

跟 踪 评 级 公 告

联合[2009] 501 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A⁺，评级展望为稳定，并维持其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
二零零九年十月二十三日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

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: A⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁺ 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	2009/3/30-2016/3/29	AA	AA

跟踪评级时间: 2009 年 10 月 23 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年
现金类资产(亿元)	3.54	5.14
资产总额(亿元)	52.93	96.35
所有者权益(亿元)	32.29	67.45
短期债务(亿元)	1.93	3.53
全部债务(亿元)	15.02	23.71
主营业务收入(亿元)	2.21	1.02
利润总额(亿元)	0.99	0.07
EBITDA(亿元)	1.70	1.28
经营性净现金流(亿元)	0.57	-3.33
主营业务利润率(%)	21.55	21.82
净资产收益率(%)	3.04	0.10
资产负债率(%)	38.99	29.99
全部债务资本化比率(%)	31.74	26.01
流动比率(%)	234.07	732.92
全部债务/EBITDA(倍)	8.86	18.49
EBITDA 利息倍数(倍)	13.66	2.33
经营现金流动负债比率(倍)	8.06	-42.51

注: EBITDA 及其相关指标中的利息支出未包含资本化部分

分析师

陈 静 李 想
lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

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

跟踪期内, 海盐县整体经济实力和财政实力持续增强, 海盐县国有资产经营有限公司(以下简称“公司”)作为海盐县基础设施建设的投融资平台, 继续得到地方政府在财政资金方面的支持。2008 年公司资产和所有者权益规模迅速扩大; 受安置房可售房屋面积下降影响, 公司收入规模有所下降, 盈利能力仍较弱; 随着项目支出规模的扩大, 公司对外筹资压力加大, 有息债务增加。考虑到政府对公司项目贷款还本付息的支持, 公司实际偿付压力不大。

随着水务、安置房及围垦项目的陆续完工, 公司未来盈利能力有望改善, 同时考虑到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。

“09 盐国资债”(以下简称“本期债券”)采用土地使用权抵押担保方式, 同时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。跟踪期内, 抵押资产评估价值保持稳定。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投资建设主体, 具备地区垄断经营优势。
2. 公司持续得到海盐县政府在项目资本金投入、贷款本息偿还等方面的大力支持。
3. 公司部分水务、安置房及围垦项目已陆续完工, 未来主营业务盈利能力有望提高。

关注

1. 公司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. 公司投资与经营对政府决策依赖较大。

一、企业基本情况

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。

截至2008年底，公司拥有一级子公司15家（详见附件1），公司本部下设综合管理部、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年底，公司（合并）资产总额96.35亿元，所有者权益67.45亿元；2008年公司实现主营业务收入1.02亿元，利润总额0.07

亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.33亿元。

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、债券投资项目概况

公司已于2009年3月30日发行人民币债券10亿元（“09盐国资债”，以下简称“本期债券”），债券期限为7年。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。

本期债券募集资金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2009年6月底，本期债券募集资金使用情况详见表1。

表1 截至2009年6月底债券募集资金使用情况表

项目名称	总投资 (亿元)	已投入资金总额 (亿元)	募集资金已投入 金额(亿元)	项目进展情况简要说明
嘉兴市海盐东段围涂工程	7.73	3.36	1.00	一期工程7050亩已完工；二期工程5600亩已完工70%。
海盐县滨海新城安居工程	5.06	2.33	1.40	海风苑一、二期工程已完工；海景苑一期25幢楼已进入主体装饰阶段。
海盐县城乡供水一期工程	3.96	1.38	0.70	水厂主体已完成88%；管线工程已排38.426KM。
海盐县污水管网工程	3.84	2.30	0.50	已铺设管线143公里，建成泵站16座，在建2座
合计	20.59	9.36	3.60	--

资料来源：公司提供

整体来看，募投工程项目进展情况正常，如期完工可能性大。

三、经营管理分析

1. 区域经济发展

2008年，海盐县国民经济保持稳定增长。

全县实现地区生产总值202.18亿元，同比增长8.5%。其中，第一产业实现增加值14.73亿元，同比增长0.2%；第二产业实现增加值133.58亿元，同比增长7.9%；第三产业实现增加值53.87亿元，同比增长12.2%。第一、二、三产业在生产总值中的比例由上年的7.6 : 66.5 : 25.9 调整

为7.3 : 66.1 : 26.6, 产业结构有所优化。全县人均地区生产总值为54878元。

2008年, 海盐县固定资产投资保持较快增长。全社会固定资产投资完成113.94亿元, 较上年增长43.7%。基础设施投资实现较快增长, 共完成44.19亿元, 较上年增长413.8%, 其中, 水利环境和公共设施管理业、交通运输仓储和邮政业、电力燃气及水的生产供应业投资额分别为4.44亿元、0.96亿元和35.78亿元, 分别比上年增长23.3%、下降63.1%、增长14.6倍。2008年全年完成房地产投资10.99亿元, 比上年增长115.5%。

2008年, 海盐县全县实现财政总收入19.15亿元, 比上年增长19.4%, 其中地方一般预算收入9.69亿元, 比上年增长20.1%。一般预算支出11.41亿元, 比上年增长26.2%。

