

跟踪评级公告

联合[2017] 755 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，并维持“13海盐债/PR盐国资”的信用等级为AAA。

特此公告。



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

债券名称	债券余额	起息日	期限	担保方 评级结果	跟踪评 级结果	上次评 级结果
13 海盐债/ PR 盐国资	9.6 亿元	2013/09/04	7 年	AAA	AAA	AAA

评级时间：2017 年 6 月 6 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	19.87	26.88	40.14
资产总额(亿元)	262.85	297.98	355.92
所有者权益(亿元)	97.37	115.94	129.17
短期债务(亿元)	17.70	18.64	17.17
长期债务(亿元)	88.61	91.59	97.77
全部债务(亿元)	106.31	110.23	114.94
营业收入(亿元)	9.16	11.61	12.94
利润总额(亿元)	0.87	0.95	0.54
EBITDA(亿元)	3.73	5.32	4.94
经营性净现金流(亿元)	-29.81	-6.55	-23.40
营业利润率(%)	3.53	7.19	-9.28
净资产收益率(%)	0.84	0.80	0.39
资产负债率(%)	62.96	61.09	63.71
全部债务资本化比率(%)	52.20	48.74	47.09
流动比率(%)	357.20	372.90	436.02
经营现金流动负债比(%)	-57.17	-11.17	-37.91
全部债务/EBITDA(倍)	28.54	20.70	23.28

分析师

王康 王超

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

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项目的投融资主体，区域专营优势明显，并且持续得到地方政府多方位的支持。跟踪期内，海盐县整体经济发展平稳，财政实力不断增强，公司经营业务收入稳定增长，水务业务发展平稳。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司整体盈利能力较差，土地、安置房等资产占比高，资产流动性一般，经营性净现金流持续为负以及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。

随着公司前期垫付基建资金的逐步回笼，公司的现金流将得到改善。综合来看，公司未来经营情况稳定性好。同时，“13 海盐债/PR 盐国资”采用提前偿还本金方式。中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了债券的安全性。总体来看，“13 海盐债/PR 盐国资”到期不能偿还的风险极低。

综合评估，联合资信确定公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“13海盐债/PR盐国资”的信用等级为AAA。

优势

- 跟踪期内，海盐县经济持续稳定发展，财政实力进一步增强，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。
- 公司是海盐县唯一的基础设施建设投融资主体，地区专营优势明显，跟踪期内公司持续获得当地政府的稳定支持。
- 公司前期垫付基建资金的逐步回笼，将使公司未来资金面得到改善。

关注

1. 公司投资项目中公益类项目较多，建设周期长，资产流动性一般。
2. 公司经营性净现金流持续为负，对外部融资依赖性较强。
3. 公司土地开发、安置房建设项目回款易受当地房地产市场行情波动的影响，存在一定的不确定性。

信用评级报告声明

一、本报告引用的资料主要由海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

海盐县国有资产经营有限公司跟踪评级报告

一、跟踪原因

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债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“海盐国资”）股东及实际控制人未发生变化，仍为海盐县人民政府，截至2016年月底，公司注册资本为5.40亿元。

公司经营范围包括城市基础设施代建、供水、土地整理、安置房销售及医药销售等领域。

截至2016年底，公司纳入合并范围子公司合计65家。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2016年底，公司合并资产总额

355.92亿元，所有者权益129.17亿元；2016年，公司实现营业收入12.94亿元，利润总额0.54亿元。

公司注册地为海盐县武原街道新桥北路180号；法定代表人：陈军伟。

三、债券概况与募集资金使用情况

公司于2013年9月04日发行“13海盐债/PR盐国资”，用于盐平春晓苑（东区）安置房小区、盐平春晓苑（西区）安置房小区、盛世钱塘二期安置房小区、常绿景苑（三期）安置房小区、城西一号安置房小区、常和景苑安置房小区和海盐经济开发区创业公寓7个项目的建设。中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至2017年3月底，上述存续债券相关募投项目均已完工，募集资金均已全部使用完毕，债券余额9.60亿元，2016年9月4日正常分期还本及付息。

表1截至2016年底公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
13海盐债/PR盐国资	12.00	2013/9/04	7年	9.60	采用固定利率形式，单利按年计息，在存续期第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%
合计	12.00	--	--	9.60	--

三、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，

固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；

就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际

增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，

全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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，全国各地城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

(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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资

金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业

自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业展望

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范

地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 区域经济

公司作为海盐县唯一的基础设施项目的投融资主体，目前公司核心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《2016年海盐县国民经济和社会发展统计公报》，2016年，海盐县实现生产总值407.76亿元，按可比价计算同比增长7.0%。其中，第一产业实现增加值21.45亿元，同比增长0.5%；第二产业实现增加值238.26亿元，同比增长6.6%，第三产业实现增加值148.06亿元，同比增长8.8%。三次产业结构由上年的5.4:59.7:34.9调整为5.3:58.4:36.3。

2016年，海盐县固定资产投资291.25亿元，同比增长15.7%，扣除核电厂后县内固定资产投资271.82亿元，同比增长11.1%。核电投资19.43亿元，同比增长174.6%。

