

信用等级公告

联合[2009] 055 号

联合资信评估有限公司通过对海盐县国有资产经营有限公司
2009 年度 10 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

海盐县国有资产经营有限公司
2009 年度 10 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年二月九日



海盐县国有资产经营有限公司

2009年度10亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: A⁺

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA

本期公司债券发行额度: 10 亿元

本期公司债券发行期限: 7 年

评级时间: 2009 年 2 月 9 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 6 月
资产总额(亿元)	24.76	37.00	52.93	91.26
所有者权益(亿元)	12.71	20.57	32.29	65.49
长期债务(亿元)	6.71	10.97	13.09	18.37
全部债务(亿元)	7.78	10.99	15.02	19.55
主营业务收入(亿元)	0.73	2.13	2.21	0.67
净利润(亿元)	0.73	0.56	0.98	0.67
EBITDA(亿元)	1.13	1.19	1.70	-
主营业务利润率(%)	43.60	12.54	21.55	31.00
净资产收益率(%)	5.77	2.73	3.04	--
资产负债率(%)	48.67	44.39	38.99	28.24
全部债务资本化比率(%)	37.96	34.82	31.74	22.99
流动比率(%)	174.13	266.26	234.07	808.22
全部债务/EBITDA(倍)	6.89	9.21	8.86	-
EBITDA 利息倍数(倍)	8.83	10.47	13.66	-
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.11	0.12	0.17	-

分析师

陈静 010-85679696-8813

chenjing@lianheratings.com.cn

黄竞 010-85679696-8875

huangjing@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对海盐县国有资产经营有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为海盐县基础设施建设的投融资平台,在地方财政资金支持及经营性资产注入等方面的显著优势。联合资信同时也关注到公司项目建设周期长、投资额大,以及区域经济总量相对较小等因素对公司经营与发展的不利影响。

虽然公司大规模的投资支出将增大其债务压力,但随着公司主业盈利能力的不断提高以及财政资金的持续支持,公司整体偿债能力有望逐步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

2009年10亿元公司债券(以下简称“本期债券”)采用土地使用权抵押担保方式,封闭式偿债基金专户的设置对本期债券本息的偿还具备较强的保障能力。总体看,本期债券到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 公司是海盐县唯一的基础设施建设和投资主体,具备地区垄断经营优势。
2. 海盐县政府在资产注入、项目资本金投入、贷款本息偿还等方面给予了公司大力支持。
3. 公司实际债务负担较轻,存在一定的融资空间。

关注

1. 公司从事的基础设施建设项目中公益类项目较多,建设周期长,资金需求量较大,市场化程度低,盈利能力弱。
2. 作为地方性投资企业,公司投资与经营主要取决于政府决策,对政府依赖程度较高。

信用评级报告声明

- 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（海盐国资）构成委托关系外，联合资信、评估人员与海盐国资不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 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，未因海盐国资和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由海盐国资提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 海盐国资 2009 年度 10 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“海盐国资”）系经海盐县人民政府“【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，注册资本为30807.19万元。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、建设与经营平台。

公司下设综合管理部、计划财务部、投融资管理部、资产经营部、子公司管理部等5个职能部门，截至2008年6月底，公司拥有15家子公司，其中主要的全资子公司11家（详见附件2）。

截至2007年底，公司（合并）资产总额为529161.10万元，所有者权益322894.19万元；2007年实现主营业务收入22079.48万元，利润总额9863.45万元；经营活动产生的现金流量净额5720.40万元，现金及现金等价物净增加额6770.25万元。

截至2008年6月底，公司（合并）资产总额912625.57万元，所有者权益654859.75万元；2008年1~6月实现主营业务收入6689.51万元，利润总额8639.41万元；经营活动产生的现金流量净额-13032.12万元，现金及现金等价物净增加额31850.60万元。

公司注册地址：海盐县武原镇朝阳西路97号；法定代表人：祝更新。

二、本期债券及投资项目情况

1. 本期债券概况

公司计划于2008年发行10亿元7年期的人民币债券（以下简称“本期债券”），本期债券利息采用固定利率，按年计息，不计复利。本

期债券由公司全资下属子公司合法拥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（海盐县政府将在债券存续期内提供15.6亿元财政补贴支持）建立封闭式偿债基金，用于本期债券的偿还。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金10亿元人民币，将全部用于污水处理及水务项目和城市基础设施建设项目。各子项目情况见表1。

表1 债券募集资金投向

项目名称	投资总额（亿元）	债券额度/投资总额
嘉兴市海盐东段围涂工程	7.73	48.57%
海盐县滨海新城安居工程	5.06	
海盐县城乡供水一期工程	3.96	
海盐县污水管网工程	3.84	
合计	20.59	

数据来源：公司提供

(1)嘉兴市海盐东段围涂工程

该项目已经浙江省发展与改革委员会“浙发改农经【2006】513号”和“浙发改设计【2007】116号”文件批准。该项目建设范围为海盐县武原镇滨海东路至郑家埭的杭州湾滩地。工程主要由主围堤、大桥段围堤、3条隔堤、排涝闸、围区配套工程等建筑物组成，围涂面积13,500亩，堤线总长10.58公里。截至2008年9月底，吹填土工程的一期基本完成，整治实施二期招标。累计完成投资2.18亿元。

根据可研报告，该项目投资回收期9.09年，财务内部收益率10.55%，累计财务净现值2405万元。该项目偿债资金来源于开发形成土地出让金收入。

该项目将为嘉兴滨海新区临港工业发展和港区建设提供良好的土地资源和岸线资源，促进浙北地区的经济发展。

(2)海盐县滨海新城安居工程

该项目已经得到海盐县发展和改革局“盐发改投【2007】50号”和“盐发改投【2007】

110 号”文件的批准。项目建设范围包括海风苑安置小区、海景苑安置小区。工程总占地面积 130988 平方米,总建筑面积 174030 平方米,建造住宅 1305 套。其中:海风苑占地面积 63365 平方米,建筑面积 86990 平方米,住宅 625 套;海景苑占地面积 67623 平方米,建筑面积 87040 平方米,住宅 680 套。截至 2008 年 9 月底,已完成前期工作及海风苑安置小区的基础,累计完成投资 1.07 亿元。

根据可研报告,该项目投资回收期 4 年。该项目偿债资金来源为房屋销售结算收入,项目自身实现收支平衡。

该项目建成后将确保滨海新城开发建设项目的顺利实施。

(3) 海盐县城乡供水一期工程

该项目已经浙江省发展与改革委员会“浙发改农经【2007】240 号”和“浙发改设计【2007】89 号”文件批准。项目建设内容为:一期工程建设日供水能力 15 万立方米的水厂一座,配套建设 21 万立方米/日供水能力的管网 66 公里,供水范围覆盖整个海盐县域的城市、乡镇、开发区以及风景区。截至 2008 年 9 月底,已完成前期土地征迁工作和桩基础工程等,累计完成投资 0.63 亿元。

根据可研报告,该项目投资回收期 12.14 年,财务内部收益率为 7.6%,财务净现值 11926 元。项目偿债资金来源为财政补贴、管网基金收入和自来水收费收入。

项目建成后,将对海盐县城乡居民生产生活用水供水水质的改善,供水安全保障能力的提高,有着重要的意义。

(4) 海盐县污水管网工程

该项目为嘉兴市污水处理工程的配套工程,包括海盐县西区、东片、南片、城区二期等子工程。项目具体情况见表 2。截至 2008 年 9 月底,西区、东片、南片的部分路段已开工建设,累计完成投资 0.61 亿元。

表 2 海盐县污水管网工程

子项目名称	批准文号	投资金额 (万元)	工程内容
西片子工程	浙计投资【2004】80 号、浙发改设计【2004】197 号	15366.19	雨污分流制,管网收集污水进入泵站内的集水池,经提升后排入嘉兴市污水系统
城区二期子工程	盐计资【2005】101 号、盐发改投【2005】109 号	3974	
东片子工程	盐发改投【2006】118 号、盐发改投【2006】158 号	10957	
南片子工程	盐发改投【2006】106 号、盐发改投【2008】39 号	8050	
合计		38347.19	

数据来源:公司提供

根据可研报告,该项目投资回收期 11.68 年,财务内部收益率为 6.08%,财务净现值 11202 元。项目偿债资金来源为财政补贴、管网基金收入和污水处理费收费收入。

该项目是太湖流域水污染治理嘉兴市域的重要组成部分,项目建成后,将对海盐县水环境质量的改善,供水安全保障能力的提高,有着重要的意义。

三、行业分析

城市基础设施是国民经济持续发展的重要物质基础,对于促进国民经济及地区经济健康发展、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有着积极的作用,其发展一直受到中央和各地方政府的高度重视,并得到了国家产业政策的重点扶持。

中国是世界上最大的发展中国家,基础设施还比较薄弱,因此,扩大基础设施投资建设是国家积极财政政策的直接作用对象。自 1998 年以来,中央政府逐年增加基础设施建设投入,特别是增加基础设施建设的资金供给规模,对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，积极支持当地基础设施的投资建设。

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。原国家体改办《1998年建设事业体制改革工作要点》规定的出台为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道，为全面引入市场竞争机制，构建市场经济下的城市基础设施建设体制奠定了基础，全国各地城市建设由此出现了全面建设、提高和完善城市功能的新局面。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了“国务院关于投资体制改革的决定”。决定明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使；进一步拓宽企业投资项目的融资渠道，逐步建立起多种募集方式、相互补充的多层次资本市场；放宽社会资本的投资领域，鼓励和引导社会资本以独资、合资、合作、联营、项目融资等方式，参与经营性的公益事业、基础设施项目建设；规范政府投资行为，加强和改善投资的宏观调控，加强和改进投资的监督管理，最终建立起市场引导投资、企业自主决策、银行独立审贷、融资方式多样、中介服务规范、宏观调控有效的新型投资体制。

中国的政府性投资公司被明确为代表国家或地方政府专业从事固定资产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，目前国内大多数投资公司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政府性投资公司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。

整体看，投资体制改革加强了政府性投资公司的投资主体地位，落实了企业的投资决策

权，拓宽了企业的融资渠道，为企业构建完整的城市基础设施投融资体系提供了政策支撑。从城市基础设施建设的未来发展看，随着中国国民经济持续稳定快速发展，财政收入不断增长，国家及地方政府对城市基础设施建设的投资仍将保持快速增长的趋势，这也是城市发展的客观需要。