2008年, 海盐县城乡居民生活水平继续提高。全年城镇居民人均可支配收入为23700元, 比上年增长10.9%; 农村居民人均纯收入11650元, 比上年增长13.0%。

总体来看, 海盐县区域经济实力和财政实力持续增强, 为公司发展提供了良好的区域环境。同时, 城乡居民收入水平的提高, 加大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. 政府资金支持

跟踪期内, 海盐县政府对公司的支持主要体现在补贴资金支持方面。

根据海盐县人民政府盐政发【2008】61号、【2008】62号、【2008】95号及【2008】175号等文件, 2008年, 公司共收到海盐县财政局补贴收入总额为1.27亿元。

根据海盐县政府“盐政【2008】23号”文件, 公司2009~2015年将会获得平均2.23亿元/年的补贴收入, 未来公司补贴收入将会得到大幅提高, 并保持稳定。

3. 资产整合

为做大做强投融资平台、增强公司投融资能力、实现国有资产的保值增值, 2008年下半年开始, 公司进行了一系列资产整合:

① 根据海盐县委办公室盐委办[2008]129号文件, 2008年12月, 公司对海盐县城市建设投资发展有限公司(以下简称“城投公司”)、海盐县滨海建设开发有限公司等企业进行集团化整合, 以海盐县滨海建设开发有限公司为母体组建海盐县城市投资集团有限公司(以下简称“城投集团”), 为公司的全资子公司, 于2009年4月22日完成工商登记, 注册资本5000.00万元。城投集团下设6家全资子公司: 海盐县城市建设投资发展有限公司、海盐县城市建设有限公司、海盐县城市置业有限公司、海盐县城市开发有限公司、海盐县诚信拆迁服务有限责任公司、海盐县城市资产经营管理有限公司。

② 根据海盐县委办公室盐委办[2008]130号文件, 2008年12月, 公司对海盐县水处理投资公司、海盐县自来水公司等企业进行集团化整合, 以海盐县水处理投资有限公司为母体组建海盐县水务投资集团有限公司(以下简称“水务集团”), 为公司的全资子公司, 于2008年12月16日完成工商登记, 截至2009年6月底注册资本为人民币15000.00万元。同时由水务集团全额出资设立6家全资子公司: 海盐县天仙河污水处理有限公司、海盐县天仙河自来水公司、海盐县天仙河制水公司、海盐县三地自来水有限公司、海盐县天仙河市政工程有限公司、海盐县天仙河自来水物资贸易有限公司。

③ 根据海盐县盐政办抄[2008]168号文件, 公司2009年1月对海盐县大禹水利投资有限公司、海盐杭州湾大桥新区开发有限公司、海盐标准件工业城开发有限公司进行集团化整合, 以海盐标准件工业城开发有限公司为母体组建海盐杭州湾投资发展集团有限公司(以下简称“杭州湾集团”), 为公司的全资子公司, 于2009年1月20日完成注册登记, 注册资本18000.00万元。杭州湾集团下设5家子公司: 海盐杭州湾大

桥新区开发有限公司（以下简称“杭州湾大桥公司”）、海盐县大禹水利发展有限公司（以下简称“大禹水利”）、海盐杭州湾港务投资开发有限公司、海盐滨海置业有限公司（以下简称“滨海置业公司”）、海盐杭州湾物业有限公司。

④ 根据2008年11月嘉兴市人民政府（2008）93号专题会议纪要，经海盐县财政局批准，由海盐县国有资产经营有限公司出资（第一期999万元）入股嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司，持股比例为9.99%。

4. 经营分析

公司经营领域主要涉及水务、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；公司本部主要执行管理职能，不直接参与下属子公司的经营运作。

2008年公司实现主营业务收入1.02亿元，较2007年下降53.79%，主要是安置房销售收入下降所致。

（1）水务处理

公司的水务业务主要由新组建的水务集团负责，承担全县自来水生产和供应、污水收集与输送、供水及污水工程建设、维护等职能。2008年公司实现水务相关收入0.45亿元，较2007年增长5.51%。

自来水供应方面，截至2008年底，水务集团日供水能力维持10万吨/日水平。截至目前，海盐县已按计划全面关闭区域内原有地下水取水井和企业自备水井，水务集团的供水量已经实现海盐县全覆盖。受此影响，公司的供水业务收入有所提升，2008年全年完成销售收入0.18亿元，较2007年增长8.18%。

污水处理方面，2008年公司完成污水处理费收入2671.86万元，较2007年增长26.19%。截

至2009年6月底，水务集团已建成污水主、次干线143公里，建成污水提升泵站17座。管网日实际输送污水量3.5万吨。

2008年以来，水务集团加快工程建设进度，截至目前，公司已完成南片污水工程、西片污水工程的于城至百步段、城区污水管网工程的枣园路污水工程。目前公司在建水务工程项目包括海盐县城乡供水一期工程、海盐西片污水处理工程（百步至横港段）等。其中，海盐县城乡供水一期工程为浙江省重点工程，建设内容主要包括日供水能力15万吨地面水厂一座，以及68公里通达全县各个镇（区）的一级供水管线，工程总投资3.9550亿元，计划2009年底竣工。项目竣工后，公司日供水能力将达到21万吨，基本实现全县城乡供水一体化。