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，经济发展对城市基础设施和公用事业的需求不断扩大，公司业务发展前景良好。

（2）地方政府财力及债务

2016年，海盐县地方综合财力合计80.77亿元，同比增长3.54%，其中一般公共预算收入

35.18 亿元，同比增长 11.22%。公司一般预算收入中税收收入占比大，2016 年为 31.35 亿元，占 89.11%。

2016 年，海盐县政府性基金收入 34.32 亿元，较 2015 年变化不大，主要为国有土地使用权出让金收入。

2016 年，海盐县政府上级补助收入合计 10.83 亿元，同比减少 0.84 亿元，其中一般性及专项转移支付合计 9.79 亿元。

跟踪期海盐县财政收入稳定增长，地方综合财力持续增强，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。

表2 海盐县2015~2016年地方可支配收入（单位：亿元）

科目	2015 年	2016 年
(一) 一般预算收入	31.63	35.18
1、税收收入	28.97	31.35
2、非税收入	2.66	3.83
(二) 上级补助收入	11.67	10.83
1、一般性转移支付收入	3.78	3.89
2、专项转移支付收入	5.46	5.90
3、税收返还收入	2.44	1.04
4、地震灾后恢复重建补助收入		
(三) 政府性基金收入	34.33	34.32
1、国有土地使用权出让金收入	23.79	23.45
2、国有土地收益基金	0.68	0.34
3、农业土地开发资金		0.04
4、新增建设用地有偿使用费		
5、其他政府性基金收入	9.78	5.76
6、上年结余及调入资金		4.73
(四) 预算外收入	0.37	0.44
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	78.01	80.77

资料来源：海盐县财政局

(2) 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2016年底，海盐县地方政府债务中直接债务余额29.04亿元，担保债务余额53.16

亿元。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68.86%，较2015年上升13.57个百分点，但仍处于合理水平。

表3 截至2016年底海盐县地方政府债务余额表（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
(一) 直接债务余额	290406	(一) 地方一般预算本级收入	351779
1、外国政府贷款		1、税收收入	313530
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	38249
3、国债转贷基金		(二) 转移支付和补助收入	108298
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	38872
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	59046

6、粮食企业亏损挂账		3、税收返还收入	10380
7、国内金融机构借款		(三) 政府性基金收入	343191
8、债券融资	290406	1、国有土地使用权出让金收入	234529
9、向单位、个人借款		2、国有土地收益基金	3449
10、拖欠工资和工程款		3、农业土地开发资金	413
11、其他		4、新增建设用地的有偿使用费	
(二) 或有负债余额	531573	(四) 预算外财政专户收入	4422
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	435573		
4、政府担保的融资平台债券融资	96000		
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%	556192.5	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	807690
地方政府债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			68.86%

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保障。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为海盐县人民政府。截至 2016 年底，公司注册资本 5.40 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至 2016 年底，公司共有员工 1505 人，

其中本科及以上学历 279 人，占 18.53%，大专学历 375 人，占 24.92%，高中及中专学历 815 人，占 54.15%。

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化，公司员工素质能满足公司目前经营需要。

3. 政府支持

公司作为海盐县基础设施项目投融资的唯一主体，跟踪期内获得政府在增加资本公积注入、财政补贴等方面给予了大力支持。

资本公积

2016 年，海盐县政府通过股权划拨、国有资产注入、财政拨款等多种方式给予公司支持，计入公司资本公积。

表 4 2015~2016 年公司资本公积主要变动 (单位: 万元)

2015 年		
股权划拨	子公司股权转让	15679.00
土地划拨	子公司土地使用权证注销	-3893.41
资金支持	政府拨款	46317.68
	政府债务置换资金	103007.00
合计		161110.27
2016 年		
国有房产、资产	子公司股权划出	-11428.40
	政府房产划入	11844.14

土地划拨	子公司土地使用权证注销	-57181.13
资金支持	政府拨款	5509.92
	政府债务置换资金	174500.00
专项应付款转入	已完工基础设施转入	6209.24
合计		129453.77

资料来源：公司审计报告。

财政补贴

由于公司所投资的项目多为公益性或半公益性项目，项目盈利能力较差，海盐县财政局每年给予公司一定的财政补贴。2016年度公司获得别贴收入6.50亿元，计入营业外收入。

跟踪期内，公司持续得到来自政府财政资金和的支持，对于公司可持续经营发展形成有力的保障。

4. 企业信用记录

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2017年4月11日，公司存在7笔关注类贷款（已全部结清），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。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化，管理体制执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入构成未发生变化，仍以土地开发收入、安置房销售收入、产品销售收入以及水务收入（自来水费和污水处理费收入）为主。

2016年公司主营业务收入12.26亿元，较2015年有所增长，主要系安置房和产品销售收入的增长。同期土地开发收入下降，主要是2016年公司土地拆迁成本未结算，部分出让土地未确认收入；污水处理费收入和自来水费收入规模较为稳定；保安服务费收入略有下降；旅游景点收入、公交运输收入等其余板块收入均占比较小。