四、经营环境

目前公司经营与投资的项目均在海盐县。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

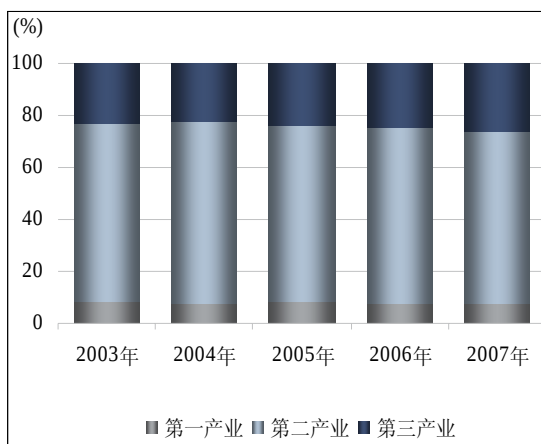
1. 经济概况

海盐县位于杭州湾北岸的杭嘉湖平原，地处嘉兴市域的东部。从空间位置关系看，海盐恰好位于上海、杭州和宁波三大区域中心城市的中心位置，地理位置优越，是环杭州湾地区唯一真正靠海而建的县级城市。海盐县处于上海经济区的腹地范围，受其发达经济的带动，自2003年以来，海盐县GDP保持较快增长，年均增幅达14.15%。2007年海盐县实现地区生产总值180.14亿元，比上年增长13.39%，其中：第一产业实现增加值13.97亿元，同比增长3.2%；第二产业实现增加值119.58亿元，同比增长8.9%；第三产业实现增加值46.59亿元，同比增长15.3%，三次产业结构比例由2006年的7.8：67.5：24.7调整为7.8：66.4：25.8。未来几年随着海盐县重点培育的旅游业等第三产业的进一步发展，第三产业增加值占比将有待进一步提高。

近年来，海盐县重视城市基础设施建设投资，全社会固定资产投资稳定增长，2007年海盐县共完成全社会固定资产投资额61.6亿元，比上年增长14.0%，其中：城市基础设施投资增长较快，全年完成投资总额8.6亿元，增长24.6%；全年完成房地产开发投资5.1亿元，增

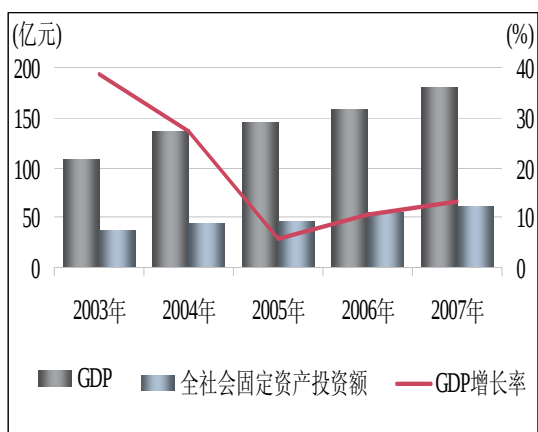
长 35.3%。

图 1 海盐县近年来生产总值构成



资料来源：海盐县统计局统计年鉴

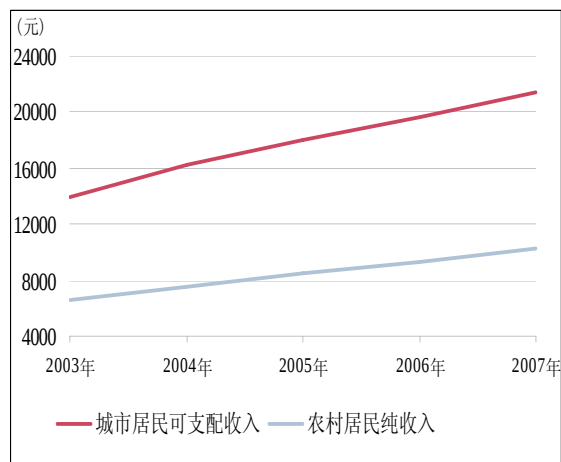
图 2 海盐县经济发展概况（单位：亿元）



资料来源：海盐县统计局统计年鉴

海盐县经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高。2007年海盐城镇居民人均可支配收入 21385 元，比上年增长 8.6%；农村居民人均可支配收入 10309 元，增长 11.6%。同期，全国城镇居民人均可支配收入 13786 元；农村居民人均纯收入 4140 元。可见，海盐县人均收入远远超出全国平均水平。收入水平的提高，提升了区域内居民对生活环境和品质的要求，从而带动了对城市基础设施建设和公用事业的更多、更高需求。

图 3 海盐县人均收入水平



资料来源：海盐县统计局统计年鉴

2. 未来发展规划

海盐县十二届人民代表大会第四次会议审议批准了《海盐县国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》，该《规划》指出，“十一五”期间，海盐坚持实施工业强县、滨海开发、开放带动、科教兴县、统筹发展五大战略，全力打造长三角地区的经济强县、杭州湾北岸的滨海新城、上海南翼的度假胜地、江南水乡的和谐福地，力争率先基本达到全面建设小康社会目标，为提前基本实现现代化打下坚实基础。预计“十一五”期间海盐县生产总值年均增长率13%，到2010年人均生产总值达到7000美元；“十一五”期间累计完成固定资产投资350亿元；第三产业增幅快于地区生产总值增幅，产业结构更趋合理，三次产业增加值比重将达到6: 66: 28，城市化水平达到54%。

城市规划方面，《规划》依据海岸线自然条件、产业和城市发展要求，科学规划岸线资源，合理划分港口、生活、旅游等功能区域，合理确定港口码头的功能定位，避免盲目建设和无序竞争。《规划》设计武原镇至大桥新区海岸线，建造万吨级海运码头，以公用码头为主，货主码头为辅，建设集装箱配套码头，积极发展港口仓储业、物流业和临港加工业；秦山至武原岸线，建造千吨级散货海运码头，实施“打通何家桥和宋塘桥航道，开挖白洋河港池”工

程，建设面向杭嘉湖，辐射长三角的“白洋河海河联运枢纽”，发挥区域性货物分流中转港作用。

城市基础设施方面，《规划》提出加快实施干线畅通工程和乡村康庄工程，形成一、二级公路通达全县各乡镇，通村公路全面达到等级化、标准化和路面高级化，形成内外衔接、城乡互通、方便快捷的公路交通网络；进一步完善全县客运站点体系和一、二级城乡公交网络，率先在浙江省基本实现交通现代化和城乡公交一体化；改造现有航道和建设内河港口，形成以若干内河干线航道为主的内河航道网和以地区中心港为中心的内河港口群，促进综合运输网逐步完善。

总体来看，在海盐经济持续保持稳步增长、居民收入水平快速提升、城市化进程不断加速以及海盐县“十一五”规划实施等有利形势下，联合资信认为，在未来几年内，海盐县基础设施和公用事业建设将拥有良好的发展前景。

五、基础素质

1. 区域财政实力

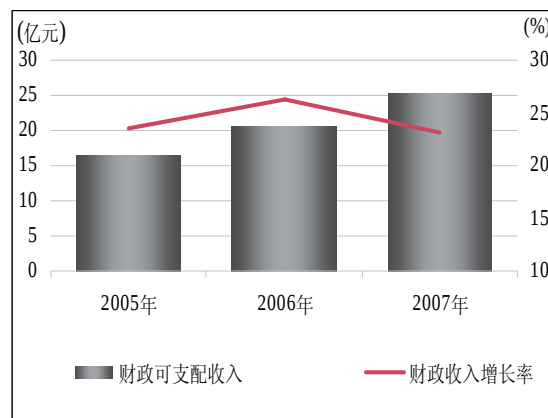
公司作为海盐县基础设施和公益事业建设投资的主要运作主体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的竞争实力。

近年来，海盐县经济的持续增长拉动了海盐县财政总收入和市地方财政收入的增加。2007 年海盐县财政总收入较 2006 年增长 23.8%，2007 年海盐县地方财政收入在财政总收入中占比 50.31%，未来几年，随着海盐县重点培育的旅游等第三产业的进一步发展，海盐县地方财政收入在财政总收入中占比有望进一步提高。

海盐县财政可支配的收入中除了地方财政收入外，还有基金收入、预算外收入以及核电增值税返还部分¹。2007 年海盐县可支配的财

政收入 25.44 亿元，县财政节余超出 1 亿元。联合资信认为，海盐县可支配财政收入的稳定增长为海盐县基础设施建设提供了可靠的资金支持 and 保障。

图 4 2005~2007 年海盐县财政收入情况



资料来源：公司提供。

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稳定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；但海盐县经济总量较小，对公司支持存在一定的限制。

2. 人员素质

公司本部高管人员情况

目前公司本部高管人员包括董事长和总经理、副总经理共 5 名。公司董事长兼总经理祝更新先生，现年 44 岁，会计师职称，本科学位，曾任海盐县财税局企业财务股办事员、副股长，海盐县财政局国有资产管理科科长，2006 年至今，历任公司董事长兼总经理；高层管理人员具有多年的管理经验，管理能力和管理水平较高。

公司本部员工情况

截至 2008 年 6 月底，公司本部在职人员 14 人，其中具有中、高级职称的人员占总人数的 21.43%。按文化程度分，大专及本科人员占

¹ 秦山核电站基地位于海盐县境内秦山，已投入运行的发电机组发电能力为 290 万千瓦。由于浙江省财政体制原因，核电站的增值税和企业所得税未列入海盐县县级财政收入统计口径，但浙江海盐县国有资产经营有限公司

省财政厅每年将核电增值税的 10% 返回结算给海盐县。2007 年核电增值税达 12.65 亿元，随着扩建工程的并网发电，预期核电增值税将达到 28 亿元。

71.43%，高中中专占28.57%。公司本部员工的整体文化素质较好。

下属企业的员工情况

截至2008年6月底公司下属重要的11家子公司共有505人，其中具有中、高级职称的人员占总人数的14.06%。按文化程度分，大专及以上学历人员占38.81%，高中及以下占61.19%。目前以下子公司的人员素质尚可，符合其所在行业人员需求的特征。

3. 政府支持

公司作为海盐县基础设施建设投融资的唯一平台，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。

资产注入

根据海盐县国有资产管理委员会盐国资委发“【2007】35号”文件，为建立水务集团型经营体系，决定将县政府直接持有的海盐县自来水公司国有股权无偿划入海盐县水处理投资发展有限公司。