未来，随着城乡供水工程和污水管网工程的陆续完工，公司的供水和污水处理能力将得到提高，水务业务收入有望得到提升。

（2）交通建设

公司的交通道路经营业务主要由全资子公司海盐县交通投资经营有限公司（以下简称“交投公司”）承担。2008年，公司共实现通行费收入2236.38万元，较2007年有所下降，降幅为18.55%，主要为杭浦高速正式通车运行分流了01省道嘉兴东西大道海盐段（公司主要进行收费还贷的公路）部分车流量所致。

目前，交投公司主要在建项目包括秦山大道二期工程、南北湖大道工程等，工程总投资额约5.90亿元。从项目资金来源来看，其中2.40亿元将通过财政拨款方式解决，其余3.50亿元企业自筹（主要通过银行借款解决），根据海盐县财政局出具的确认函，其中3.48亿元银行借款将由县财政安排还款。

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2 截至2009年6月底交投公司在建项目情况表

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2009 年 6 月底完成投资情况
		公司自筹	财政拨款	
秦山大道二期工程	5140.00	--	5140.00	已完成 1.28 公里，已完成总投资的 30.76%
南北湖大道	51419.00	35000.00	16419.00	4 月开工建设，已完成总投资的 6.81%
盐嘉公路东互通拓宽工程	2072.57	--	2072.57	已完成总投资的 93.12%
黄湾线、官堂线护岸抢修	350.00	--	350.00	已完成总投资的 71.76%，初步预计 10 月份完工
合计	58981.57	3500.00	23981.57	--

资料来源：公司提供

(3) 安置房建设

公司下属城投集团承担县城规划区内的安置房建设任务；杭州湾集团下属杭州湾大桥公司及滨海置业公司承担开发区内安置房建设任务。由于安置房建设与城市整体拆迁规划密切相关，因此受政府决策影响大。受可售房源减少影响，2008年，公司实现安置房销售收入大幅下降，为0.21亿元，同比下降85.28%。

截至2009年6月底，公司已交付安置房面积约99.60万平方米，在建面积约49.33万平方米；截至2009年6月底，公司安置房在建项目包括文曲佳苑、常秀景苑、小曲景苑、海景苑、浅水湾、大树花苑等。

表3 截至2009年6月底公司在建安置房情况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	房屋数量 (套)	预计交房时间
文曲佳苑	12.40	880	2010.1
常秀景苑	14.75	1056	2010.12
小曲景苑	11.90	976	2009.11
海景苑	9.70	680	2009.12
浅水湾	4.74	340	2010.12
大树花苑	4.92	390	2009.12
合计	58.41	4322	--

资料来源：公司提供

根据公司初步预计，至2009年底，公司将有26.52万平方米、2046套安置房竣工交付使用，随着可售房源的增加，公司安置房销售收

入将大幅提高。

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，截至2008年底，公司拥有土地面积114.03万平方米，评估总额为16.14亿元（详见附表2）。未来随着海盐城市化建设步伐提速，公司土地价值也会进一步显现出来。

(4) 围垦项目

截至2009年6月底，公司围垦项目主要有两块：一块为黄沙坞围垦区；另一块为嘉兴市海盐东段围涂项目。

截至2009年6月底，总投资额为3.98亿元的金沙坞围垦项目已经完工，形成了22500亩国有土地，目前公司正在积极开展项目招商工作。

从海盐东段围涂项目进展情况来看，一期工程已于2008年12月完成，正在进行工程竣工验收；目前正在实施的二期工程于2008年11月开工建设，目前工程进展顺利，截至2009年6月底，主堤基础处理已提前全部完成，主堤抛填块石混合料130万吨，完成主堤长4726米，完成施工堤长度的93.10%，主堤闭气土方完成堤长4666米，完成土方量43.7万m³，已完成投资额9918.6万元，占总合同投资额的61.20%。二期工程计划于2009年底完成合龙闭气，2010年底前完工。

未来随着围垦形成土地的逐步出让，公司将形成可观的土地出让净收益。

(5) 国有资产管理业务

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。2008年公司实现房屋出租及转让收入为994.76万元，与2007年相比略有增长。

截至2009年6月底，由公司负责管理和经营的商住房地产建筑面积85765.2平方米，占地面积61355.09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。由于按历史价值入账，资产账面净值仅为1.22亿元，与现行市场价值相比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。随着公司对城建资产整合的深入以及水务、安置房及围垦项目的陆续完工，公司主营业务收入将有望增长，盈利能力也将得到提升；非盈利业务可以得到市财政的大力支持，风险较低；公司拥有大量的土地资源，未来获利前景良好。

5. 管理分析

跟踪期内，除上文所述资产整合情况外，公司人员及管理方面无其他重大变化。

四、财务分析

公司提供了2008年经中磊会计师事务所有限责任公司审计的合并财务报告，并出具标准无保留审计意见。

2008年公司执行旧会计准则，与2007年一致。

从合并范围来看，2008年，公司新并入6家子公司，均为公司本部及其子公司出资设立或组建，分别为：海盐县天仙河污水处理有限公司（水务集团出资设立）、海盐县天仙河自来水经营有限公司（水务集团出资设立）、海盐县天仙河自来水物资贸易有限公司（水务集团出资设立）、海盐杭州湾港务投资开发有限公司（大禹水利出资设立）、海盐县南北湖农

