

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 503 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
二零一零年九月七日



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: 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: 2010 年 9 月 7 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年
现金类资产(亿元)	5.14	14.63
资产总额(亿元)	96.35	139.51
所有者权益(亿元)	67.45	73.87
短期债务(亿元)	3.53	8.58
全部债务(亿元)	23.71	54.18
主营业务收入(亿元)	1.02	5.67
利润总额(亿元)	0.07	-0.95
EBITDA(亿元)	1.28	0.93
经营性净现金流(亿元)	-3.33	-13.38
主营业务利润率(%)	21.82	-34.64
净资产收益率(%)	0.10	0.11
资产负债率(%)	29.99	46.67
全部债务资本化比率(%)	26.01	42.13
流动比率(%)	732.92	448.25
全部债务/EBITDA(倍)	18.49	58.48
经营现金流/流动负债(%)	-42.51	-71.47

分析师

陈静

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。2009 年公司资产规模迅速扩大;受安置房可售房屋面积增加影响,公司收入规模大幅提高,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,有息债务规模明显增加。

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,同时设置了封闭式偿债基金专户,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,偿债基金帐户运行正常。总体看,本期债券到期不能偿还的风险较低。

联合资信也关注到,国务院于2010年6月10日颁布《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发〔2010〕19号),根据该文件,国务院将对融资平台公司进行清理规范。联合资信将密切关注这一政策对公司及本期债券信用水平可能带来的影响。

优势

1. 跟踪期内,海盐县经济持续稳定发展态势,财政实力逐步增强,公司外部发展环境良好。
2. 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。跟踪期内,当地政府对公司的支持持续稳定。
3. 本期债券采用土地使用权抵押担保方式,同时设置封闭式偿债基金专户对本期债券本息的偿还进行保障。跟踪期内,抵押资产评估价值保

持稳定，偿债基金专户的设立及资金安排均按照规定进行。

关注

1. 公司基础设施建设投资项目中公益类项目较多，建设周期长，资金需求量较大。跟踪期内，公司债务负担明显加重。
2. 公司产品定价市场化程度低，盈利能力弱。
3. 公司未来债务偿还主要依靠土地变现及在建安置房的销售资金回笼，资金回流波动性较大，未来可能存在一定的偿债压力。
4. 国务院将对融资平台公司进行清理规范，联合资信将密切关注其对公司及本期债券信用水平可能带来的影响。

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、建设与经营主体。

截至2009年底，公司拥有一级子公司15家，公司本部下设综合管理部、计划财务部、投融资管理部、资产经营部、子公司管理部等5个职能部门。

截至2009年底，公司（合并）资产总额139.51亿元，所有者权益73.87亿元；2009年公司实现主营业务收入5.67亿元，利润总额-0.95亿元。

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、经营管理分析

1. 区域经济发展

2009年，海盐县国民经济保持稳定增长。全县实现地区生产总值210.30亿元，可比增长8.0%。其中，第一产业实现增加值15.13亿元，可比增长3.0%；第二产业实现增加值135.01亿元，可比增长6.4%；第三产业实现增加值60.16亿元，可比增长13.3%。第一、二、三产业在生产总值中的比例由上年的7.3 : 66.1 : 26.6调整为7.2 : 64.2 : 28.6，产业结构有所优化。全县人均地区生产总值为56845元。

2009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179.68亿元，较上年增长57.7%。基础设施投资实现较快增长，县内基础设施投资额共完成19.76亿元，较上年

增长56.5%，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4.33亿元、5.08亿元和6.89亿元。2009年全年完成房地产投资18.49亿元，比上年增长68.3%。

2009年，海盐县全县实现财政总收入21.30亿元，比上年增长11.2%，其中地方一般预算收入10.88亿元，比上年增长13.1%。一般预算支出13.60亿元，比上年增长19.2%。

2009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26270元，比上年增长10.8%；农村居民人均纯收入12582元，比上年增长8.0%。

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。

但联合资信也注意到，国务院于2010年6月10日颁布《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号），根据该文件，国务院将对融资平台公司进行清理规范。联合资信将密切关注这一政策对公司信用水平可能带来的影响。

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【2009】54号文件，2009年度公司及下属子公司收到财政安排资金0.30亿元，列入补贴收入。

根据海盐县人民政府盐政发【2009】55号文件，2009年度公司收到财政安排资金2.71亿元，其中：1.21亿元列入补贴收入，1.5亿元用于安置房建设结算弥补亏损，冲减主营业务成本。

根据由海盐经济开发区管理委员会出具的盐开【2009】161号文件，2009年对公司拨入基础设施、围垦及安置房项目专项补助资金1.11亿

元，列入补贴收入。

3. 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。

2009年公司实现主营业务收入5.67亿元，较2008年增长456.18%，主要是安置房销售收入规模大幅提高所致。

(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。2009年公司实现水务相关收入0.49亿元，较2008年增长8.89%。

自来水供应方面，截至2009年底，水务集团日供水能力维持10万吨/日水平，全年完成销售收入0.16亿元。

污水处理方面，2009年公司完成污水处理费收入3220.00万元，较2008年增长20.52%。截至2009年12月底，水务集团已建成污水主、次干线148公里，建成污水提升泵站18座。管网日实际输送污水量3.5万吨。

2009年以来，水务集团加快工程建设进度，截至2009年底，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供水一期工程、海盐西片污水处理工程、海盐县东片污水处理工程等。其进展情况为污水项目 2010年计划建设西片百步至横港段管线2.1公里，东片工程建设管线3.2公里，城区管网工程建设管线 1.3公里，预计完工时间为2012年。公司在建水务工程总计投资达7.8亿元，项目资金主要来源于财政拨款和水务相关收入。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。2009年，公司共实现通行费收入2266.00万元，较2008年上升1.32%。