2016年，公司主营业务毛利率为-7.38%，较2015年大幅下降，主要系安置房和产品销售成本增长幅度大于销售收入增长所致。公司安置房业务属于公益性业务，销售单价低于建造成本，毛利率长期较低，2016年该业务收入占比大幅增长，导致2016年公司主营业务毛利率大幅下降。

表5 2014~2016年公司主营业务收入及毛利率情况（万元、%）

业务类别	2014年			2015年			2016年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发	22828.53	26.89	19.94	33435.54	30.57	34.20	14801.35	12.07	50.12
安置房销售	15425.58	18.17	-46.90	21585.61	19.74	-40.06	46306.67	37.78	-45.20
产品销售	16245.54	19.14	8.70	22861.71	20.90	6.17	27311.31	22.28	2.25
污水处理费	7895.38	9.30	16.76	7463.25	6.82	3.31	8149.19	6.65	-6.63
自来水费	6189.99	7.29	4.05	6200.21	5.67	3.38	6690.99	5.46	2.97
旅游景点	1369.29	1.61	44.04	1196.46	1.09	31.17	1209.74	0.99	30.07
公交运输	3024.43	3.56	-83.38	2864.41	2.62	-78.34	2538.14	2.07	-128.79

检测费	1012.88	1.19	57.31	3227.59	2.95	65.47	4695.03	3.83	57.17
保安服务	--	-	-	6362.31	5.82	39.86	6014.54	1.07	21.31
项目回购	7330.94	8.63	11.89	--	--	--	--	--	--
其他	3575.48	4.21	45.35	4170.83	3.81	43.13	4865.22	7.81	-12.12
合计	84898.05	100	1.72	109367.93	100	8.44	122582.18	100	-7.38

资料来源：公司审计报告。

2. 经营分析

土地开发

公司受海盐县政府委托，利用自筹资金对市重点项目规划控制范围内土地进行整理，由海盐县国土局招、拍、挂出让，所得上交海盐县财政局；财政局将征收、熟化土地的前期开发费用（土地整治成本）以及净收益（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%拨付给公司；当年土地出让后，公司按收到回款确认收入并结转成本。实际情况中，2016年每期土地出让总价均远高于返还总额，主要系拆迁等土地开发成本难以确认以及财政资金拨付滞后，受此影响，公司土地开发回款具有一定滞后性。

2016年，公司收到土地开发回款1.48亿元；毛利率50.12%，跟踪期毛利率增长较快主要是土地出让单价上升所致。

表6 2015~2016年公司土地出让情况

(单位：亩、万元)

年份	地块位置	土地面积	土地总价	返还
2015年	东段围垦土地	2829	62607	28398
	电信局东侧	68	18196	5038
合计		2897	80803	33436
2016年	恒大北侧	61	30384	5753
	恒大北侧	89	51180	9049
合计		150	81564	14802

资料来源：公司提供

水务处理

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，经营主体为海盐县水务投资集团有限公司（以下简称“水投公司”）。

在供水方面，水投公司承担着海盐区域内全县五镇四街道所有的供水业务，在当地市场具有专营优势；在污水处理方面，水投公司受政府委托实施行政区域内的污水收集处理，是海盐县唯一的污水收集处理公司。

海盐县城乡供水水源为境内海盐塘及千亩荡应急水源地，应急备用蓄水容量180万立方米，保障日供水30万吨。应急水源地建设资金来自上级补助及自筹，项目法人海盐县三地自来水有限公司（为水投公司子公司），2012年专门由水投公司投资成立了海盐县千亩荡水源保护工程建设投资有限公司，负责该项目的建设。

2016年公司实现水务总收入1.48亿元，同比增长8.61%；跟踪期污水处理毛利率大幅下降至-6.63%，同比下降9.94个百分点，主要由于污水管网陆续完工转固定资产，导致折旧费用上升，同时污水管网延伸至农户，造成网管成本增加。

表7 2015~2016年公司水务经营情况

(单位：万吨/日、万吨、%)

业务类型	2015年	2016年
供水能力	21.00	21.00
自来水销量	3283.81	3429.89
供水业务毛利率	3.38	2.97
污水处理能力	21.40	21.40
污水处理量	3007.00	3446.00
污水处理毛利率	3.31	-6.63

资料来源：公司提供。

跟踪期内海盐县自来水价格和污水处理价格变动不大，目前海盐居民用水价格1.80元/

吨，在嘉兴地区处于中上水平。同时，公司目前仍在不断拓展供水污水管网并扩大产能，由县城和乡镇扩大到乡范围，有一定的投资压力。

表 8 2015~2016 海盐县供水和污水处理费价格情况
(单位: 元/吨)

类别	2015 年		2016 年	
	水费	污水处理费	水费	污水处理费
民用水	1.35/ 1.8	0.80/ 0.9	1.7-3.3 /1.8	0.9
工业用水	1.90/ 2.4	2	2.4	2-2.8
营业用水	1.90/ 2.4	2	2.4	2
行政事业	1.85/ 2.35	2	2.35	2

