12282.5
海景苑	67333	97000	697	9527.51	20238.43	-10710.92
海风苑	63334	90100	625	9964.34	18053.39	-8089.05
浅水湾	72800	109000	830	8789.79	17862.07	-9072.28
明珠苑一期	108667	176000	722	4658.16	7238.18	-2580.02
常和景苑	94134	171000	1227	11446.36	18463.25	-7016.89
盛世钱塘	97724	192201	1430	21006.76	30946.26	-9939.5
常绿三期	26000	36000	276	3137.08	4365.07	-1227.99
盐平春晓东区	69126	143581	535	8672.6	15248.85	-6576.25
盐平春晓西区	39204	58273	290	3245.66	5268.72	-2023.06
盛世钱塘二期	77344	160995	568	6388.17	11592.21	-5204.04
城西一号	49310	117799	752	5729.22	9353.7	-3624.48
东海花苑	377976	329285	2421	24880	45914	-21033.00
滨海花苑	86825	132017	926	7033	11590	-4557
海港花苑	79761	117171	822	6846	11768	-4922
港湾花苑	109167	155377	1136	9674	16640	-6966.00
大树花苑	46094	56990	419	4913	8192	-3279
合计	1880606	2619664	17784	236771.37	370744.57	-133972.2

资料来源：公司提供

## 在建安置房情况

截至2016年3月底，公司共有在建安置房2.76万平方米（217套），具体情况如下表所示；在建安置房预计将在未来1年内逐步建出

售，该部分安置房投入计入存货-开发成本。

表10 截至2016年3月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
长安景苑	2.76	217	2017年6月

资料来源: 公司提供

### 3. 土地开发

公司土地开发业务模式为:

1、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。公司土地整理项目前期开发资金主要来源于自筹和银行贷款。

2、2015年之前, 公司围垦项目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。2015年公司围垦项目收到的部分款项确认为

土地开发收入。其余部分仍沿用旧模式计入其他应付款。

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原“09盐国资债”(已到期偿付) 抵押资产, 体现在公司无形资产科目中; 其余公司仅支出发开成本, 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2016年3月底, 公司围垦土地已挂牌出让金额为5.89亿元。至2016年3月已收到东段围垦土地对应款项2.84亿元, 计入土地开发收入。

2015年公司实现土地开发收入3.34亿元, 同比增长46.49%, 同期毛利率为31.20%。跟踪期内公司土地开发收入与毛利率较2014年均有较大增长, 系新计入收入的东段围垦土地收入毛利率较高(46.90%) 且占比较大, 使土地出让业务整体毛利率升高。

表11 2012~2015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		<b>243.35</b>	-	<b>74619.65</b>	<b>25248.00</b>
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
	加汽站用地	3.23	118.00	381.14	108.00
合计		<b>83.86</b>	-	<b>16929.96</b>	<b>8146.00</b>
2014年	嘉凯城地块	60	200	11931	6947.00

	碧桂园地块	193.50	240	46440	15882.00
	合计	253.50	440	58371	22829.00
2015年	东段围垦土地	2828.57	22.13	62607.28	28397.56
	电信局东侧地块	68.15	267	18195.92	5037.97
	合计	2896.72	-	80803.20	33435.53

资料来源：公司提供

#### 4. 公共基础设施建设（项目回购收入）

2015年公司未实现项目回购收入，系公司相关收入确认条件为收到全部财政款项，2015年公司没有项目全额收到款项。

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、回购款和主营业务收入。基建项目完工后，政府明确进行回购的已完工的基建项目由“在建工程”转入“存货”，未明确进行回购的项目转入“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（以下简称“三协议”），政府对部分其他长期资产进行回购，截至2015年净额为3.11亿元，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2015年底，专项应付款中三个文件外项目回购资金已体现10.10亿元，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	2015年
围垦土地补偿费	37594.76	37594.76	3700.51
三协议内市政回购款	38361.49	31654.43	31654.43
其他	66140.94	88653.44	108386.04
协议外市政回款	29541.02	80382.77	101010.04
总计	171638.21	238285.40	244751.02

资料来源：根据公司财务报表编制

截至2016年3月底，公司在建基础设施建设项目42项，全部基础设施在建工程总投资额27.88亿元，已投资21.74亿元，未来尚需投资6.14亿元。

#### 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。2015年该公司实现产品销售收入22861.71万元，占主营业务收入总比达20.90%，毛利率6.17%，毛利率相对2014年略有下降。