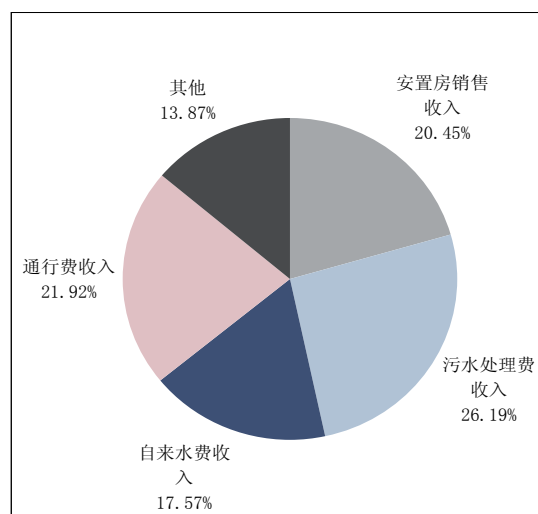
业综合开发有限公司（海盐县旅游投资有限公司出资设立）、海盐县环源排污储备交易有限公司（公司本部出资组建）。2008年新并入公司均为新成立公司，资产总额相对较小，对公司报表连续性影响小。

截至2008年底，公司（合并）资产总额为96.35亿元，负债总额28.90亿元，所有者权益合计67.45亿元；2008年全年公司实现主营业务收入1.02亿元，利润总额0.07亿元。

1. 盈利能力

2008年，受城投公司安置房交房数量下降影响，公司主营业务收入大幅下降，2008年全年为1.02亿元，较2007年下降53.79%。从收入结构来看，水务业务收入（含污水处理费收入及自来水费收入）超过安置房销售收入，成为公司收入的主要来源，占比43.76%。

图1 公司2008年主营业务收入构成图



资料来源：审计报表

2008年公司主营业务利润率为21.82%，与2007年（21.55%）基本持平。

从整体盈利能力来看，在主营业务收入大幅下降及期间费用大幅增加的双重影响下，公司营业利润降幅较大，2008年为-1.29亿元。补贴收入仍是公司净利润的主要支撑，2008年，公司收到补贴收入1.27亿元，较2007年降幅为11.95%。根据海盐县政府“盐政【2008】23号”

文件，公司 2009~2015 年将会获得平均 2.23 亿元/年的补贴收入，未来公司补贴收入仍将保持稳定。

整体来看，由于公司经营业务特殊性，2008 年主营业务盈利能力仍然较弱，补贴收入仍是公司净利润的主要支撑，公司整体盈利能力稳定性较弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，公司经营活动现金流以财政及上级主管部门拨款、项目保证金以及往来款项为主，2008 年公司经营活动现金流入量为 4.43 亿元，较 2007 年增长 59.08%。公司销售商品提供劳务收到的现金降幅（38.47%）小于主营业务收入降幅，带来了现金收入比的增长，2008 年为 115.40%，较 2007 年增长了 28.74 个百分点。受安置房建设投资增多以及往来款项、各项费用等大幅增加影响，2008 年公司经营活动产生的现金流出大幅增加（250.51%），受此影响，2008 年公司经营活动产生的现金流量净额较 2007 年大幅下降，为-3.33 亿元。

从投资活动来看，2008 年公司投资活动现金仍为净流出，但净流出规模较 2007 年有所减少（降幅为 27.57%），为 3.24 亿元。公司筹资活动前现金为净流出，且规模较大，公司对外筹资压力大。

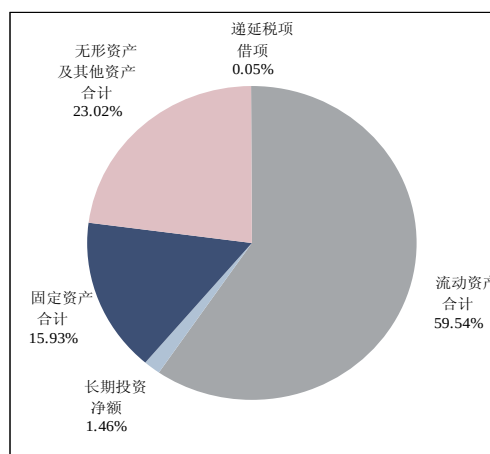
2008 年公司筹资活动以现金流入为主（主要为银行借款），且较 2007 年增幅较大（增幅为 82.91%），同时，随着到期银行借款规模的扩大以及借款利息支出的增加，公司筹资活动现金流出亦有所增加（增幅为 104.21%）。2008 年公司筹资活动现金流量净额达到 8.01 亿元，较 2007 年增长 75.21%。

3. 资本及债务结构

截至 2008 年底，公司资产总额 96.35 亿元，较 2007 年大幅增长，增幅为 82.04%。增加主要为根据海盐县人民政府文件盐政发[2008]47 号、[2008]48 号、[2008]49 号文件划拨转入的

土地（体现在存货科目中）。从资产结构来看，受新划入土地资产价值较大影响，2008 年资产结构中，流动资产所占比重大于无形资产及其它占据第一位，其次为无形资产及其它以及固定资产。