表 9 2016 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 2016 年底投资额	工程进度
污水管线工程	43257.94	37906.36	完成工程总量 87.63% 左右
供水管网工程	40011.37	4101.87	二级管网正在实施, 已完工 10.25% 左右
千亩荡水源保护工程	16800.00	13142.00	完成工程总量 78.23%
总计	100069.31	55150.23	--

资料来源: 公司提供

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。公司该项业务的记账方式为, 项目投入计入“在建工程”, 项目完工后转入“存货-开发产品”。2016 年, 公司实现安置房销售 4.63 亿元, 同比增加 2.47 亿元; 毛利率为-45.20%, 同比下降 5.14 个百分点, 公司毛利率持续为负, 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。

截至 2016 年底, 公司完成安置房项目共计用地 188.06 万平方米、建筑面积 261.97 万平方米、安置房 17784 套, 共计产生建造成本 42.90 亿元, 共计已确认收入 27.86 亿元。

特行用水	3.00/ 5	2.4	5	2.4
------	------------	-----	---	-----

数据来源: 公司提供

公司污水处理费与污水处理量、单价不匹配的原因主要由于: (1)污水处理费在基准价基础上, 对有害污染物按实测值分档加成收费。(2)城区工厂污水处理费以安装污水表计量收费, 对新纳入污水管网的乡镇工厂, 以捆绑方式收取污水处理费 (即以自来水使用量×污水处理费单价收取污水处理费)。

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。2016 年底, 公司水务在建工程总投资合计 10.01 亿元, 已投资合计 5.52 亿元, 公司共获得水务处理专项补助 1.97 亿元, 计入资本公积。

截至 2016 年底, 公司共有在建安置房 2.76

万平方米 (217 套), 主要为长安景苑安置房小区工程; 在建安置房预计将在未来 1 年内逐步建成出售, 总投资 1.25 亿元, 已投资 1.04 亿元, 该部分安置房暂计入在建工程, 后期随其他安置房项目一并计入存货-开发成本。

基础设施代建

公司公共基础设施建设项目包括交通道路和海塘等公益类设施。公司该项业务的记账方式为, 项目投入计入“在建工程”, 项目完工后, 政府明确进行回购的基建项目转入“存货”, 未明确进行回购的项目转入“其他非流动资产”, 2016 年底公司基建项目集中于在建工程及其他非流动资产科目, 合计 48.85 亿元。

项目资金平衡方面, 项目资金主要来源于计入专项应付款的资金、计入营业外收入以及资本

公积中的补贴资金、公司自有资金以及外部融资。其中公司不定期收到政府支付的项目回款，公司将收到部分资金计入“专项应付款”，待其他非流动资产中的基建项目转出时，一并冲减“专项应付款”，2016年底公司专项应付款合计37.40亿元。

另外，政府针对公司安置房项目的亏损以及基础设施建设项目的回款，2016年以财政补贴的名义向公司拨付资金，计入公司营业外收入6.50亿元以及资本公积中的政府拨款0.55亿元，政府财政补贴文件中并未对安置房项目及基建项目做出明确区分。

截至2016年底，公司在建基础设施建设项目59项，全部基础设施建设在建工程总投资额83.08亿元，已投资25.04亿元，未来尚需投资58.04亿元。公司在建工程项目较多，金额较大，公司未来的投资支出较大，公司将面临一定的资金压力。

表10 2016年底公司前十名在建工程（单位：万元）

在建工程项目	2016年
杭平申线航道改造工程海盐段工程	47586.36
杭平申线海塘支线	17073.07
袁花公路工程	23801.48
东门好邻居168	15152.64
海盐智能制造创新中心一期	14950.69
创业创新园二期标准厂房工程	17797.51
污水管网工程	37906.36
千亩水荡水保护工程	18440.78
黄沙坞围垦工程	20750.98
南北湖景区改造工程	15032.59
总计	228492.46

资料来源：公司审计报告。

产品销售及其他

产品销售业务板块经营主体为子公司海盐县医药有限公司。2016年公司实现产品销售2.73亿元，其中药品销售占69.01%，粮食销售占30.99%，产品销售占主营业务总比达22.28%，毛利率2.25%。

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

公司公交、旅游景点、保安服务收入、检测费收入及其他收入规模及盈利情况较为稳定，对公司整体利润形成较好补充。

5. 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。土地整理方面将重点开发山水六旗周边滨海新城的土地整理；安置房业务规模将减少，未来以去库存为主；公司水务业务已经进入稳定收益期，未来水务对原有老旧管网进行提升改造，供水管网建设投资将继续加大。

八、财务分析

公司提供的2016年度财务报表，该财务报告经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。

从合并范围来看，截至2016年底，公司纳入合并范围的子公司共计65家，其中一级子公司17家。2016年公司新增子公司2家，减少子公司4家。新增公司总体规模较小，公司合并范围变动对财务可比性影响小。