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。2015年公司公交运输产生收入2864.41万元，毛利率为-78.34%，主要系人工成本增加、维修车辆成本增加以及新购高成本电汽混动和纯电车辆所致。

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。

检测费收入：公司开展实验室及工程项目检验检测、特种设备检验检测业务，取得了各类检测类资质证书，业务主要面向各类军工（如中航工业集团公司所属成飞、西飞、沈飞、南昌洪都公司等），国内铁路、桥梁建设企业，标准件企业等。

保安服务收入：公司为企事业单位、机关以及金融单位等提供安保相关业务服务。

## 6. 未来发展

未来规划方面，公司未来将继续专注于主营业务的经营和相关项目建设。公司水务业务已经进入稳定收益期，未来水务建设投资规模较小；安置房业务将持续推进建设；土地整理方面将重点开发公安局南侧、滨海大道西侧地块及滨海新区等重点发展区域。

## 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

“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。

### 3. 债权保护条款及担保能力

“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保证担保（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AAA，中投保担保对“13海盐债/13盐国资”本息的偿付有很强的保障。

总体来看，公司存续期债券募投项目的投建已基本完成，担保方对债券本息偿付有很强保障水平。债券到期不能偿还风险低。

## 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2013~2015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，2015年，公司新纳入合并范围的主体包括海盐县粮食收储有限公司、海盐杭州湾智能装备基地发展有限公司、海盐县保安服务有限公司、海盐县粮食资产管理有限公司等8家公司。合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至2015年底，公司合并资产总额297.88亿元，所有者权益115.69亿元。2015年公司实现主营业务收入10.94亿元，利润总额0.95亿元。

### 2. 盈利能力

2015年，公司主营业务收入10.94亿元，同比增长28.82%，利润总额0.95亿元，同比增长9.36%。2015年收入结构有所变化，其中2015年没有项目回购收入，土地开发收入大幅上升，同时新增保安服务收入。

随着主营业务收入的增长，公司主营业务成本亦有所上升。2015年，公司主营业务成本10.94亿元，同比增加28.82%，主要系安置房销售、产品销售以及土地开发收入的增长所致；从期间费用来看，随着经营规模的扩大，公司三费均快速增长，2015年营业费用为0.42亿元，同比增长44.54%；管理费用为2.02亿元，同比增长13.86%；财务费用1.55亿元，同比增长68.01%。2015年公司期间费用占主营业务收入36.55%，公司期间费用较高，费用控制能力有待加强。

从盈利指标来看，2015年，公司主营业务利润率为5.67%，总资本收益率和净资产收益率分别为3.74%和0.84%，公司的盈利能力较弱。

2015年公司获得补贴收入4.13亿元，同比增长16.81%。2015年公司净利润0.97亿元，同比增长6.82%，公司盈利能力对补贴收入依赖较大。

总体来看，随着公司产品销售业务和土地开发业务的发展，两项业务成为公司主营业务

收入和利润的主要来源，公司整体盈利能力较弱。同时公司持续获得补贴收入，较大提升公司盈利能力。

### 3. 现金流及保障

经营活动方面，2015年公司经营性现金流净额为-6.54亿元。2015年经营性现金流入合计98.99亿元，同比增长53.55%，其中88.19亿元为收到的其他与经营活动有关的现金；同时，公司经营活动现金流出同比增长11.95%，2015年合计105.53亿元，主要用于项目款项支付。公司2015年经营活动现金流量净额为-6.54亿元。2015年公司现金收入比为98.69%。公司现金收入比率较高，收入实现质量较好。但受现金往来支出规模大，以及大规模项目支出的影响，公司经营活动获现能力较差。

投资活动方面，2015年公司投资活动现金流入为3.96亿元，主要是收到其他与投资活动有关的现金（3.55亿元）；公司投资活动现金流出为14.54亿元，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（13.49亿元）。同期净流量为-10.57亿元。

筹资活动方面，公司2015年筹资活动现金流入为67.83亿元，其中主要为借款所收到的现金（37.60亿元）以及收到的其他与筹资活动有关的现金（28.99亿元）；同期，公司筹资活动现金流出为50.22亿元，主要为偿还债务所支付的现金（34.40亿元），和支付的其他与筹资活动有关的现金（8.24亿元）。筹资活动现金净额为17.61亿元。