图 2 2008 年底公司资产结构图

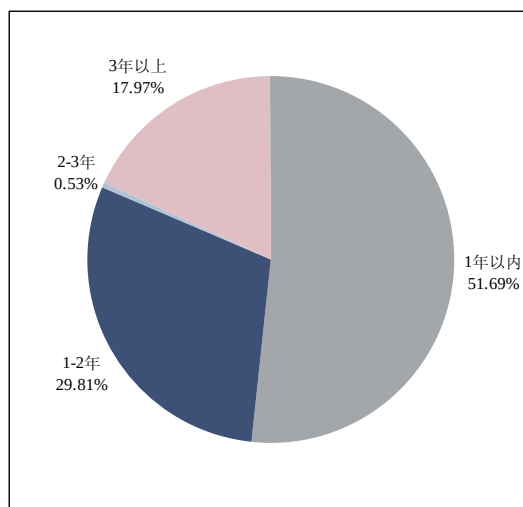


资料来源：审计报告

截至 2008 年底，公司流动资产总额 57.36 亿元，同比增长 245.12%，主要为土地资产划入导致存货增加。流动资产构成仍以存货为主，且存货比重大幅增加（存货净额 44.81 亿元，占比 78.12%），其次为其他应收款（5.70 亿元，占比 9.94%）。存货主要为公司 2008 年新划入的土地资产，其中最主要一块土地资产已作为本期债券抵押资产，位于南北湖黄沙坞东南侧，面积为 166.83 万平方米，土地性质为商业及住宅用地，根据海盐县地价评估事务所评估跟踪评估报告（盐土估字【2009】49 号《土地估价报告》，评估时点为 2009 年 4 月 21 日）该土地价值为 251908.62 万元。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。

截至 2008 年底，公司其他应收款净额 5.70 亿元，较 2007 年增长 50.62%。从公司其他应收款余额账龄结构来看（详见图 3），账龄结构偏长，但其应收对象主要为开发区管委会财政局、开发区国土局等行政事业单位和其他国有企业，回收可能性较大，风险较小。

图3 2008年底公司其他应收款账龄结构图



资料来源：审计报告

截至2008年底，公司固定资产合计15.35亿元，同比增长23.04%，主要为在建工程项目投入额增加所致。从其结构来看，在建工程占比58.27%，固定资产净额占比42.52%。

截至2008年底，公司固定资产原值8.43亿元，较2007年基本持平、略有增长，增长部分主要为在建工程完工转入。

截至2008年底，公司在建工程8.94亿元，同比增长52.25%。跟踪期内，公司新增在建项目6个，主要为杭浦高速西互通连接工程、海盐大道工程、盐嘉公路东互通拓宽工程等。

截至2008年底，公司无形资产14.98亿元，与2007年底基本持平，全部为政府注入的土地资产；其他长期资产7.19亿元，主要为下属公司建设的公益性资产，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。

整体来看，2008年，受南北湖黄沙坞东南侧商业、高档住宅用地注入的影响，公司资产规模大幅扩大，资产结构与2007年相比发生明显变化，流动资产比重超过无形资产及其它占据首位，流动资产中主要为新注入土地资产，土地规模大，具有一定的升值空间；其他长期资产未来的变现能力强。综上所述，联合资信认为目前公司整体资产质量较好。

受长期负债增长带动，2008年底，公司负债总额增长快，达到28.90亿元，同比增长40.02%，小于资产总额增幅。负债结构仍以长期负债为主（占比72.91%），流动负债占比27.09%。

截至2008年底，公司流动负债7.83亿元，同比增长0.73亿元，主要体现为短期有息债务的增长。截至2008年底，短期有息债务3.53亿元，增幅为82.93%，主要源于短期借款的增长；非有息债务4.30亿元，降幅为16.92%，主要体现为其他应付款的减少。2008年底，公司其他应付款2.69亿元（同比下降29.32%），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。

截至2008年底，公司长期负债21.07亿元，较2007年增长55.65%。主要由长期借款（占比95.79%）及专项应付款（占比4.21%）构成。截至2008年底，公司长期借款20.18亿元，较2007年增幅为54.22%。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21.53亿元，主要为公司本部及下属子公司的项目贷款，其中约4.29亿元由财政安排还款（占比19.93%），不构成公司实际债务。

从债务指标情况来看，由于资产规模增幅超过负债规模增幅，2008年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降，分别为29.99%和26.01%，同时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，公司整体债务水平低，实际债务压力小。

如果考虑“09盐国资债”的10亿元企业债券，以2008年底的合并财务数据为基准，公司的资产负债率和全部债务资本化率将分别为36.57%和33.32%，公司债务水平仍将维持在适宜水平。

截至2008年底，受土地资产划入所致资本公积大幅增加带动，公司所有者权益大幅增长，达到67.45亿元，增幅为82.04%。公司所有者权益结构无明显变化，仍以资本公积为主，且所占比重进一步增至91.89%，其次为实收资本