截至2016年底，公司合并资产总额355.92亿元，所有者权益129.17亿元。2016年公司实现营业收入12.94亿元，利润总额0.54亿元。

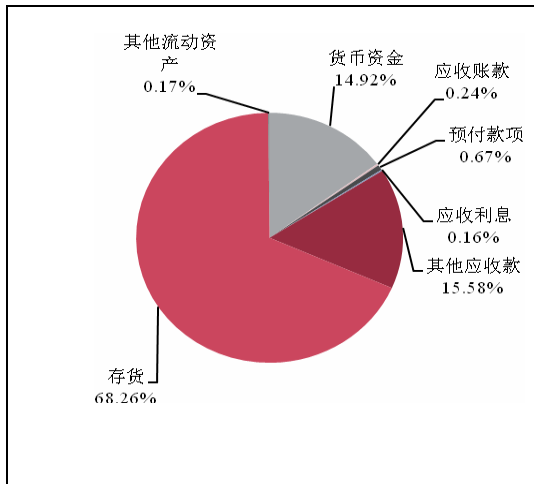
1. 资产质量

资产

截至2016年底，公司资产总额355.92亿元，同比增长19.44%，公司资产结构中流动资产占比为75.61%，同比上涨2.21个百分点。

截至2016年底，公司流动资产269.11亿元，同比增长23.04%，流动资产以货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货为主。

图1 截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告。

截至2016年底，公司货币资金40.14亿元，同比增长49.39%，银行存款占比为超过99.99%，另有少量库存现金。

截至2016年底，公司应收账款余额0.65亿元，同比减少1.03%，公司应收账款大部分为对当地国有企业及事业单位的应收款项，回收风险较小。

截至2016年底，公司预付账款1.81亿元，同比增长12.41%，主要内容为尚未结算的工程款及预付拆迁款。

公司其他应收款主要为和当地政府部门及建设投资公司的往来款，占流动资产比重较大。2016年底，公司其他应收款合计41.93亿元，同比增长33.72%；公司应收账款前五名余额合计25.56亿元，占比合计60.63%。

表11 2016年底公司其他应收款前五名情况

(单位：亿元、%)

单位	余额	占比
海盐开发区管委会财政局	6.05	14.36
海盐县新城建设投资有限公司	5.96	14.14
海盐县体育局	5.21	12.36
海盐县财政局	4.28	10.16
海盐县两新建设投资有限公司	40.50	9.61
合计	25.56	60.63

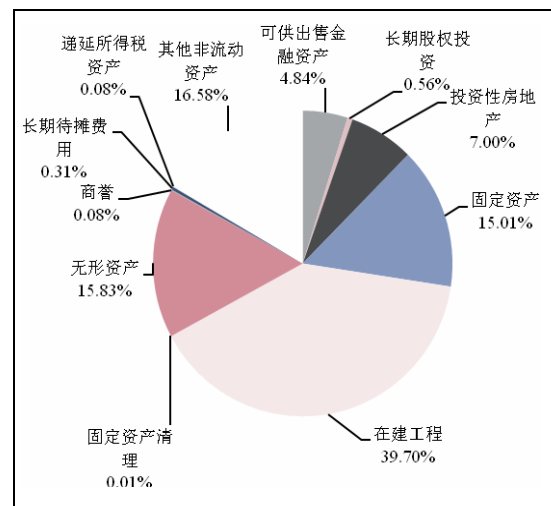
资料来源：公司审计报告。

截至2016年底，公司存货183.68亿元，同比增长16.23%，主要系开发成本增长所致。

2016年底公司存货主要由开发成本和开发产品构成，其中开发成本合计161.82亿元，主要为公司土地整理成本及安置房建设产生的各项成本；开发产品合计19.87亿元，主要为医药农业贸易板块的存货。

截至2016年底，公司非流动资产86.81亿元，同比增长9.52%，主要构成见下图。

图2 2016年底公司非流动资产主要构成



资料来源：公司审计报告。

截至2016年底，公司可供出售金融资产4.20亿元，主要为公司持有的浙江杭浦高速公路有限公司、嘉兴市加绍高速公路投资开发有限公司以及嘉兴市联合污水处理有限责任公司等公司的股权投资。

截至2016年底，公司投资性房地产6.08亿元，同比增长17.83%，全部为房屋及建筑物，同比快速增长系海盐县房地产管理局将其直管公房中有权证办理条件的部分营业用房无偿划入公司，评估入账价值为1.18亿元。

截至2016年底，公司固定资产13.03亿元，同比增长6.16%。2016年底公司固定资产主要由房屋建筑物及各营业板块运营所需的各类设备组成，其中房屋建筑物合计7.74亿元，各类设备合计5.00亿元；2016年增长主要系公司外购固定资产及在建工程转入所致。

截至2016年底，公司在建工程34.46亿元，同比增长27.85%。公司各板块投入均先计入在建工程，完工结转后转入相应科目，2016年底

公司在建工程主要包括道路桥梁等基础设施建设工程的投入。

截至2016年底，公司无形资产13.75亿元，同比减少2.28%，主要由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构成。截至2016年底，公司土地使用权合计55.64亿元（含存货41.90亿元及无形资产13.74亿元），其中已抵押部分为8.66亿元，抵押比率为15.56%，抵押比率较低。

截至2016年底，公司其他非流动资产14.39亿元，同比减少7.68%，主要系基建工程完工划出冲减及资产摊销。公司将“在建工程”中海盐县政府未明确进行回购的公路、防洪工程和海塘等资产及无收益的市政资产转入“其他非流动资产”。