综合来看，公司经营活动、投资活动以及筹资活动现金流量均有较大波动，具有一定不确定性，且随着未来公司业务规模的扩大，公司对外融资压力将有所上升。

### 4. 资本及债务结构

#### 资产构成

截至2015年底，公司资产总额297.88亿元，同比增长13.35%。公司资产结构中流动资

产占73.43%、长期投资占1.57%、固定资产占14.91%、无形资产及其他资产合计占10.09%，以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产合计218.73亿元，较上年明显增加，同比增长17.43%，其中货币资金26.88亿元，较上年增长35.22%，主要为银行存款（占比99.92%）；存货158.04亿元，同比增长19.01%，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16.77%、82.01%。截至2015年底，公司其他应收款31.36亿元，同比增长4.30%，公司其他应收款主要为各关联国有企业及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0.30亿元，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，2015年，海盐经济开发区管委会及海盐县财政局返还共计8.96亿元；截止2015年底公司应收账款0.66亿元，同比增长84.10%，前五大欠款单位合计欠款0.27亿元，规模较小。

截至2015年底，公司长期股权投资4.68亿元，同比增长1.96%。

截至2015年底，公司固定资产净额17.46亿元，同比增长3.37%，其增加主要为无偿划入子公司带来的固定资产；在建工程完工转入0.85亿元以及在建工程完工转入0.74亿元以及2014年公司持有的浙江东方大港大河工程塑料有限公司的债权0.83亿元转为固定资产所致。公司固定资产中，房屋及建筑物占71.95%，专用设备占18.28%，机器设备、电子设备、运输设备、办公设备及其他占9.77%。

截至2015年底，公司无形资产14.12亿元，同比减少3.66%，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；

总体来看，跟踪期内公司资产总额呈快速增长趋势，其他应收款、存货及市政资产占比大，资产流动性受到较大影响，公司资产质量



尚可。

### 所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益115.69亿元，同比增长18.90%，主要由于实收资本及资本公积以及未分配利润的增加。2015年，公司收到海盐县财政局以货币资金形式增资1.00亿元，公司实收资本增至5.40亿元。截至2015年底，公司资本公积101.88亿元，较上年增长19.33%，增加的主要项目包括：海盐县财政局向公司拨款1.71亿元、子公司海盐县交通投资集团有限公司收到工程款拨款2.60亿元、子公司海盐县城市投资发展有限公司收到完成置换的政府债券资金5.19亿元、子公司海盐县杭州湾大桥新区开发有限公司收到开发区财政局拨款0.14亿元并且收到完成置换的政府债券资金0.74亿元、子公司海盐县杭州湾物业有限公司收到116.96万元拨款、子公司千亩荡有限公司收到完成置换的债券资金1.00亿元、子公司海盐三地自来水有限公司冲回对转资本公积0.10亿元以及子公司海盐县滨海新农村建设有限公司收到开发区财政局拨款0.17亿元并且收到完成置换的政府债券资金337.00万元；减少的主要项目为子公司海盐县旅游投资有限公司2015年注销土地使用权证并核减净资产0.39亿元。所有者权益中公司实收资本占4.67%、资本公积占88.07%、盈余公积占0.87%、未分配利润占6.40%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

### 负债

截至2015年底，公司负债总额181.98亿元，同比增长9.99%，其中长期负债占52.49%，流动负债占47.51%。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64.29%），公司债务结构与经营模式匹配。

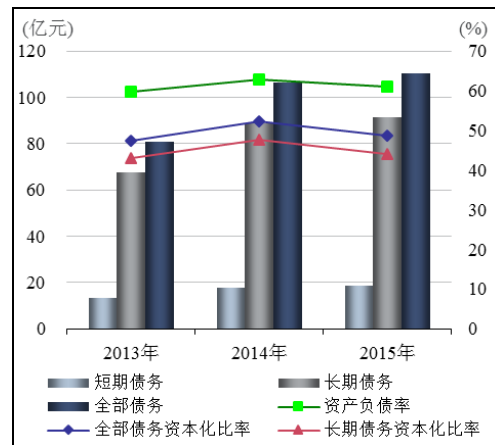
在流动负债中，主要由短期借款（占7.55%）、应付账款（占6.18%）、预收账款（占