（占比 4.57%）和未分配利润（占比 3.14%）。公司所有者权益稳定性一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2008年底，受流动资产大幅增长影响，公司流动比率大幅上升，达 732.92%，由于公司流动资产中存货占比较大，速动指标相对较低，2008年为160.37%，但仍较2007年上升了15.9个百分点。整体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期支付能力看，受 2008 年利润总额大幅下降影响，公司 EBITDA 规模有所下降，为 1.28 亿元，同比降幅为 24.34%。公司 EBITDA 对利息保护能力大幅下降，EBITDA 利息倍数为 2.33 倍。2008 年，公司全部债务/EBITDA 为 18.49 倍，比 2007 年 8.86 倍大幅上升，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。

截至2009年6月底，公司共获得各商业银行累计授信总额50.44亿元，未使用额度9.36亿元。整体看，公司间接融合渠道畅通。

截至 2008 年底，公司无对外担保。

五、偿债保障措施

1. 土地抵押

“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（权证号为海盐国用（2008）第1-8801号）提供抵押担保。

根据海盐县地价评估事务所跟踪评估报告（盐土估字【2009】49号《土地估价报告》，评估时点为2009年4月21日），该土地价值为 25.19 亿元，与 2008 年 6 月评估价值（25.11 亿元）基本持平，为本期债券发行总额的 2.52 倍，仍保持了适宜的覆盖倍数。

2. 偿债基金

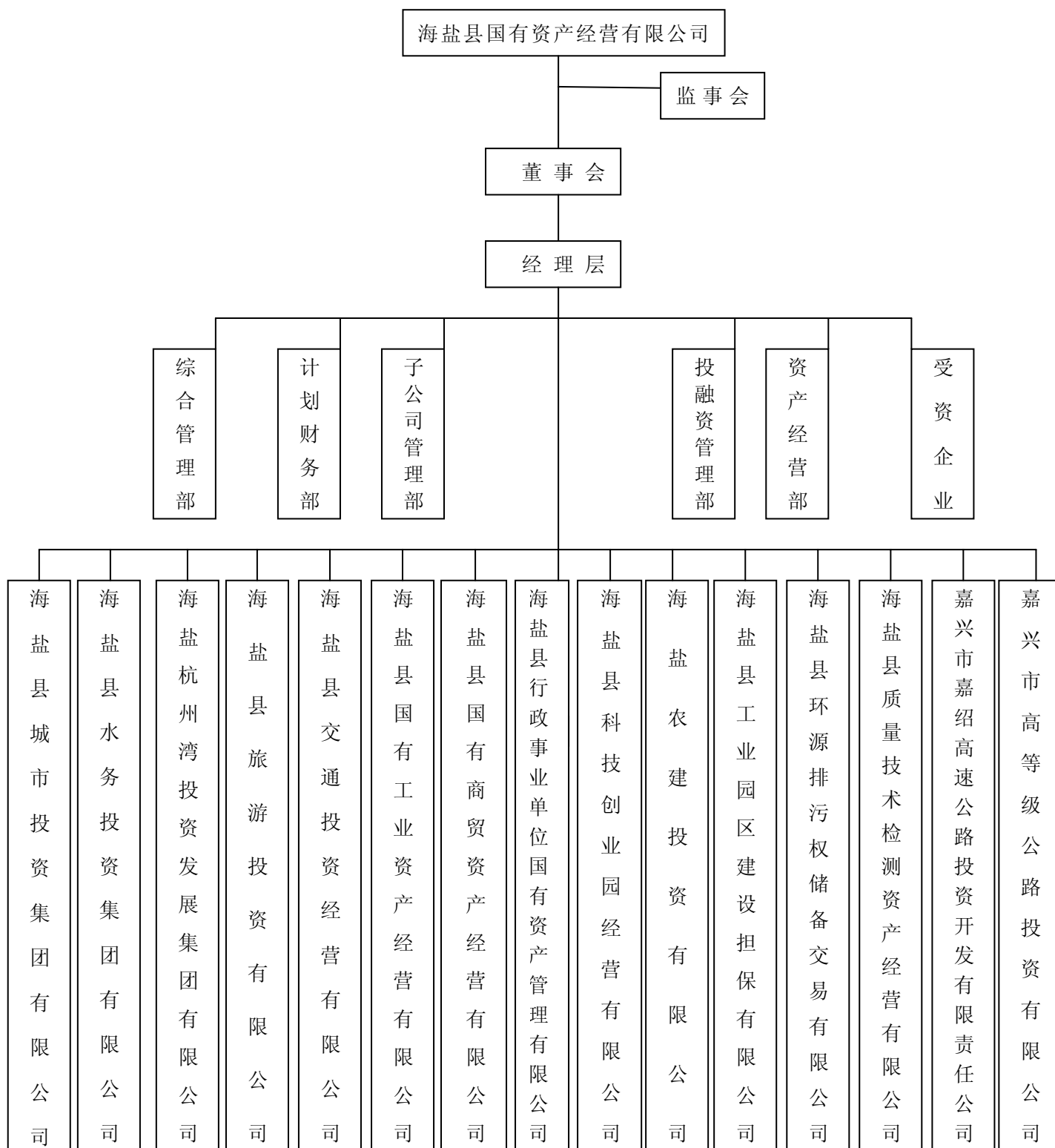
“09盐国资债”以公司自身收益和海盐县政府补贴（根据“盐政【2008】23号”文件规定，海盐县政府将在债券存续期内提供15.6亿元财政补贴支持）建立封闭式偿债基金，用于本期债券的偿还。