跟踪期内，公司资产规模快速增长，但公司其他应收款、存货占比大，资产流动性受到一定影响，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益129.17亿元，同比增长11.41%，其中实收资本、资本公积和未分配利润的占比分别为4.18%、88.68%和6.80%。跟踪期内，公司实收资本无变化。

截至2016年底，公司资本公积114.55亿元，同比净增长12.76亿元，当期增加19.81亿元，主要系海盐县政府在资产、资金注入方面对公司的大力支持，当期减少7.04亿元，主要系公司当期注销土地使用权证5.72亿元以及资产划出导致的资本公积减少1.14亿元。

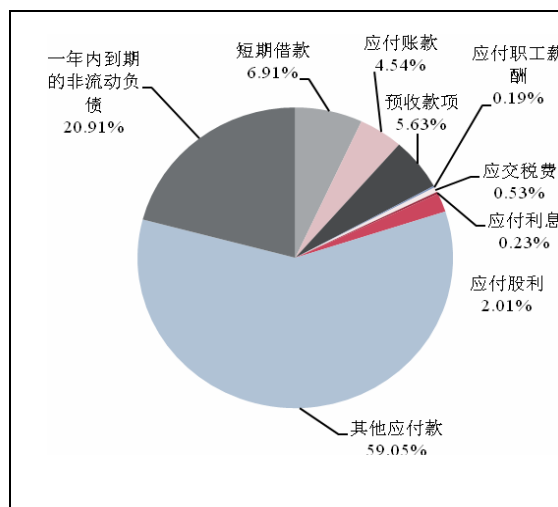
跟踪期内，公司所有者权益持续增长，稳定性一般。

负债

截至2016年，公司负债总额226.76亿元，同比增长24.56%，其中非流动负债占72.78%，公司负债以非流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债61.72亿元，同比增长5.23%，主要构成见下图。

图3 2016年底公司流动负债主要构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司短期借款4.27亿元，同比减少3.62%，其中信用借款1.43亿元、保证借款0.84亿元，抵押、质押等借款2.00亿元。

截至2016年底，公司应付账款2.80亿元，同比减少23.32%，主要为应付施工单位的工程款；账龄在1年以内的占23.32%，1~2年的占43.80%，2~3年的占1.61%，3年以上的占31.27%。

截至2016年底，公司预收账款3.48亿元，同比增长40.01%，主要系预收代建工程款以及房屋预售款增加所致。

截至2016年底，其他应付款36.45亿元，同比增长13.36%，公司其他应付款主要为当地单位之间的往来款和拆借款，前五名合计18.71亿元，占总额的51.35%；账龄在1年以内占53.43%，1~2年占16.03%，2~3年的占7.36%，3年以上的占23.18%。

表12 2016年底公司其他应付款前五名情况

(单位：亿元、%)

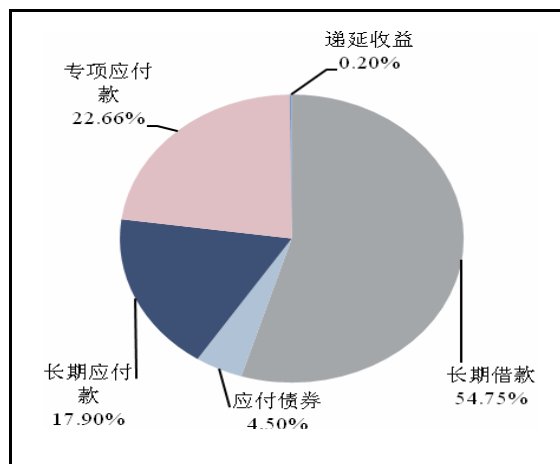
单位	余额	占比
海盐县海诚新农村综合开发投资有限公司	4.89	13.42
海盐县渔人码头文化旅游开发有限公司	4.65	12.75
海盐县海诚水利建设有限公司	3.32	9.12
海盐县杭州湾新市镇建设有限公司	3.03	8.32
海盐县财政局	2.82	7.74
合计	18.71	51.35

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司一年内到期的长期负债合计 12.91 亿元，主要为一年内到期的长期借款 10.51 亿元和“13 海盐债/PR 盐国资”2017 年应偿还部分本金 2.40 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 165.04 亿元，同比增长 33.75%，主要构成见下图。

图 4 2016 年底公司非流动负债主要构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司长期借款 90.35 亿元，同比增长 13.91%，长期借款中保证借款 59.26 亿元，各类抵押、质押借款合计 29.59 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券 7.42 亿元，全部为 13 年公司债券扣除一年内到期部分本息。

截至 2016 年底，公司长期应付款 29.53 亿元，同比增长 22.60 亿元。公司长期应付款主要为为政府债务置换未明确的和当地单位之间的往来款，前五名合计 28.05 亿元，占比合计 94.97%。

表 13 2016 年底公司长期应付款前五名情况

(单位：亿元、%)