根据海盐县人民政府“盐政发【2007】39号”文件，同意将嘉兴东段围涂工程形成的商业住宅用地8宗，面积为533333.6平方米（土地已经海盐县地价评估事务所盐土估字【2007】180号估价报告评估，评估价值6.40亿元）注入海盐县大禹水利投资有限公司，增加该公司的净资产，按评估价值计入资本公积；其中：办理土地变更过户手续中的土地出让金、测绘费、证书调整工本费、契税等各项税费由海盐县土地储备中心承担。

根据海盐县人民政府“盐政发【2008】48号”文件，同意将南北湖黄沙坞东南侧的商业、高档住宅用地，面积为1668269平方米（土地已经海盐县地价评估事务所盐土估字【2008】65号估价报告评估，评估价值25.11亿元）注入海盐县旅游投资有限公司，增加该公司的净资产，按评估价值计入资本公积；其中：办理土地变更过户手续中的土地出让金、测绘费、证书调整工本费、契税等各项税费由海盐县土地储备

中心承担。

海盐县人民政府近年来注入海盐县城市建设投资发展有限公司（以下简称“城投公司”）的6块土地详细情况如表3所示，注入的土地均以经海盐县地价评估事务所评估入账，增加城投公司的净资产，计入资本公积；其中：办理土地变更过户手续中的土地出让金、测绘费、证书调整工本费、契税等各项税费由海盐县土地储备中心承担。

表3 注入土地的详细情况

土地位置	面积（平方米）	评估价格（亿元）	评估文号	批准文件
武原镇海丰路北-宜家花城西侧	98696	1.38	盐土估字【2007】185号	盐政发【2006】32号
海兴中路南侧	110528	1.57	盐土估字【2007】184号	
武原镇城东路东-环城东路西	162440	1.95	盐土估字【2007】183号	盐政发【2006】81号文件
绮园文化商业地块	81557	1.59	盐土估字【2007】134号	盐政发【2007】92号
武原镇海滨西路364号	53771.94	0.86	盐土估字【2005】147号	盐政发【2005】87号
武原镇城东区域-朝阳路北侧	86282	1.04	盐土估字【2005】148号	
合计	593274.94	8.39		

资料来源：公司审计报告。

项目资金支持

根据海盐县人民政府“盐政发【2008】63号”文件，县政府承诺在资产收益期内每年给予不少于1585万元的分摊费用及相关维护费的补贴收入；县政府将按账面净值向城投公司购买新桥路，环城南路，环城南路2、3标段，新桥北路入城口山水绿波广场，勤俭路一、二期，百尺南路等资产。

根据海盐县人民政府“盐政发【2008】65号”文件，县政府承诺在资产收益期内每年给

予不少于1955万元的分摊费用及相关维护费的补贴收入；县政府将按账面净值向海盐县交通投资经营有限公司（以下简称“交投公司”）购买盐嘉绿色通道，秦山大道，盐嘉公路，海王公路，六平申线官塘支线护岸抢修，南王公路，杭浦高速海盐西互通连接线等资产。

根据海盐县经济开发区管理委员会“【2008】17号”文件，经济开发区管委会承诺补贴每年不少于393万元的资产在收益期内的分摊费用及相关维护费的补贴收入；管委会将按账面净值向大禹水利公司购买小海标准海塘0.9公里，城市防洪工程，黄沙坞标准海塘1公里，青山到杨柳山标准海塘5.35公里等资产。

财政补贴

由于公司所投资的项目部分为公益性项目，海盐县财政每年给与公司一定的补贴收入。

根据海盐县人民政府“盐政【2006】14号”文件及海盐县财政局的承诺函，从2006年至2013年，每年海盐县财政安排6000万元专项用于海盐县交通投资经营有限公司项目贷款的还本付息。

表4 2005~2007年公司获得补贴收入情况

年度	政府文号	资金额度 (万元)
2005	盐政发【2005】67号、【2005】70号、 【2005】78号、【2005】83号	9429.54
2006	盐政发【2006】63号、【2006】69号、 【2006】71号、【2006】74号、【2006】 78号、【2006】78号	9693.14
2007	盐政发【2007】65号、【2007】68号、 【2007】71号、【2007】72号、【2007】 75号、【2007】77号、【2007】78号、 【2007】83号以及海盐县经济开发区 管理委员会盐开【2007】43号	14414.01
2008年 1~6月	盐政发【2008】61号、【2008】62号	6616.42
合计		40230.61

资料来源：公司审计报告。

由此可见，公司在发展过程中，一直得到来自政府财政资金和政策支持，并且由于公司的特殊性质，这些支持今后仍将得以继续。这

对于公司正常、良性和可持续经营发展是一种有力的保障。

六、公司管理

公司采取国有独资公司形式，行使授权范围内国有资产出资人权利，是代表海盐县政府进行城市基础设施及公益事业建设、投资的企业法人。按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层的法人治理结构，其中董事会5名成员及监事会5名成员均由海盐县人民政府及县国有资产监督管理委员会任命和委派。董事会是公司的决策机构，经理层行使董事会授予的职权，对董事会负责。公司本部共设5个职能部门，即，资产经营部、计划财务部、综合管理部、投融资管理部和子公司管理部，部门设置较为简单，基本满足目前管理需要。

从内部管理来看，公司根据自身特点建立了相应的管理制度。投资管理方面，公司原则上不从事短期对外投资业务，特殊情况下从事短期投资业务须经县国资监管部门批准；公司所有对外长期投资项目，均由分管副总经理提交经理会议审议后转报公司董事会批准；公司对内投资采取限额审批制，超过限额标准的由公司董事会批准。融资资金使用管理方面，公司根据经批准的年度建设项目投资计划和建设资金支出预算，负责融资资金的审核和拨付；各用款单位应根据公司下达的还本付息资金到位时间表，及时组织资金，按时将资金划入公司的偿债基金专户。

公司制定了诸如：《海盐县国有资产经营有限公司所属子公司重大事项报告管理办法》、《海盐县国有资产经营有限公司所属子公司财务信息统计资料管理办法》、《海盐县国有资产经营有限公司所属子公司财务收支计划管理办法》、《海盐县国有资产经营有限公司融资资金使用管理办法》等办法切实加强对所属子公司的管理。

总的来看，公司对下属子公司具有一定的

控制力，法人治理结构较为完善。

七、公司经营

作为海盐县政府重点打造的综合性融资、建设与经营平台，公司经营领域主要涉及水务、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领域；公司本部主要为管理职能，并没有直接参与下属子公司的经营运作。下文将以公司重点经营的五个业务领域作为分析对象。

1. 水务处理

海盐县位于杭州湾北岸的杭嘉湖平原，区域内水系相当发达，河流水量较为丰富。公司的水务业务主要包括自来水生产和供应、污水收集等两大领域，2008年1~6月实现水务相关收入2041.46万元。近几年公司水务经营情况如表5所示。

表5 2006年~2008年6月水务经营情况
(单位: 万元)

项目	2006年	2007年	2008年1~6月
自来水费收入	-	1657.15	878.09
污水处理费收入	1490.06	2574.42	1163.37
合计	1490.06	4231.57	2041.46
自来水费成本	-	1081.77	737.34
污水处理费成本	1674.94	2181.87	1419.96
合计	1674.94	3263.64	2157.30
利润总额	-42.96	5210.46	-869.29

资料来源：公司审计报告。

(1) 公司经营情况

作为公司的全资子公司，海盐县水处理投资发展有限公司（以下简称“水投公司”）从事自来水的生产、销售、给排水、污水处理的投资建设与运营，是公司水务经营主体。

水投公司是海盐县居于垄断地位的自来水生产和供应商，承担着海盐区域内所有的供水

任务，在当地市场具有规模优势和垄断优势。截至2008年6月底，水投公司日供水能力为10万吨/日，2008年上半年完成销售收入878.09万元。随着浙江省禁采地下水行动的全面实施，到2008年底，海盐将全面关闭区域内原有的地下水取水井和少量企业自备水井，水投公司的供水量将达到全覆盖。

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，具有垄断优势。截至2008年6月底，水投公司已建成污水主、次干线63公里，建成污水提升泵站10座，管网日输送污水量9.25万吨。2008年上半年完成污水处理费收入1163.37万元。随着海盐城乡一体化污水处理工程的全面启动建设，水投公司的污水收集业务将进入稳定的收益期，海盐县蓬勃发展的标准件制造业、大桥经济、各镇的工业区为污水收集业务提供了稳定和潜在的收入来源。

表6 海盐供水、污水处理费价格变化趋势
(单位: 元/吨)

类别	2005年		2006年		2007年	
	水费	污水处理费	水费	污水处理费	水费	污水处理费
民用水	0.85	0.5	1.35	0.5	1.35	0.8
工业用水	1.25	1.1	1.9	1.1	1.9	1.8
营业用水	1.6	1.1	1.9	1.1	1.9	1.5
行政事业	1.25	1.1	1.85	1.1	1.85	1.5
特行用水	1.6	1.3	3	1.3	3	2.2

数据来源：公司提供

除供排水总量增减等因素外，水价调整成为影响水务集团经营业绩的关键因素。2006年，海盐县的供水价格上调（见表6），对用水分类进一步细化，施行差异化定价。虽然经过2006年水价的调整，但目前海盐居民用水价格1.35元/吨在嘉兴地区仍较低，预计2008年水价会进一步上调。污水处理价格2007年经过

调整，但未能实现与污水收集、处理投入与运营成本的平衡，嘉兴市本级已获批，从 2008 年 9 月 1 日起全面调整污水处理费收费价格，海盐县也将作同步调整。未来可预见的供水和污水费价格的调整政策实施对公司业绩产生积极影响。

（2）未来发展规划

未来几年，海盐县政府仍将着眼于经济和环境的协调发展，加大对水务行业发展的支持力度。水投公司的城镇污水处理工程和城市供水一体化一期工程已基本完成，未来投入的重点为供水一期扩建工程及嘉兴市污水处理工程的配套工程。随着这些工程的陆续完工，海盐县供水、污水处理能力将得到较大改善，水务发展前景良好。

2. 交通建设

海盐交通便捷，交通区位优势明显。随着杭州湾跨海大桥及其北岸连接线、嘉绍高速公路跨江大桥等的规划、建设和建成，海盐在长江三角洲的地位日益重要，由交通末梢向交通枢纽进行转变，正成为沪—杭—苏—甬四大城市的一小时交通运输区位中心；从水路运输网络来看，海盐是嘉兴市域唯一的滨海城市，拥有绵延 53.5 公里的浙北最长的海岸线，天然港口资源丰富，已建成专用码头和散杂货码头共 5 座，海盐境内高效便捷的水、陆、港立体交现代交通网络已初步形成。