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%）。

“09盐国资债”付息日为2010~2016年每年的3月30日，截至目前，公司偿债基金专户中尚未收到相关资金，符合相关规定。

综合考虑，联合资信维持公司A⁺长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“09盐国资债”AA的信用级别。

附件 1 公司股权组织结构图



附件 2 公司土地资源情况表（截至 2008 年底）

序号	地址	权证号码	面积(平方米)	评估报告	评估总额 (万元)
1	庆丰路南、城东路西	(2007) 1-3245	42499.00	盐土估字(2007) 186 号	15133.58
2	城东路西、盐平东路东	(2007) 1-3246	26290.00		
3	武原镇城东新区	(2007) 1-9938	53145.70	盐土估字(2007) 182 号	50332.86
4	武原镇城东新区	(2007) 1-9937	66923.90		
5	武原镇城东新区	(2007) 1-9934	66713.40		
6	武原镇城东新区	(2007) 1-9933	100073.50		
7	武原镇城东新区	(2007) 1-9935	132584.00		
8	城东路西、城北路南	(2007) 1-2892	19949.00	盐土估字(2007) 181 号	14227.95
9	城北东路南、城东路西	(2007) 1-2893	43273.00		
10	武原镇海兴东路南	(2006) 1-9004	110528.00	盐土估字(2007) 184 号	15728.13
11	城东路东、环城东路西	(2006) 1-9120	162440.00	盐土估字(2007) 183 号	19471.77
12	绮园文化区商业地块	(2007) 1-9932	81557.00	盐土估字(2007) 134 号	15911.77
13	武原镇海滨西路 364 号	(2004) 1-9124	53771.94	盐土估字(2005) 147 号	6022.4
14	广电局西、枣园路南侧	(2006) 1-9005	34381.00	盐土估字(2006) 41 号	7144.37
15	海王公路、01 省道西南	(2006) 1-9007	13189.60	盐土估字(2006) 94 号	1510.21
16	城东区域、朝阳路北侧	(2004) 1-9126	86282.00	盐土估字(2005) 148 号	10353.84
17	武原镇城东新区(滨海公司)	(2008) 1-8085	46707.60	盐土估字(2007) 182 号	5604.91
合计			1140308.64	--	161441.79

附件3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动资产			
货币资金	35405.54	49910.57	40.97
短期投资净额		1500.00	
应收票据			
应收股利			
应收利息			
应收账款	360.14	278.61	-22.64
其他应收款	37875.65	57046.64	50.62
应收账款净额	38235.79	57325.25	49.93
预付账款	28935.48	16773.73	-42.03
存货净额	63624.07	448108.18	604.31
待摊费用	6.76	3.86	-42.87
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债权投资			
其他流动资产			
流动资产合计	166207.63	573621.58	245.12
长期投资			
长期股权投资	11416.57	14091.48	23.43
长期债权投资			
长期投资净额	11416.57	14091.48	23.43
固定资产			
固定资产原值	81030.63	84329.76	4.07
减：累计折旧	14960.98	19071.80	27.48
固定资产净值	66069.65	65257.96	-1.23
固定资产净额	66069.65	65257.96	-1.23
在建工程	58744.44	89441.04	52.25
固定资产清理	-59.20	-1205.09	1935.69
固定资产合计	124754.89	153493.91	23.04
无形资产及其他资产			
无形资产	154652.95	149825.19	-3.12
长期待摊费用	181.88	61.84	-66.00
长期应收款			
其他长期资产	71540.58	71888.48	0.49
无形资产及其他资产合计	226375.41	221775.51	-2.03
递延税项			
递延税项借项	506.59	493.72	-2.54
资产总计	529261.10	963476.21	82.04

附件 3-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动负债			
短期借款	3500.00	19400.00	454.29
应付票据	900.00	2405.00	167.22
应付帐款	6501.28	6580.83	1.22
预收帐款	4146.07	6829.40	64.72
应付工资	247.20	236.88	-4.18
应付福利费	2.11	0.31	-85.40
应交税金	1617.92	1019.52	-36.99
其他应交款	100.08	60.80	-39.25
其他应付款	38030.23	26879.46	-29.32
预提费用	258.92	217.38	-16.04
递延收益	803.39	866.85	7.90
担保责任准备金		269.04	
一年内到期的长期负债	14900.00	13500.00	-9.40
其他流动负债			
流动负债合计	71007.21	78265.46	10.22
长期负债			
长期借款	130865.70	201819.72	54.22
应付债券			
长期应付款			
专项应付款	4494.00	8867.28	97.31
其他长期负债			
长期负债合计	135359.70	210687.00	55.65
递延税项			
递延税项贷款			
负债合计	206366.91	288952.46	40.02
少数股东权益			
所有者权益			
实收资本	30807.19	30807.19	
资本公积	268879.51	619832.03	130.52
盈余公积	2643.11	2710.81	2.56
未分配利润	20564.39	21173.72	2.96
外币报表折算差额			
所有者权益合计	322894.19	674523.75	108.90
负债及所有者权益合计	529261.10	963476.21	82.04