单位	余额	占比	同比增长
海盐县财政局	14.95	50.61	14.18
海盐县新城建设投资有限公司	5.62	19.03	5.32
海盐城镇化新型建设投资有限公司	3.97	13.45	1.94
海盐县中欧产业园建设投资有限公司	2.47	8.36	1.05
海盐县水利建设投资有限公司	1.04	3.52	-0.46
合计	28.05	94.97	22.03

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司专项应付款 37.40 亿元，同比增长 52.73%，主要系公司 2016 年基础设施建设业务投入加大，对应收到政府拨付资金大幅增加。公司把收到政府不定期支付的基础设施项目资金暂计入专项应付款。

从债务指标来看，截至 2016 年底，公司全部债务 114.94 亿元，同比增长 4.28%，其中长期债务占比 97.77%。公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 43.08% 和 47.09%；公司资产负债率为 63.71%。

表 14 2016 年公司债务指标情况 (单位：%)

指标	2014 年	2015 年	2016 年
长期债务资本化比率	47.65	44.13	43.08
全部债务资本化比率	52.20	48.74	47.09
资产负债率	62.96	61.09	63.71

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

跟踪期内，公司债务结构以长期债务为主，债务负担水平持续增长，但考虑到公司把收到部分项目资金计入专项应付款，公司实际债务负担将低于此水平。整体看，债务负担仍处于合理水平。

3. 盈利能力

2016 年，公司营业收入 12.94 亿元，毛利率为-7.38%，毛利率大幅下降主要系安置房销售收入成本倒挂且跟踪期内该收入在公司总收入中占比大幅增长。

2016 年，公司期间费用 4.83 亿元，同比增长 23.77%，增速高于营业收入和营业成本。跟踪期内公司经营范围持续扩大，子公司及员工数量持续增多，公司期间费用中管理费用的总额及占比持续增长，导致期间费用持续快速增长；公司期间费用率为 37.33%，公司期间费用对利润形成一定程度的侵蚀。

2016 年，公司营业外收入 6.59 亿元，主要为政府补助。同期公司实现利润总额 0.54 亿元，公司利润对政府补助依赖性强。

从盈利指标来看，2016 年，受持续亏损规模较大的安置房销售收入占比大幅提升的影响，公司营业利润率下滑严重；公司总资本收

益率和净资产收益率存在较大波动，净资产收益率有所下滑。

表15 2015~2016年公司盈利指标情况(单位: %)

指标	2015年	2016年
营业利润率	7.19	-9.28
总资本收益率	1.15	0.96
净资产收益率	0.80	0.39

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

跟踪期内, 公司营业收入保持增长, 期间费用对公司利润形成较大侵蚀, 利润对政府补助依赖性强, 公司整体业务盈利能力弱。

4. 现金流

2016年公司经营活动现金流入59.70亿元, 主要为以往来款为主的收到其他与经营活动有关的现金; 现金收入比105.25%, 公司实际经营活动获现情况一般。2016年, 公司经营活动现金流出83.10亿元, 主要为支付项目款项以及往来款。公司承建大量基础设施建设项目, 现金支出需求较大, 经营活动现金净流量持续为负, 2016年净额-23.40亿元。

2016年公司投资活动现金流入0.04亿元, 主要是处置固定资产及子公司等收回的现金; 公司投资活动现金流出8.91亿元, 主要系公司购置无形资产、固定资产和其他非流动资产支付的现金。公司投资活动净现金流-8.87亿元。

2016年, 公司筹资活动前现金净流量-32.27亿元, 公司存在较大的对外融资需求。

2016年公司筹资活动现金流入113.53亿元, 主要为借款所收到的现金以及公司收到的建设项目政府性拨款及补贴资金; 同期, 公司筹资活动现金流出69.52亿元, 主要为偿还债务、支付利息等支付的现金。公司筹资活动现金流量净额为44.01亿元。

跟踪期内, 公司经营活动获现能力一般, 且随着未来公司业务规模的扩大, 公司对外融资压力大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看, 跟踪期内, 公司流动比率、速动比率均快速增长; 同期公司经营现金流动负债比为负值, 公司经营性现金净流量短期债务没有保障能力, 考虑到公司现金类资产较为充裕, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看, 2016年公司EBITDA增长快于全部债务的增长, 公司全部债务/EBITDA呈下降趋势, 公司EBITDA对全部债务的保障能力差。考虑到公司未明确回购的基础设施项目每年摊销成本较大, 政府对此每年拨付补助资金, 公司实际EBITDA较大, 对全部债务的保障能力有所改善。

表16 2015~2016年公司偿债能力指标情况

(单位: %)

指标	2015年	2016年
流动比率	372.90	436.02
速动比率	103.45	138.41
经营现金流动负债比	-11.17	-37.91
EBITDA	5.32	4.94
全部债务/EBITDA	20.70	23.28

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

截至2017年3月底, 公司共获得各金融机构授信总额160.06亿元, 已使用额度为134.61亿元, 剩余额度为25.45亿元, 公司间接融资渠道较为通畅。

6. 对外担保

截至2017年3月底, 公司对外担保合计30.52亿元, 担保比率为23.63% (2017年3月底对外担保总额/2016年底所有者权益), 被担保企业均为平台公司或国有企事业单位, 经营情况良好, 公司或有负债风险较小。