（1）公司经营情况

公司的交通道路经营业务主要由全资子公司交投公司开展。交投公司成立于 2000 年 1 月，注册资金 2.37 亿元人民币。交投公司经营范围涉及：公路航道建设投资、经营、养护管理、四自公路的收费管理、公路沿线相关产业的投资开发及客货运输服务。截至 2008 年 6 月，交投公司资产总额 11.05 亿元，负债 4.37 亿元，净资产 5.69 亿元，2008 年 1~6 月实现主营业务收入（车辆通行费收入）1210 万元，实现净利润 436.78 万元。

截至 2007 年 12 月底，交投公司筹资建成的主要干线公路和航道改造工程总投资为 13.01 亿元。项目资金主要来源于财政拨款和通行费收入。根据海盐县人民政府“盐政【2006】14 号”文件及海盐县财政局的承诺函，从 2006 年至 2013 年，每年海盐县财政安排 6000 万元专项用于交投公司项目贷款的还本付息。截至 2007 年底，交投公司项目存量贷款余额为 35250 万元。目前，交投公司主要进行收费还贷的公路为 01 省道嘉兴东西大道海盐段，海盐收费站经批准为非经营性收费站，每年不需要交纳税收，经浙江省人民政府批准收费年限为 30 年，全部用于归还项目贷款本息和投入再建设。总体看，公司自身的通行费收入及外部的财政支持足以偿付现有的存量债务。

表 7 交投公司项目资金来源情况（单位：万元）

资金来源	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1~6 月
通行费收入	3354.85	3026.45	2745.71	1210.86
省交通拨款	6054	19433	706.2	99
县财政拨款	6777	8701	7503.89	4353.85

数据来源：公司提供

2008 年，随着杭浦高速、杭州湾跨海大桥及北连接线的通车运营，交投公司将会获得高速公路通行费收入分成以及高速公路沿线相关资产运营收入，未来公路资产收益会有较大幅度增长。

海盐拥有浙北最长的海岸线，水路运输也是海盐县货物运输的重要方式，交投公司未来几年的投资重点也将转向航道建设。目前，交投公司主要的水路建设项目即为嘉于硖线航道改造项目。该项目是浙江省人民政府批准的“四自”工程项目，全线按四级航道标准建设，改造里程约 47.78 公里，海盐县域内长 10.94 公里，投资概算为 2.22 亿元，资金来源为上级补助 1.85 亿元，地方自筹 3700 万元，项目目前已完成投资 1.07 亿元。

（2）未来发展规划

交投公司筹建的项目陆续通车运营，改善了县域内公路路网结构，提高了公路网络覆盖密度。根据规划，到 2010 年，海盐县区域内的高速公路里程将达到 41 公里，县域内及周边将有 10 个互通口与高速公路相连，形成海盐至上海、杭州、宁波、苏州、绍兴等周边城市的高速公路网络。

3. 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”）承担县城规划区内的安置房建设任务。城投公司成立

于 2000 年 4 月，注册资金 1.80 亿元。

（1）公司经营情况

城投公司受政府委托实施安置房建设，以协议方式取得出让土地使用权，根据政府确定的安置结算指导价格，将安置房定向销售给拆迁农户，回笼货币资金。截至 2008 年 6 月底，城投公司已交付安置房面积 50 万平方米，在建面积约 100 万平方米；已成功开发安置房小区常绿景苑、康馨居、邮电新村一期、二期及勤俭南路商业房等项目。近年来，城投公司已完工安置房项目具体情况见表 8，可以看出完工项目获得的收入基本上可以覆盖支出的成本。

表8 近年来城投公司完工项目情况

小区名称	用地面积（平方米）	建筑面积（平方米）	安置房套数（套）	销售收入（万元）	建造成本（万元）	销售环节税费（万元）	销售利润（万元）
常绿景苑	81490	117500	782	28750.49	21134	2875.05	4741.44
康馨居	7879	11142	91	3458.92	1993	345.89	1120.03
邮电新村一期	13420	17446	159	3102.51	3037.71	310.25	-245.45
邮电新村二期	17212	23193	190	5616.56	3875.75	561.66	1179.15
勤俭南路商业房	3805	8344	-	3520.18	1350	352.02	1818.16
合计	123806	177625	1222	44448.66	31390.46	4444.87	8613.33

数据来源：公司提供

城投公司在完成日常安置房项目后，会有部分土地资源留待以后进行商品房开发或直接出让。该部分土地总面积为 1000469.64 平方米，经评估的价格为 158727.74 万元（土地的详细情况见附件 1），未来随着海盐城市化建设步伐提速，城投公司的土地价值也会进一步显现出来。

（2）未来发展规划

根据海盐县城市建设和县政府新一轮城市建设计划，海盐县率先将对滨海新城进行开发建设。为确保滨海新城开发建设项目的顺利实施，城投公司先行启动该区域内的农房拆迁和一批安置小区的建设-滨海新城安居工程，包括海风苑安置小区和海景苑安置小区，项目计划总投资 5.06 亿元。从城投公司以往完成的安置房小区项目情况来看，该项目先期支出的成本可以通过房屋出售收入实现覆盖。

未来，随着海盐老城区的扩容和大桥新区的不断开发建设，海盐需要实施大规模的农房拆迁，城投公司安置房建设业务将规模化开展。

4. 围垦项目

目前，公司拥有两块围垦项目，分别是：黄沙坞围垦区，土地使用权为公司全资子公司海盐县旅游投资有限公司拥有；另一块为嘉兴市海盐东段围涂项目，土地使用权归公司全资子公司海盐县大禹水利所有。

黄沙坞围垦项目位于海盐县澉浦镇黄沙坞东南侧、毗邻 AAAA 级风景名胜区南北湖景区，该块土地作为此次债项抵押资产。

海盐东段围垦项目作为此次募集发债项目之一，根据“浙政发[1997]195号”文件《关于乍浦港总体布局规划的批复》，围垦区主要作为嘉兴港海盐港区一部分，规划为乍浦港千吨级泊位发展区，自东向西顺次为散货作业区，

拆船修造区，预留发展区和海盐武原镇城镇生活区。工程实施后，将净增国有土地 13500 亩。扣除围区道路、排水等公建用地，实际可得综合开发用地约 10400 亩。新增土地主要作为临港工业区和城镇生活区。通过可研分析，拟将新增土地在十年内出让，年均出让 1040 亩，每亩净收益按 20 万元计，则每年获得土地净收益 2.08 亿元。

可见，公司未来可以获得大额的土地出让金净收益。

5. 国有资产管理

公司负责海盐县政府授权范围内的企业国有资产、行政事业单位国有资产的经营和管理。该部分资产集中在公司本部、科技创业园及行政事业单位国有资产经营公司。目前由公司负责管理和经营的商住房地产建筑面积 76316.51 平方米，占地面积 63007.42 平方米；标准厂房建筑面积 56286.72 平方米，占地面积 46097.24 平方米。资产账面净值仅为 12145.93 万元。2005～2007 年公司实现房屋出租及转让收入分别为 609.41 万元、679.11 万元和 932 万元。

公司拥有的这部分房地产大都处于县城核心地段，因其大都建造时间久远且通过政府行政无偿划拨取得，公司按历史价值入账与现行市场价值相差甚远，资产存在巨大的升值空间。

总体看，公司所拥有的经营性资产具有垄断优势。随着基础设施的完善，公司对城建资产整合的深入，公司主营业务收入将持续增长，盈利能力也将不断提高；非盈利资产由于有市财政的大力支持，运营前景良好；公司拥有大量的土地资源，未来获利前景良好。

八、财务分析

公司提供了 2005～2007 年度以及 2008 年半年度合并财务报表，以上合并财务报表均经中磊会计师事务所有限责任公司审计，该会计师事务所对公司 2005～2007 年度以及 2008 年半年

度合并财务报表均出具了无保留意见审计结论。

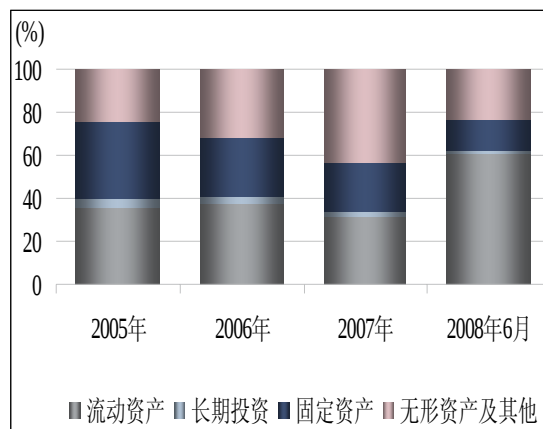
截至 2007 年底，公司合并资产总额为 529161.10 万元，负债总额 206366.91 万元，所有者权益 322894.19 万元；2007 年实现主营业务收入 22079.48 万元，利润总额 9863.45 万元；现金及现金等价物净增加额 6770.25 万元。

截至 2008 年 6 月底，公司合并资产总额为 912625.47 万元，负债总额 257765.82 万元，所有者权益 654859.75 万元；2008 年 1～6 月实现主营业务收入 6689.51 万元，利润总额 8639.41 万元；现金及现金等价物净增加额 31850.60 万元。

联合资信将主要以公司 2005～2007 年及 2008 年半年度合并报表数据为依据进行分析。

1. 资产质量

图 5 公司 2005～2008 年 6 月资产结构变化情况



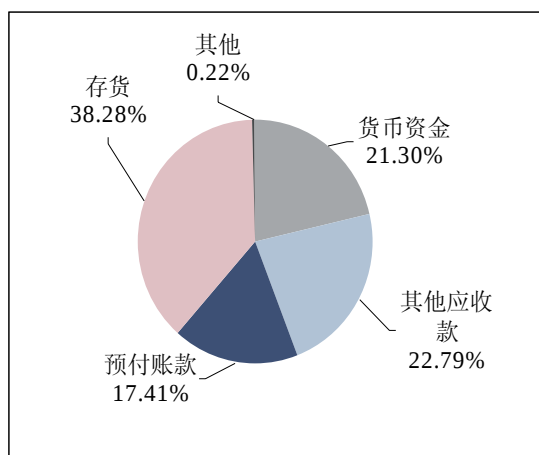
资料来源：公司审计报告

2005～2007 年公司资产规模大幅增长，年复合增长率为 46.20%，主要是由于海盐县近年来对国有资产进行整合，向公司不断注入资产所致；相应的，2005～2007 年，公司资产结构发生变化（见图 5），尤其是 2007 年度公司获得大量土地资源，无形资产及其它在资产所占比例提升。2007 年底，公司合并资产 529161.10 万元，其中无形资产及其它和流动资产分别占 42.77% 和 31.40%，固定资产占 23.57%，长期投资占 2.16%。由于新注入的若干土地资产记入