附件 4 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	22079.48	10201.94	-53.79
主营业务收入净额	22079.48	10201.94	-53.79
减: 主营业务成本	16444.67	7767.60	-52.77
主营业务税金及附加	877.29	208.13	-76.28
二、主营业务利润	4757.51	2226.21	-53.21
加: 其他业务利润	385.32	195.81	-49.18
减: 存货跌价损失			
营业费用	326.19	628.76	92.76
管理费用	7999.86	9262.39	15.78
财务费用	1171.84	5431.84	363.53
其他			
三、营业利润	-4355.06	-12900.97	196.23
加: 投资收益	-1189.77	750.46	-163.08
补贴收入	14414.01	12692.03	-11.95
营业外收入	1002.59	210.27	-79.03
其他			
减: 营业外支出	8.32	17.77	113.69
其他支出			
加: 以前年度调整			
四、利润总额	9863.45	734.01	-92.56
减: 所得税	56.52	56.97	0.80
减: 少数股东损益			
加: 未确认的投资损失			
五、净利润	9806.93	677.04	-93.10

附件 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)
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	19132.99	11772.82	-38.47
收到的税费返还			
收到的其他与经营活动有关的现金	8720.25	32534.90	273.10
现金流入小计	27853.23	44307.72	59.08
购买商品、接受劳务支付的现金	12551.64	32111.37	155.83
支付给职工以及为职工支付的现金	762.69	2249.94	195.00
支付的各项税费	767.15	1046.86	36.46
支付的其他与经营活动有关的现金	8051.36	42169.82	423.76
现金流出小计	22132.84	77578.00	250.51
经营活动产生的现金流量净额	5720.40	-33270.27	-681.61
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金		50.00	
取得投资收益所收到的现金	458.02	146.42	-68.03
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	694.06	544.77	-21.51
收到的其他与投资活动有关的现金	427.38		-100.00
现金流入小计	1579.46	741.19	-53.07
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	38173.30	29870.30	-21.75
投资所支付的现金	6057.30	3239.00	-46.53
支付的其他与投资活动有关的现金	2039.30		-100.00
现金流出小计	46269.89	33109.30	-28.44
投资活动产生的现金流量净额	-44690.44	-32368.11	-27.57
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	2500.00		-100.00
发行债券所收到的现金			
借款所收到的现金	49399.00	104150.00	110.83
收到的其他与筹资活动有关的现金	10376.12	9759.53	-5.94
现金流入小计	62275.12	113909.53	82.91
偿还债务所支付的现金	13500.00	18750.00	38.89
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2777.62	14943.23	437.99
支付的其他与筹资活动有关的现金	257.20	72.89	-71.66
现金流出小计	16534.82	33766.11	104.21
筹资活动产生的现金流量净额	45740.30	80143.42	75.21
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	6770.25	14505.03	114.25

附件 5-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	9806.93	677.04	-93.10
加: 少数股东损益			
减: 未确认的投资损失			
加: 计提的资产减值准备	-687.34	-571.91	-16.79
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐			
固定资产折旧	3674.91	4240.72	15.40
无形资产摊销	2157.16	2343.09	8.62
长期待摊费用摊销	18.49	4.87	-73.69
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	199.78	-20.93	-110.48
待摊费用减少(减:增加)	-17.69	2.90	-116.37
预提费用增加(减:减少)	5.37	41.54	674.05
固定资产报废损失			
财务费用	627.39	5468.64	771.65
投资损失(减:收益)	1065.13	-750.46	-170.46
递延税款贷项(减:借项)			
存货的减少(减:增加)	22543.47	-41555.70	-284.34
经营性应收项目的减少(减:增加)	-28412.88	-4213.69	-85.17
经营性应付项目的增加(减:减少)	-4370.11	-2889.97	-33.87
其他	-890.23		-100.00
其他长期资产摊销		3953.59	
经营性活动产生的现金流量净额	5720.40	-33270.27	-681.61
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	35405.54	49910.57	40.97
减: 货币资金的期初余额	28635.28	35405.54	23.64
现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	6770.25	14505.03	114.25

附件 6 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	43.05	31.94
存货周转次数(次)	0.26	0.03
总资产周转次数(次)	0.05	0.01
现金收入比(%)	86.66	115.40
盈利能力		
主营业务利润率(%)	21.55	21.82
总资本收益率(%)	2.07	0.07
净资产收益率(%)	3.04	0.10
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	28.84	23.03
全部债务资本化比率(%)	31.74	26.01
资产负债率(%)	38.99	29.99
偿债能力		
流动比率(%)	234.07	732.92
速动比率(%)	144.47	160.37
经营现金流负债比率(倍)	8.06	-42.51
EBITDA 利息倍数(倍)	13.66	2.33
全部债务/EBITDA(倍)	8.86	18.49
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.26	-0.28
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-31.40	-11.92
现金偿债倍数(倍)	0.35	0.51
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.28	0.44
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.06	-0.33

注：公司 EBITDA，及其涉及的包括全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数中的利息支出未包含资本化部分。

附件 7 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	营业收入 / (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 + 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	
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	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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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

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

附件 8 主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。