4.24%）、其他应付款（占54.55%）和一年内到期的长期负债（占24.24%）等构成

跟踪期内，公司应付账款快速增长，截至2015年底4.43亿元，同比增长121.78%，其中信用借款1.38亿元、保证借款1.40亿元，质押借款1.65亿元。截至2015年底，公司应付账款3.62亿元，主要为应付施工单位的工程款。从账龄来看，账龄在1年以内占65.97%，账龄在1~2年占3.95%，账龄在2~3年占6.84%，账龄在3年以上的占23.24%；公司其他应付款31.97亿元，同比增长48.35%，构成主要为与关联公司及海盐县政府机关的往来款。

截至2015年底，公司长期负债123.37亿元，主要由长期借款（占64.29%）、应付债券（占9.95%）、专项应付款（占19.84%）和长期应付款（占5.62%）构成。截至2015年底，公司专项应付款24.48亿元，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以及应付的项目工程款。

图1 公司债务情况



资料来源：根据公司审计报告编制

截至2015年底，公司全部债务余额110.23亿元，其中短期债务占比16.91%，长期债务占比83.09%。较2014年底的17.70亿元及88.65亿元分别增长5.31%和3.32%，公司有息债务规模有一定增长，公司有息债务以长期债务为主，结构符合行业特性。

截至2015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

61.09%、48.75%和44.14%。公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平

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2015年底，公司流动比率和速动比率分别为373.20%和103.56%；经营现金流动负债比为-11.16%，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为5.21亿元，全部债务/EBITDA指标值为21.14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部分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2015年底，公司EBITDA对“13海盐债/13盐国资”的本金覆盖倍数为0.43倍。公司EBITDA对“13海盐债/13盐国资”的保障程度较差。2015年，公司经营活动现金流入量对“13海盐债/13盐国资”本金覆盖倍数为8.25倍。由于本期债券设置分期提前偿还条款，公司EBITDA对分期偿还额度（2.4亿元）的覆盖倍数为2.15倍，经营活动现金流入量对分期偿还额度的覆盖倍数为41.25倍，保障能力高。

“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AAA，评级展望为稳定。

总体来看，公司EBITDA及经营活动现金流入量对分期偿还额度的覆盖倍数高，且“13海盐债/13盐国资”的担保方担保能力强，公司对“13海盐债/13盐国资”的偿债能力高，不能按期偿还债务风险极低。

截至2016年3月底，公司对外担保合计32.35亿元，担保比率为27.96%，被担保方为海盐县滨海住房保障建设公司、海盐县松鹤公益设施建设公司、秦山农贸批发市场有限公司、

海盐县中欧产业园建设投资有限公司以及海盐县两新建设投资有限公司。其中海盐县两新建设投资有限公司（28亿元担保额度）成立于2010年1月15日，注册资本2.53亿元，股东为海盐县财政局。属县委县政府委托财政局投资并管理的国有独资企业。公司主要经营范围为新农村基础设施建设投资。被担保企业均为国有企业，公司或有负债风险较小。

表13 截至2016年3月底公司对外担保明细  
(单位: 万元)

被担保公司	担保金额	担保期限
海盐县滨海住房保障建设公司	2750	2014.9.30-2017.10.24
海盐县滨海住房保障有限公司	8200	2014.4.16-2017.4.15
海盐县松鹤公益设施建设公司	2000	2010.1.4—2017.12.31
秦山农贸批发市场有限公司	2500	2012.11.13-2017.12.31
海盐县中欧产业园建设投资有限公司	28000	2014.12-2024.12
海盐县两新建设投资有限公司	280000	2010.12.20-2025.12.19
<b>合计</b>	<b>323450</b>	

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司共获得各金融机构授信总额125.35亿元，已使用额度为104.34亿元，剩余额度为21.01亿元，间接融资通道有待拓宽。

#### 6. 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2016年5月20日，公司存在7笔关注类贷款（其中5笔已结清），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。公司过往债务履约情况良好。