无形资产科目，公司资产以无形资产及其它为主。

2005~2007 年公司流动资产复合增长率为 36.04%，主要是由于存货增长过快所致；截至 2007 年底，公司流动资产为 166207.63 万元，主要构成情况见图 6。从图 6 可以看出，公司流动资产以存货、其他应收款、货币资金和预付账款为主。

图 6 2007 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

2005~2007年，公司其他应收款稳定增长，年均复合增长率为13.25%。截至2007年底，公司其他应收账款39885.19万元，主要为：一是城投公司和大禹公司垫付的拆迁款16060万元；二是交投公司的胡盐线工程拨付给指挥部的工程款16791万元。从账龄看，1年以内的占61.41%，1-2年的占10.17%，3年以上的占24.44%（提取坏账准备率达到5.00%）。由于公司其他应收款项主要为政府所属部门的项目前期垫付资金，回收的可能性较大，账龄较短，风险较小。

2005~2007年，公司预付账款保持稳定增长态势，年均增长16.07%。截至2007年底，公司预付账款28935.48万元，主要是公司按工程施工进度支付的预付款项。从账龄看，1年以内的占41.78%，1~2年的占47.60%，2~3年以上的占10.62%。

2005~2007年，公司存货保持较快增长，

年均增长54.01%，主要是城投公司的安置房项目开发成本，2006、2007年两年增长显著。2007年底公司存货净额63624.07万元，占期末净资产的比例为38.28%，无用于债务担保的存货。

2005~2007年，公司固定资产原值复合增长率为22.59%，截至2007年底，公司固定资产原值合计81030.63万元，其中固定资产净额66069.65万元，在固定资产中占81.54%。公司固定资产主要以道路资产、房屋及建筑物和专用设备为主，分别占44.66%、31.71%和19.52%，其中道路资产为公司拥有的收费性公路资产。

2005~2007年，公司无形资产快速增长，年均增长141.69%，主要为土地资产的注入。2007年底，公司无形资产154652.95万元，全部为政府资产注入的土地资产。注入到公司的土地均在海盐县中心城区，用地性质均为商业用地和商住用地，随着海盐县城市功能的不断完善，公司土地存在一定的增值空间；2005~2007年，公司其他长期资产也得到快速增长，年均增长161.01%。2007年底，公司其他长期资产71540.58万元，占公司资产总额的13.52%，主要为公司下属子公司城投公司、交投公司及大禹水利近年来建设的公益项目资产（项目具体情况在政府补助中详细记述），按照海盐县政府文件规定，政府将按账面净值向公司购买这部分资产，资产未来变现性良好，对公司整体资产质量的提升有正面作用。

由于南北湖黄沙坞东南侧的商业、高档住宅用地的注入，2008年6月底公司资产总额增长72.43%，增速较快；同时该部分注入土地计入存货科目，公司资产结构也发生相应变化，截至2008年6月底，公司资产总额912625.57万元，其中流动资产和无形资产及其它分别占61.31%和22.85%，固定资产占14.51%，长期投资净额占1.28%，公司资产以流动资产为主。

受存货大幅增长的影响，公司流动资产增长快，流动资产结构相应发生变化。截至2008年6月底，公司流动资产559545.64万元，较2007年底增长236.66%，主要由存货（占

72.84%)、货币资金(占 12.02%)和其他应收款(占 8.27%)构成,公司流动资产以存货为主。

截至 2008 年 6 月底,公司存货净额 407571.71 万元,较期初增长 540.59%,新增的存货全部为根据海盐县政府文件划拨转入的土地,该部分土地位于南北湖黄沙坞东南侧的商业、高档住宅用地,面积为 1668269 平方米,经评估价值为 25.11 亿元。未来随着南北湖风景区功能不断完善,公司拥有的商业、住宅土地存货存在一定增值空间。

总体看,公司资产规模迅速扩张,资产结构变动较大,受注入土地的影响,公司流动资产所占比重较高。公司货币资金较为丰富;其他应收款数额相对较大,且分布较为集中,考虑到其他应收款的款项性质,公司坏账准备计提比例较低;公司存货及无形资产中土地规模大,流动性较好,具有一定的升值空间;其他长期资产未来的变现性强。综上所述,联合资信认为目前公司整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

2005~2007 年,公司所有者权益较快增长,年均增长 59.39%。截至 2007 年底,公司所有者权益 322894.19 万元,其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 9.54%、83.27%和 6.37%,公司所有者权益结构较为稳定,其中注入土地较多,资本公积所占比重较大。

由于海盐县政府将南北湖黄沙坞土地注入公司,使得公司资本公积项下土地储备变化较大,所有者权益结构也相应发生变化。截至 2008 年 6 月底,公司所有者权益 654859.75 万元,较 2007 年底增长 102.81%,其中资本公积占 90.72%,资本公积所占比重进一步增大。

2005~2007 年,公司负债规模持续增长,年均增长 30.86%,主要是由于公司长期负债上涨较为明显。截至 2007 年底,公司负债合计 206366.91 万元,其中流动负债占 34.41%,长期负债占 65.59%,公司负债结构较为合理。

2005~2007 年公司流动负债稳定增长,年

均增长率为 17.34%。2007 年底,公司流动负债 71007.21 万元,主要由其他应付款(占 53.56%)和一年内到期的长期负债(占 20.98%)构成。公司其他应付款主要是工程项目的履约保证金、交投公司的上级部门拨款、应付未付的用地成本及工程款。

2005~2007 年公司长期负债持续增长,年均增长率为 40.13%。2007 年底公司长期负债 135359.70 万元,其中长期借款 130865.70 万元,占 96.68%。长期借款加上一年内到期的长期借款,公司长期负债总额达到 145765.70 万元,主要为公司本部及其下属子公司的项目贷款,贷款详细情况见表 9,可以看出其中 79455 万元,占全部长期债务的 55.71%,由财政安排还款,不构成公司实际债务负担。

表 9 2007 年底公司长期债务情况(单位:万元)

借款单位	贷款余额	一年内到期	还本付息资金来源
公司本级	32500	100	财政安排 26275 万元、污水处理费收入、管网基金收入
交投公司	32850	5400	财政安排
城投公司	41300	2000	财政安排 16500 万元
水投公司	7660	0	财政安排 3830 万元、污水处理费收入、管网基金收入
大禹公司	26200	7100	自行筹措资金
科技园公司	2100	300	自行筹措资金
合计	142610	14900	

资料来源:公司提供。

由于公司所有者权益相对于负债总额增速较快,2005~2007 年公司债务水平逐年下降。截至 2007 年底,公司账面反映的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 38.99%、28.84%、31.74%;考虑到上述部分长期负债由财政安排偿还,不构成公司实际债务负担,因此,剔除以上贷款后,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别为 23.98%、13.73%、17.96%,公司实际债务压力小。

截至 2008 年 6 月底,公司负债总额

257765.82万元，较2007年底增长24.91%，其中流动负债69231.82万元，较2007年底减少2.50%；长期负债188534.00万元，较2007年底增长39.28%，主要是由于长期借款增加52794.30万元，长期借款占长期负债比率为97.42%，长期贷款详细情况见表10。截至2008年6月底，公司流动负债和长期负债在负债总额中分别占26.86%和73.14%；公司仍以长期负债为主，负债结构持续改善。

表10 2008年6月底公司长期债务情况（单位：万元）

借款单位	贷款余额	一年内到期	还本付息资金来源
公司本级	41900	100	财政安排33675万元、污水处理费收入、管网基金收入
交投公司	32850	5400	财政安排
城投公司	64500	2000	财政安排16500万元
水投公司	17660	0	财政安排8830万元、污水处理费收入、管网基金收入
大禹公司	42450	0	自行筹措资金
科技园公司	2100	300	自行筹措资金
合计	201460	7800	

资料来源：公司提供。

由于所有者权益增速远高于负债总额的增速，使得公司账面反映的债务水平下降很快，截至2008年6月底，公司账面资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为28.24%、21.90%、22.99%；剔除上述合计91855万元财政负担债务后，以及无需公司返还的其他应付款中的1945万元后，以上三项指标分别为17.97%、12.07%、13.44%。

如果加上本期计划发行的10亿元企业债券，以2008年6月底的合并财务数据为基准，公司的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化率将分别为35.33%、30.22%和31.21%，公司债务水平仍将维持在适宜水平。

未来5年公司主要负责投资的项目为本次债券的募集项目，项目总投资20.59亿元，资金来源主要为海盐县政府2009~2015年期间对公司提供合计为15.60亿元的财政资金，由于公司

投资的高峰期主要是在未来3年内，而财政资金分期划拨与投资需求不能完全匹配，因此，在未来3年内公司债务资金需求将增长较快；但考虑到县政府的资金支持，同时注意到公司投资的嘉兴市海盐东段围涂工程及海盐县滨海新城安居工程项目的未来收益性，公司未来实际资金压力尚在可承受范围之内。

3. 盈利能力

公司是海盐县城市基础设施建设投融资主体，2005~2007年主营业务收入增长较快，年均复合增长率为73.42%，主要是城投公司的安置房销售收入波动造成的。近年来公司主营业务收入构成如表11所示。由于目前公司主营业务主要以公益性项目为主，因而主营业务收入与公司资产规模相比相对较小。

表11 2005~2008年6月公司主营业务收入构成情况
(单位：万元)

收入种类	2005年	2006年	2007年	2008年1~6月
安置房销售	3377.16	16097.00	14170.20	3035.30
污水处理费	-	1490.06	2574.42	1163.37
自来水费	-	-	1657.15	878.09
通行费	3354.85	3026.45	2745.71	1210.86
其他	6094.07	679.11	932.00	401.89
合计	7341.41	21292.62	22079.48	6689.51