表17 截至2017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	2650	2014.9.30-2017.10.24

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	40000	2014.12-2024.12
海盐县两新建设投资有限公司	260000	2010.12.20-2025.12.19
合计	305150	--

资料来源：企业提供

八、存续期内债券偿债能力分析

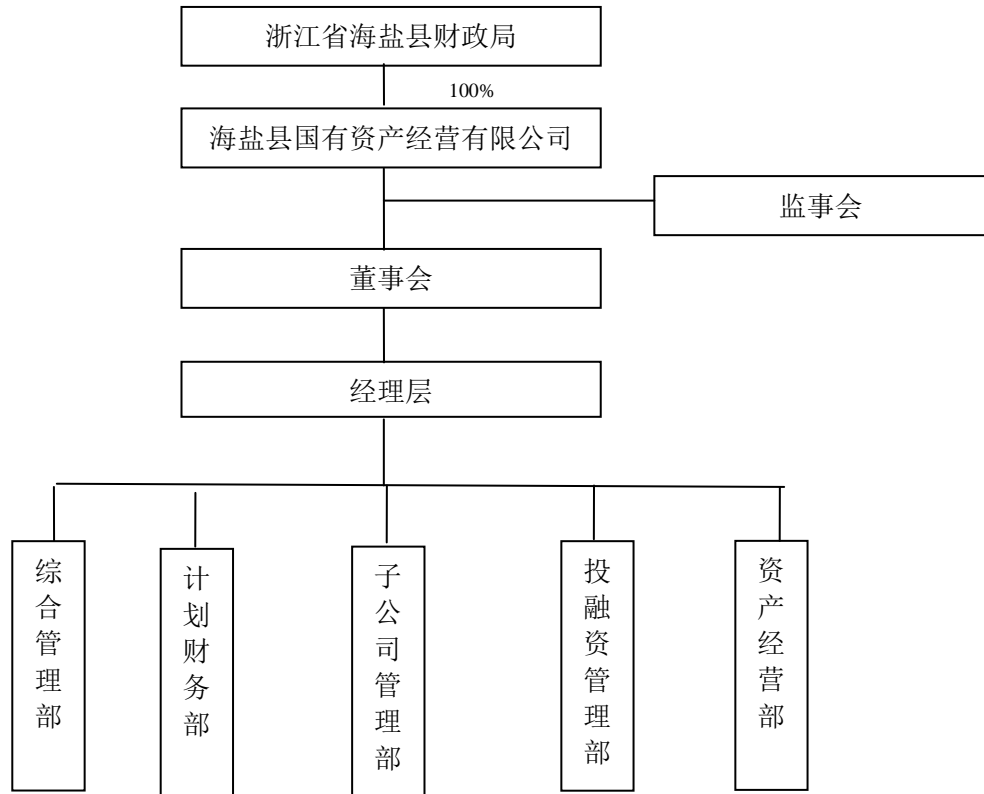
截至本报告出具日，公司存续债券余额 9.60 亿元。2016 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为债券余额的 6.22 倍和-2.44 倍。截至 2016 年底，公司 EBITDA 为债券余额 0.51 倍。由于该债权设置分期提前偿还条款，公司 EBITDA 对分期偿还额度（2.4 亿元）的覆盖倍数为 2.06 倍，经营活动现金流入量对分期偿还额度的覆盖倍数为 24.88 倍，公司经营活动现金流入量对存续债券本金偿还的保障能力强。

“13海盐债/PR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。

九、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“13海盐债/PR盐国资”的信用等级为AAA。

附件 1 公司股权结构及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	19.87	26.88	40.14
资产总额(亿元)	262.85	297.98	355.92
所有者权益(亿元)	97.37	115.94	129.17
短期债务(亿元)	17.70	18.64	17.17
长期债务(亿元)	88.61	91.59	97.77
全部债务(亿元)	106.31	110.23	114.94
营业收入(亿元)	9.16	11.61	12.94
利润总额(亿元)	0.87	0.95	0.54
EBITDA(亿元)	3.73	5.32	4.94
经营性净现金流(亿元)	-29.81	-6.55	-23.40
财务指标			
销售债权周转次数(次)	25.64	22.61	19.60
存货周转次数(次)	0.07	0.07	0.08
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.04
现金收入比(%)	118.04	92.50	105.25
营业利润率(%)	3.53	7.19	-9.28
总资本收益率(%)	0.93	1.15	0.96
净资产收益率(%)	0.84	0.80	0.39
长期债务资本化比率(%)	47.65	44.13	43.08
全部债务资本化比率(%)	52.20	48.74	47.09
资产负债率(%)	62.96	61.09	63.71
流动比率(%)	357.20	372.90	436.02
速动比率(%)	102.53	103.45	138.41
经营现金流动负债比(%)	-57.17	-11.17	-37.91
全部债务/EBITDA(倍)	28.54	20.70	23.28

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业成本/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业成本/平均资产总额
现金比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务×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	(营业收入-营业成本-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	
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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。