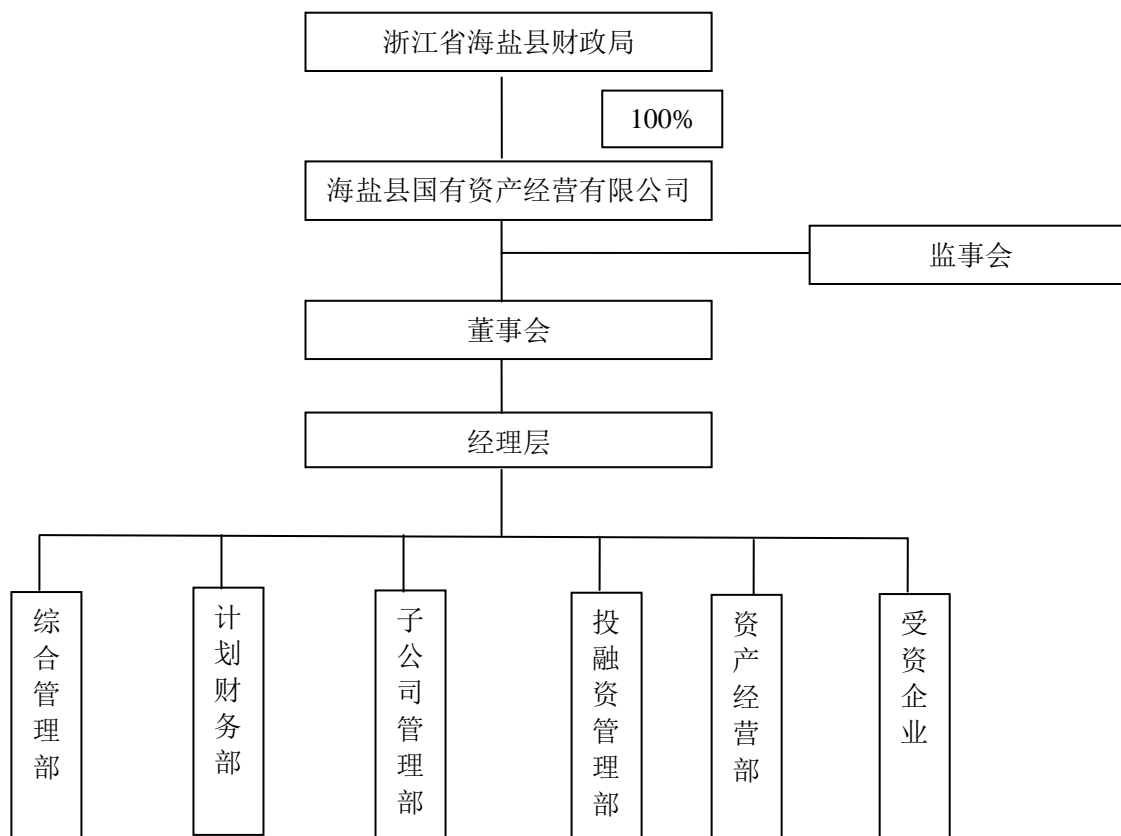
#### 7. 抗风险能力

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强。

## 十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望为稳定；调整“13 海盐债/13 盐国资”至 AAA 的信用等级。

### 附件 1 公司股权结构及组织构架图



## 附件 2 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	12.02	15.65	16.06
资产总额(亿元)	223.28	262.81	297.88
所有者权益(亿元)	89.88	97.30	115.69
短期债务(亿元)	13.28	17.70	18.64
长期债务(亿元)	67.54	88.65	91.59
全部债务(亿元)	80.82	106.35	110.23
主营业务收入(亿元)	8.53	8.49	10.94
利润总额(亿元)	1.19	0.87	0.95
EBITDA(亿元)	2.78	3.58	5.21
经营性净现金流(亿元)	-7.21	-29.80	-6.54
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	53.26	25.07	21.30
存货周转次数(次)	0.16	0.07	0.07
总资产周转次数(次)	0.08	0.03	0.04
现金收入比(%)	79.00	127.59	98.69
主营业务利润率(%)	-3.96	0.21	5.67
总资本收益率(%)	3.87	3.38	3.74
净资产收益率(%)	0.99	0.93	0.84
长期债务资本化比率(%)	42.90	47.66	44.14
全部债务资本化比率(%)	47.35	52.21	48.75
资产负债率(%)	59.74	62.96	61.09
流动比率(%)	311.98	357.52	373.20
速动比率(%)	81.09	102.64	103.56
经营现金流动负债比(%)	-14.94	-57.20	-11.16
全部债务/EBITDA(倍)	29.10	29.72	21.14

注：现金类资产已剔除受限资金

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，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。