资料来源：公司审计报告

2007年全年公司实现主营业务收入和主营业务利润分别为22079.48万元、5634.81万元，其中下属子公司城投公司的安置房销售收入及主营业务利润分别占64.18%和40.89%。

受公司经营特性决定，一方面由于公司资产以公益性为主，资产自身盈利能力弱，另一方面由于管理费用、财务费用较大，导致公司营业利润基本为负，2005~2007年公司营业利润全部为负，2007年公司营业利润为-4355.06万元。

财政补贴收入是公司利润的重要来源。2005~2007年公司分别获得财政补贴收入

9429.54 万元、9693.14 万元和 14414.01 万元。未来根据海盐县政府“盐政【2008】23 号”文件规定，公司 2009~2015 年将会获得 2.23 亿元/年补贴收入，未来公司补贴收入将会得到大幅提高，并保持稳定。

随着财政补贴收入的逐年增加，2005~2007 年公司利润总额也有所提升，年均增长 15.91%，2007 年度公司利润总额为 9863.45 万元，净利润为 9806.93 万元。

从主要盈利指标看，2005~2007 年公司总资产盈利率和净资产收益率波动中有所下降，两项加权平均值为 2.96% 和 3.49%；2007 年底公司总资产盈利率和净资产收益率分别为 2.82% 和 3.04%，整体盈利能力偏弱，这与公司职能定位相符。未来随着公司东段围涂工程项目的陆续竣工，土地出让形成稳定的收益后，预计公司的盈利能力将得到改善。

2008 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 6689.51 万元，仅完成 2007 年全年主营业务收入的 30.30%，主要是由于安置房销售收入的波动所致；公司营业利润依旧为负，达到 -3646.61 万元；2008 年上半年公司获得财政补贴收入 12072.53 万元；大额财政补贴收入的获得，使得公司 2008 年上半年利润总额达到 8639.41 万元，净利润为 6743.23 万元。

4. 现金流

经营活动方面，受主营业务的持续增长，2005~2007 年公司销售商品、提供劳务收到的现金数额增长较快，年均增长 66.02%，2007 年度数额为 19132.99 万元；但由于公司资产自身盈利能力弱，公司经营活动现金流量以财政及上级主管部门拨款、项目保证金往来为主，数额大且波动较大，因而 2005~2007 年公司经营活动产生的现金净额变化较大，年均下降 -41.54%，2007 年为 5720.40 万元。

投资活动方面，2005~2007 年公司投资活动产生的现金流入量波动中有所增长，年均增长 11.92%，主要是公司参股公司获得的投资收

益现金收入增长所致，2007 年公司投资活动现金流入量为 1579.46 万元；2005~2007 年公司投资项目有所增加，投资活动现金流出波动中有所增加，公司投资活动产生的现金流量净额均为负，2007 年为 -44690.44 万元。

2005~2007 年，由于公司投资项目较多，2005~2007 年公司融资需求增长较快，筹资活动产生的现金流量净额年均增长 71.26%，2007 年为 45740.30 万元。

根据公司经营现状与未来项目投资建设计划，预计未来几年中，公司经营获现能力将有所提高，但投资活动产生的现金流以流出为主，且规模相对较大，公司对外部融资的需求程度较大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2005~2007 年公司流动比率和速动比率波动中有所上升，两项平均值为 231.74% 和 139.80%；2007 年两项比例分别为 234.07% 和 144.47%，2008 年 6 月底分别为 808.22% 和 219.50%，公司的短期偿债能力较强。

受经营活动现金流量净额波动的影响，2005~2007 年公司经营现金流动负债比例相应有所下降，2007 年为 8.06%，公司经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力偏弱。

从长期偿债指标看，2005~2007 年公司 EBITDA 利息倍数加权平均值为 11.74 倍，2007 年为 13.66 倍，公司利息偿还能力较好；2005~2007 年公司全部债务/EBITDA 加权平均值为 8.57 倍，2007 年为 8.86 倍，EBITDA 对全部债务保护能力偏弱。鉴于未来公司可以获得稳定的财政补贴及土地出让收益，公司长期债务及利息的偿还具有一定的保障能力。

九. 债权保护条款

公司拟发行的本期债券采用土地使用权抵

押，并以公司自身收益和海盐县政府补贴建立封闭式偿债基金，用于本期债券的偿还。

公司将通过法律上的适当手续将其部分财产进行抵押，以保障本期债券本息的如期兑付，一旦出现偿债困难，则变现抵押资产进行清偿债务。

1. 抵押资产

本期债券的抵押资产为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。

公司提供的抵押土地，地点位于海盐县澉浦镇黄沙坞东南侧、毗邻 AAAA 级风景名胜区南北湖景区，土地用途为商业、高档住宅用地，土地使用年限商业为 40 年、住宅为 70 年，使用权类型为国有出让土地，使用权面积 1668269 平方米，权证号为海盐国用（2008）第 1-8801 号。

2. 资产评估

公司将该块土地作为本次债券发行的抵押资产，经具有土地评估资质的海盐县地价评估事务所评估，并于 2008 年 6 月 10 日出具了盐土估字【2008】65 号《土地估价报告》。经评估该土地价值为 251074.48 万元，是本期债券发行总额的 2.51 倍。

评估时点：2008 年 6 月 10 日。

评估目的：评估该地块作为商业、高档住宅用地的土地使用权价格，为办理土地使用权抵押贷款提供土地价值依据。

评估原则：本项评估主要遵循需求与供给原则、变动原则、替代原则和估价期日原则。

评估方法：根据评估的目的及委托土地的用途，本次评估拟采用基准地价系数修正法和成本逼近法对委托土地进行评估。

估价结果：

	单位地价（元/平方米）	总地价（万元）
基准地价修正法	1520	253576.89
成本逼近法	1490	248572.08
算术平均结果	1505	251074.48

资料来源：公司提供。

3. 抵押方案

浙江省海盐县国土资源局已经明确上述抵押资产为公司合法拥有，并已为本期债券全体持有人设定抵押，取得他项权证。公司在债券存续期内每年聘请土地评估机构对抵押资产进行跟踪评估并及时披露。

为了维护全体债权人的合法权益，公司特为债券持有人聘请华林证券有限责任公司（以下简称“华林证券”）担任本期债券的债权代理人，同时为了保障抵押资产的安全，债权代理人聘请中国建设银行股份有限公司海盐支行作为抵押资产监管人，对上述抵押资产进行监管。抵押资产监管人将严格承担监管责任，动态监督、跟踪抵押资产的价值变动情况，当抵押资产价值低于价值警戒线（为本期债券未偿付本息余额的 1.5 倍）时，有义务第一时间告知债权代理人，并督促发行人补足差额。

4. 偿债基金专户和偿债机制

公司将在发行结束后，在建设银行开立专用结算账户，作为本期债券的偿债基金专户，用于本期债券各期利息和本金的统一支付。

偿债基金的计提方案

偿债基金分为利息偿债基金和本金偿债基金两部分。

（1）利息的提取

本期债券每年付息一次，最后一期的利息随债券本金一并支付。为保证及时、足额支付本期债券各期利息，发行人将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。

（2）本金的提取

本金偿债基金从第四年开始计提，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%）。

偿债基金来源

偿债基金的来源包括：(1)发行人的日常经营收入。该等日常经营收入主要有：土地出让收入、交通公路通行费收入、自来水管网基金收入和水费收费收入、污水管网基金收入和污水处理费收入、房地产处置收入和租金收入、安置房销售收入；(2)经人大常委会批准的财政补贴。发行人作为海盐县政府重点构建的综合性融资、建设与经营平台，担负着较多公益性项目建设任务，当地政府每年给予公司一定的财政补贴，2005~2007年公司共收到的财政补贴33536.69万元。发行人还将持续收到当地政府的财政补贴，根据“盐政【2008】23号”文件规定，2009~2015年公司可收到总计为15.6亿元（为本期债券额度的1.56倍）的财政补贴。

如本期债券偿债基金未能按计划提取，则拨付至海盐县国有资产经营有限公司的财政资金将优先用于补足偿债基金；如本期债券出现未能按时、全额兑付本金或利息得情况下，由县政府安排财政资金或其他资金代为偿还，以最终保障本期债券本息的按时兑付，确保债券持有人利益不受损失。以上政府安排及承诺经海盐县人大常委会“盐人大【2008】19号”文件批准。

表12 财政补贴计划安排方案（单位：亿元、年）

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金额	1.2	1.5	1.8	2.2	2.6	3.0	3.5
合计							15.6

注：分年补贴数将视实际情况作适当调整。

表13 公司未来收入预测（单位：亿元）

	2007年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
安置房及经营性房产销售	1.42	4.60	5.00	5.50	6.00	6.30
污水处理费	0.26	0.46	0.50	0.55	0.60	0.70
自来水收费	0.17	0.88	0.96	1.02	1.08	1.13
公路通行费	0.27	0.32	0.33	0.34	0.35	0.36
房地产租金	0.09	0.16	0.18	0.20	0.22	0.23
围垦及城区土地出让	-	6.00	6.80	7.50	8.00	9.00
合计	2.21	12.42	13.77	15.11	16.25	17.72

资料来源：公司提供。

偿债基金的保障措施

为了保证偿债基金的有效计提和专用性，发行人特聘请中国建设银行股份有限公司海盐支行担任专项偿债基金账户监管人。

偿债基金专户实行封闭式运作，专向基金除去用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用外，仅可以投向于人民币国债、央行票据，以保证专项基金在安全的基础上实现保值、增值，不得用于其他用途。建设银行是该账户的监管人，监管偿债资金按时及足额划付。

抵押资产处置的触发条件

本期债券存续期内，如出现下述三种情况之一，债权人应在十个工作日内向债券持

有人公告发行人违约事实，并召集债券持有人大会。经债券持有人大会表决通过，债权人可以启动抵押资产处置方案以补足本期债券本金偿债基金或提前偿付债券本金。抵押资产处置所得，除补足本期债券当期应提取的本金偿债基金偿付债券持有人本金及应付利息外，还应向债券持有人支付违约金（计算方法：违约金=未偿还本息金额×本期公司债券利率×延迟支付时间）。债券持有人通过债权人行使权利过程中所付出的成本，如抵押资产处置、法律诉讼等费用，从资产处理所得中提前支付。如抵押资产处置所得不足以支付上述费用及应支付给债券持有人的本金、利息、违约金，发行人应以其他资产补足。该三种情况如

下：(1)抵押资产价值低于价值警戒线（为未偿付本息余额的1.5倍），且发行人在三十个工作日内未能提供足额资产以使抵押资产价值高于价值警戒线；(2)在本期债券约定的付息日或兑付日，发行人未按时偿付债券本息；(3)本期债券本金偿债基金未按计划计提，且发行人未能在三十个工作日内补足。

5. 银行授信支持

在本期债券存续期内，抵押资产监管人将在国家法律法规和中国建设银行股份有限公司信贷政策及规章制度允许的情形下，对公司的生产经营给予信贷支持。当公司发生临时性的偿债困难时，抵押资产监管人将根据公司的申请，按照内部规定程序进行评审合格后，对其提供信贷支持。

6. 法律意见

根据浙江海威律师事务所出具的法律意见：公司全资子公司合法拥有抵押物，该抵押物不存在其他任何有损于本期债券持有人利益的第三方权利，且经登记已处于抵押状态；各方所签署的本期债券《债权代理协议》和《企业债券抵押资产监管协议》等法律文件合法有效。

7. 债权保护条款评价

公司拟发行的本期企业债券采用土地使用权抵押，并以公司自身收益和海盐县政府补贴建立封闭式偿债基金，用于本期债券的偿还公司用于抵押的自由资产不存在法律障碍。公司抵押资产评估价值约为本期债券额度的2.51倍。

联合资信认为，公司用于抵押的资产对本期债券的覆盖程度较高。但是，联合资信也注意到，抵押资产价值大、不易分割、未来的变现价值和可操作性存在不确定性。

根据本期债券的发行方案，公司建立了偿债基金专户，并采取封闭式运作，以保障本期

债券的偿付。偿债基金具有一定的集中性，计提相对充分，计提方案明确，可操作性强，以公司自身收益和海盐县政府2009~2015年给予公司15.6亿元财政补贴建立封闭式偿债基金对本期债券偿还提供保障。

综上所述，公司用于抵押的资产对本期债券的到期偿还具有一定的保护能力；而公司封闭式偿债基金专户的设置、海盐县人大及政府安排的财政补贴及对本期债券提供的兑付承诺有效提升了本期债券本息偿还的安全性。但如果公司不能按照上述方案按时、足额提取偿债基金，联合资信将相应跟踪调整本期债券级别。

十. 综合评价

公司是海盐县政府授权海盐县财政局出资组建的国有独资公司，代表海盐县政府履行城市基础设施建设投资与运营管理等职能，作为海盐县基础设施建设的最主要的投融资平台，投资经营风险小。

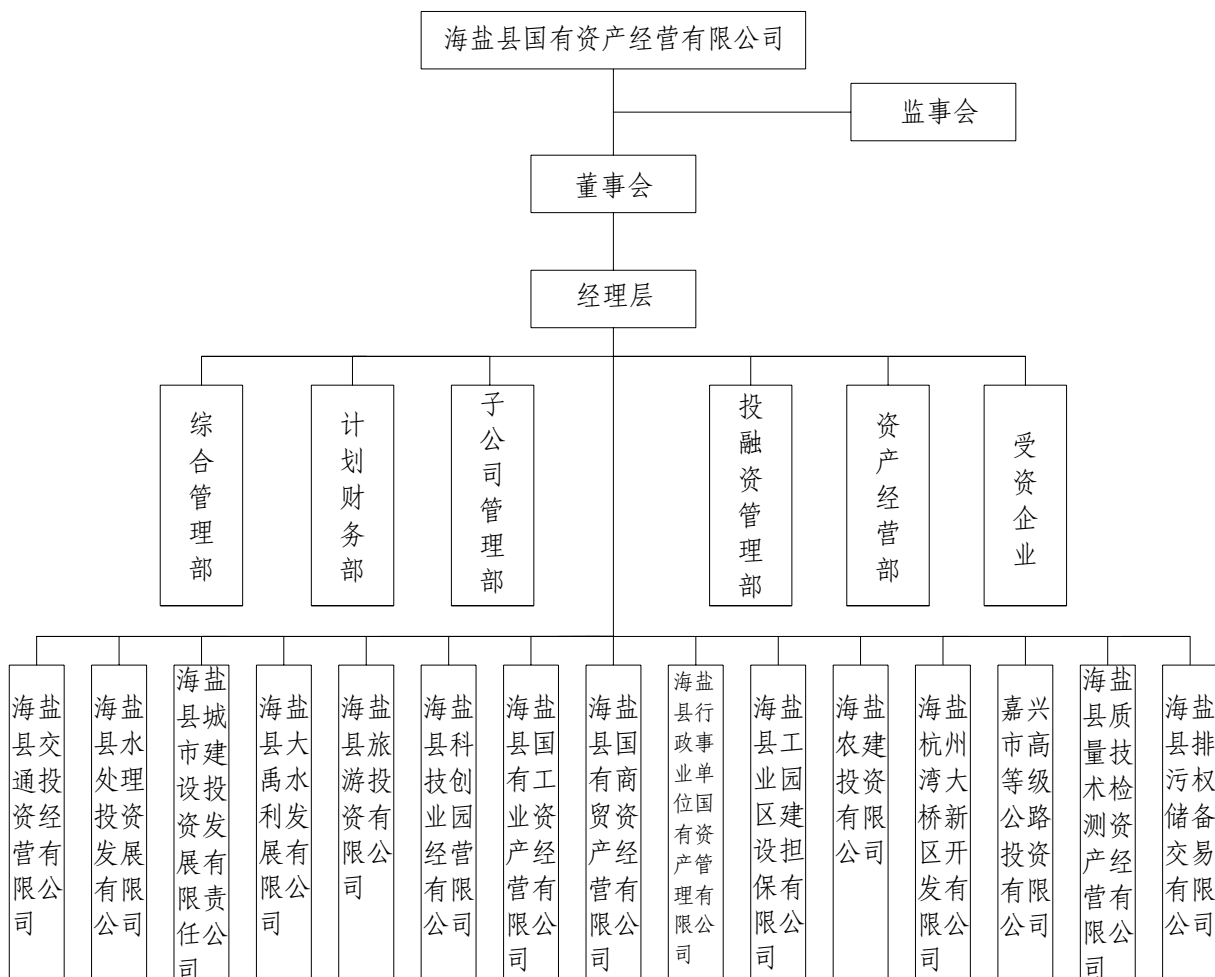
近几年海盐县政府通过对国有资源的整合，向公司注入优质国有资产，公司资产规模扩张迅速，土地存货规模较大，资产质量较好；公司负债水平较低，剔除政府性债务之后，公司实际债务负担进一步下降；目前公司大多数项目公益性较强，盈利能力较弱，主营业务收入与资产规模相比相对较小，但考虑到公司未来项目盈利性较好，同时在城市基础设施建设领域能够得到政府在资金和政策层面的大力支持，公司整体信用风险较小。

本期债券采用土地使用权抵押担保方式，封闭式偿债基金专户的设置和海盐县人大的财政支持对本期债券本息的偿还具有较强的保障，本期债券到期不能偿还的风险较小。

附件 1 城投公司拥有土地详细情况

序号	地块	权证号码	面积（平方米）	评估报告	评估价格 (万元)
1	城东区域（农药厂）	海盐国用（2004） 字第 1-9126 号	86282.00	（2005）148 号	10353.84
2	海滨西路 364 号（啤酒厂）	海盐国用（2004） 字第 1-9124 号	53771.94	（2005）147 号	8603.51
3	广电局西、枣园路南	海盐国用（2006） 字第 1-9005 号	34381.00	（2006）41 号	7144.37
4	海王公路、01 省道西南	海盐国用（2006） 字第 1-9007 号	13189.60	（2006）94 号	1510.21
5	海丰路北、宜家花城西侧	海盐国用（2006） 字第 1-9002 号	98696.00	（2007）185 号	13768.09
6	城东路西、城北东路南	海盐国用（2007） 字第 1-2892 号	19949.00	（2007）181 号	14227.95
7	城东路西、城北东路南	海盐国用（2006） 字第 1-2893 号	43273.00		
8	绮园文化区商业地块	海盐国用（2007） 字第 1-9932 号	81557.00	（07）134 号	15911.77
9	武原镇城东路东、环城东路西	海盐国用（2006） 字第 1-9120 号	162444	（2007）183 号	19471.77
10	庆丰路南、城东路西、枣园路北、 盐平塘路东	海盐国用（2007） 字第 1-3245 号	42499.00	（2007）186 号	15133.58
11	庆丰路南、城东路西、枣园路北、 盐平塘路东	海盐国用（2007） 字第 1-3246 号	26290.00		
12	武原镇海兴中路南侧地块	海盐国用（2006） 字第 1-9004 号	110528.00	（2007）184 号	15728.13
13	城东新区	海盐国用（2007） 字第 1-9935 号	132584.00	（2007）182 号	55937.77
14	城东新区	海盐国用（2007） 字第 1-9933 号	100073.50		
15	城东新区	海盐国用（2007） 字第 1-9934 号	66713.40		
16	城东新区	海盐国用（2007） 字第 1-9936 号	46707.60		
17	城东新区	海盐国用（2007） 字第 1-9937 号	66923.90		
18	城东新区	海盐国用（2007） 字第 1-9938 号	53145.70		
合计			1239008.64		177790.99

附件 2 公司股权组织结构图



附件 2-1 2005~2008 年 6 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
流动资产					
货币资金	11714.75	28635.28	35405.54	73.85	67256.14
短期投资					
应收票据					
应收股利					
应收利息					
应收账款	254.69	665.51	360.14	18.91	290.63
其他应收款	29532.58	36633.87	37875.65	13.25	46285.10
预付账款	21478.50	10230.69	28935.48	16.07	38131.12
应收补贴款					
存货	26823.49	64865.48	63624.07	54.01	407571.71
待摊费用	0.50	0.30	6.76	267.57	10.93
待处理流动资产净损失					
其他流动资产					
流动资产合计	89804.51	141031.14	166207.63	36.04	559545.64
长期投资					
长期股权投资	9082.09	10963.30	11416.57	12.12	11636.26
长期债权投资					
长期投资合计	9082.09	10963.30	11416.57	12.12	11636.26
减：长期投资减值准备					
长期投资净额	9082.09	10963.30	11416.57	12.12	11636.26
固定资产					
固定资产原值	53914.44	69512.44	81030.63	22.59	81813.71
减：累计折旧	5518.70	8831.47	14960.98	64.65	16949.70
固定资产净值	48395.74	60680.97	66069.65	16.84	64864.00
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	48395.74	60680.97	66069.65	16.84	64864.00
在建工程	40598.32	40723.72	58744.44	20.29	67844.73
固定资产清理	0.00	-67.86	-59.20		-261.58
固定资产合计	88994.06	101336.83	124754.89	18.40	132447.15
无形资产及其他资产					
无形资产	26475.03	76951.12	154652.95	141.69	138138.98
开办费			0.00		
长期待摊费用	23.11	33.25	181.88	5464.29	136.08
其他长期资产	33227.67	39640.36	71540.58	46.73	70258.67
无形资产及其他资产合计	59725.80	116624.72	226375.41	123.34	208533.74
递延税项					
递延税项借项			506.59		462.78
资产总计	247606.45	369956.00	529261.10	55.77	912625.57

附件 2-2 2005~2008 年 6 月资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
流动负债					
短期借款	10650.00	200.00	3500.00	-42.67	3500.00
应付票据			900.00		500.00
应付帐款	4439.70	16917.92	6501.28	21.01	5782.61
预收帐款	5233.97	2492.45	4146.07	-11.00	5733.70
应付工资	5.00	0.45	247.20	603.14	219.44
应付福利费	12.98	22.15	2.11	-59.70	0.32
应交税金	112.94	435.77	1617.92	278.49	2828.42
其他应交款	4.81	29.51	100.08	355.91	58.61
其他应付款	31059.94	31775.98	38030.23	10.65	41411.98
预提费用		552.42	258.92		455.87
一年内到期的长期负债			14900.00		7800.00
其他流动负债	53.72	541.23	803.39	286.74	940.85
流动负债合计	51573.06	52967.89	71007.21	17.34	69231.82
长期负债					
长期借款	67128.00	109710.00	130865.70	39.62	183660.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	1805.00	1534.00	4494.00	57.79	4874.00
住房周转金					
其他长期负债					
长期负债合计	68933.00	111244.00	135359.70	40.13	188534.00
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	120506.06	164211.89	206366.91	30.86	257765.82
少数股东权益					
所有者权益					
实收资本	30807.19	30807.19	30807.19		30807.19
资本公积	88517.39	161536.35	268879.51	74.29	594101.83
盈余公积	1099.94	1662.42	2643.11	55.01	2643.11
未分配利润	6675.87	11738.15	20564.39	75.51	27307.62
所有者权益合计	127100.39	205744.11	322894.19	59.39	654859.75
负债及所有者权益合计	247606.45	369956.00	529261.10	46.20	912625.57

附件 3 2005 年～2008 年 6 月利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
一、主营业务收入	7341.41	21292.62	22079.48	73.42	6689.51
减：主营业务成本	3912.94	17670.33	16444.67	105.00	4417.69
主营业务税金及附加	227.39	952.85	877.29	96.42	198.05
二、主营业务利润	3201.08	2669.44	4757.51	21.91	2073.77
加：其他业务利润	104.71	246.69	385.32	91.83	56.02
减：存货跌价损失					
营业费用	110.02	121.52	326.19	72.19	125.60
管理费用	4224.65	6491.77	7999.86	37.61	5034.39
财务费用	1181.80	1040.62	1171.84	-0.42	616.42
三、营业利润	-2210.68	-4737.78	-4355.06	40.36	-3646.61
加：投资收益	334.67	654.28	-1189.77		-83.29
补贴收入	9429.54	9693.14	14414.01	23.64	12072.53
营业外收入	19.16	33.27	1002.59	623.41	308.77
减：营业外支出	230.64	10.45	8.32	-81.01	11.99
加：以前年度调整					
四、利润总额	7342.05	5632.45	9863.45	15.91	8639.41
减：所得税	9.11	7.69	56.52	149.06	1896.18
减：少数股东损益					
加：未确认的投资损失					
五、净利润	7332.93	5624.76	9806.93	15.65	6743.23
加：年初未分配利润	442.87	6675.87	11738.15	414.83	20564.39
盈余公积转入数					
其他调整因素					
六、可供分配的利润	7775.81	12300.63	21545.08	66.46	27307.62
减：提取法定盈余公积	733.29	562.48	980.69	15.65	
提取法定公益金	366.65			-100.00	
七、可供股东分配的利润	6675.87	11738.15	20564.39	75.51	27307.62
减：应付优先股股利					
提取任意盈余公积					
应付普通股股利					
转作股本的普通股股利					
其他					
八、未分配利润	6675.87	11738.15	20564.39	75.51	27307.62

附件 4-1 2005 年～2008 年 6 月现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	6941.42	16525.11	19132.99	66.02	8135.31
收到的税费返还					2.81
收到的其他与经营活动有关的现金	18037.79	21905.72	8720.25	-30.47	25687.08
现金流入小计	24979.21	38430.83	27853.23	5.60	33825.20
购买商品、接受劳务支付的现金	4073.45	11332.54	12551.64	75.54	19374.21
经营租赁所支付的现金					
支付给职工以及为职工支付的现金	151.80	118.96	762.69	124.15	458.87
支付的各项税费	286.71	724.42	767.15	63.58	896.26
支付的其他与经营活动有关的现金	3731.82	14486.44	8051.36	46.88	26157.99
现金流出小计	8243.78	26662.36	22132.84	63.85	46887.32
经营活动产生的现金流量净额	16735.44	11768.47	5720.40	-41.54	-13062.12
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金					
取得投资收益所收到的现金	458.02	26.48	458.02		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	696.47	82.26	694.06	-0.17	105.54
收到的其他与投资活动有关的现金	106.47	968.65	427.38	100.36	1357.63
现金流入小计	1260.95	1077.39	1579.46	11.92	1463.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	26161.18	14449.16	38173.30	20.80	8558.06
投资所支付的现金	4955.44	3030.00	6057.30	10.56	1110.00
支付的其他与投资活动有关的现金	4991.60	-1669.92	2039.30	-36.08	1015.71
现金流出小计	36108.21	15809.24	46269.89	13.20	10683.77
投资活动产生的现金流量净额	-34847.26	-14731.85	-44690.44	13.25	-9220.60
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收权益性投资所收到的现金	3000.00	1900.00	2500.00	-8.71	1100.00
借款所收到的现金	27416.43	103470.00	49399.00	34.23	54881.57
收到的其他与筹资活动有关的现金	7535.25	11266.67	10376.12	17.35	9156.27
现金流入小计	37951.68	116636.67	62275.12	28.10	65137.84
偿还债务所支付的现金	19910.18	75098.00	13500.00	-17.66	9100.00
分配股利或利润所支付的现金	440.91	2471.82	2777.62	150.99	1904.52
支付的其他与筹资活动有关的现金	2004.81	19182.93	257.20	-64.18	0.00
现金流出小计	22355.91	96752.75	16534.82	-14.00	11004.52
筹资活动产生的现金流量净额	15595.78	19883.91	45740.30	71.26	54133.32
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-2516.05	16920.53	6770.25		31850.60

附件 4-2 2005 年~2008 年 6 月现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 6 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
以固定资产偿还债务					
以投资偿还债务					
以固定资产进行长期投资					
以存货偿还债务					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租赁固定资产					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	7332.93	5624.76	9806.93	15.65	6184.02
加: 少数股东损益					
计提的坏帐准备或转销的坏帐	167.80	319.62	-687.34		5.95
固定资产折旧	2294.85	4150.22	3674.91	26.55	3270.45
无形资产摊销	358.80	1005.28	2157.16	145.20	1969.82
长期待摊费用摊销	13.90	12.18	18.49	15.36	13.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	97.26		199.78	43.32	-324.35
待摊费用减少(减:增加)	399.58	0.20	-17.69		-189.74
预提费用增加(减:减少)		552.42	5.37		178.53
固定资产报废损失	70.06			-100.00	
财务费用	1195.41	176.49	627.39	-27.55	647.44
投资损失(减:收益)	-334.67	-601.32	1065.13		83.29
递延税款贷项(减:借项)					-110.22
存货的减少(减:增加)	-125.07	-2088.93	22543.47		-6611.04
经营性应收项目的减少(减:增加)	4494.30	-3944.43	-28412.88		-25665.06
经营性应付项目的增加(减:减少)	3149.58	6207.79	-4370.11		7565.84
其他	-2379.28	354.18	-890.23	-38.83	-80.05
未确认的投资损失					
经营性活动产生的现金流量净额	16735.44	11768.47	5720.40	-41.54	-13062.12
三、现金及现金等价物净增加情况					
货币资金的期末余额	11714.75	28635.28	35405.54	73.85	67256.14
减: 货币资金的期初余额	14230.80	11714.75	28635.28	41.85	35405.54
现金及现金等价物净增加额	-2516.05	16920.53	6770.25		31850.60

附件 5 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	27.97	46.28	43.05	41.01	0.68
存货周转次数(次)	0.05	0.39	0.26	0.25	0.01
总资产周转次数(次)	0.02	0.07	0.05	0.05	0.00
盈利能力					
主营业务利润率(%)	43.60	12.54	21.55	23.26	31.00
总资产收益率(%)	3.92	2.56	2.82	2.96	0.79
净资产收益率(%)	5.77	2.73	3.04	3.49	1.03
现金收入比率(%)	94.55	77.61	86.66	85.52	121.61
财务构成					
资产负债率(%)	48.67	44.39	38.99	42.55	28.24
全部债务资本化比率(%)	37.96	34.82	31.74	33.91	22.99
长期债务资本化比率(%)	34.56	34.78	28.84	31.77	21.90
偿债能力					
流动比率(%)	174.13	266.26	234.07	231.74	808.22
速动比率(%)	122.12	143.80	144.47	139.80	219.50
EBITDA 利息倍数(倍)	8.83	10.47	13.66	11.74	-
全部债务/EBITDA	6.89	9.21	8.86	8.57	-
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.23	-0.03	-0.26	-0.18	-0.11
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-14.16	-2.60	-31.40	-19.31	-

附件 6 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	
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	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
现金收入比率	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 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 公司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，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

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

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

2009 年度 10 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

海盐县国有资产经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。海盐县国有资产经营有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，海盐县国有资产经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注海盐县国有资产经营有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现海盐县国有资产经营有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如海盐县国有资产经营有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至海盐县国有资产经营有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送海盐县国有资产经营有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零九年二月九日