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、盐嘉公路东互通拓宽工程和黄湾线、官堂线护岸抢修工程等，工程总投资额约6.19亿元。从项目资金来源来看，主要通过银行借款解决，未来依靠通行费收入及外部的财政支持偿付存量债务。截至2009年年底，交投公司项目存量贷款余额为5.79亿元。根据海盐县财政局出具的文件，以上银行借款还款将由县财政的安排还款。

表1 截至2009年底交投公司在建项目情况表（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2009 年底完成投资情况
		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	全面施工，已完成总投资的 25.28%
盐嘉公路东互通拓宽工程	2072.57	--	2072.57	已完成总投资的 100%
黄湾线、官堂线护岸抢修	3311.00	--	3311.00	已完成 9.2 公里，已完成总投资的 33.9%
合计	61942.57	35000.00	26942.57	--

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。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。由于安置房屋价格取决于政府定价，政府定价低于公司支付成本，亏损由政府给以财政补贴。2009年，受可售房源增加影响，公司实现安置房销售收入为4.92亿元，较上年的0.21亿元大幅上升；2009年公司在获得政府补助1.5亿元冲减主营业务成本基础上，安置房收入仍低于成本1.88亿元，造成公司主营业务亏损（该部分亏损基本上由政府财政补贴弥补）。

截至2009年底，公司已交付安置房面积约72.20万平方米，在建面积约39.62万平方米；截至2009年底，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、浅水湾等，在建安置房投资达到27.15亿元，在未来三年内逐步建成出售。

表2 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
文曲佳苑二期	7.5	570	2010.10
常秀景苑二期	9.5	588	2010.8
小曲景苑二期	1.2	90	2010.5
浅水湾二期	10.9	830	2011
明珠苑一期	10.5	722	2011
合计	39.6	2800	--

资料来源：公司提供

根据公司初步预计，至2010年底，公司将有18.27万平方米、1248套安置房竣工交付使用。

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2009年底，公司拥有土地面积100.83万平方米，评估总额为13.12亿元（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12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年底，总投资额为3.98亿元黄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，主堤基础处理已全部完成，主堤块石混合料抛筑：完成施工堤长度的100%，主堤闭气土方完成施工堤长度的100%，完成土方总量70%，水闸主体工程已完工，龙口已合龙闭气，5.7米平台以下标准海塘护面工程已基本完成，2009年度围涂工程完成投资1.11亿元。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。

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。2009年公司实现房屋出租及转让收入为1065.09万元，较2008年增长7.07%。

截至2009年12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较大的升值空间。

总体看，公司所拥有的水务经营资产具有垄断优势。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政府财政的大力支持，风险较低；公司拥有大量的土地资源，未来获利前景良好。

4. 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。

三、财务分析

公司提供了2009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。

从合并范围来看，2009年，公司新并入10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：海盐鸿运港航开发有限公司、海盐县城市资产经营管理有限公司、海盐县城市置业有限公司、海盐县城市建设有限公司、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、海盐杭州湾投资集团有限公司、海盐滨海置业有限公司、海盐县杭州湾物业有限公司。2009年新并入公司均为新成立公司，对公司报表连续性影响小。

截至2009年底，公司（合并）资产总额139.51亿元，所有者权益73.87亿元；2009年公司实现主营业务收入5.67亿元，利润总额-0.95亿元。

1. 盈利能力

2009年，受城投公司安置房交房数量上升影响，公司主营业务收入规模大幅提高，2009

年全年为5.67亿元，较2008年上升456.18%。从收入结构来看，安置房销售收入超过水务业务收入（含污水处理费收入及自来水费收入）成为公司收入的主要来源，占比86.77%。2009年公司主营业务利润出现大幅亏损，是由于安置房定价低于其建造成本。

从整体盈利能力来看，在主营业务利润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，2009年为-3.81亿元。补贴收入仍是公司净利润的主要支撑，2009年，公司收到补贴收入2.66亿元，较2008年增长109.58%。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，2009年主营业务利润为负，补贴收入仍是公司净利润的主要支撑，公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，公司经营活动现金流入以销售商品、财政及上级主管部门拨款、项目保证金以及往来款项为主。2009年公司经营活动现金流入量为7.85亿元，较2008年增长77.16%，公司销售商品提供劳务收到的现金增幅（559.73%）大于主营业务收入增幅，带来了现金收入比的增长，2009年为136.88%，较2008年增长了21.48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，2009年公司经营活动产生的现金流出大幅增加（173.67%），受此影响，2009年公司经营活动产生的现金流量净额较2008年大幅下降，为-13.38亿元。

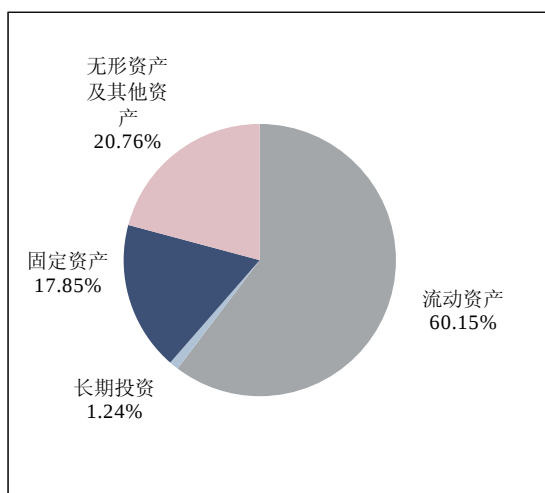
从投资活动来看，2009年公司投资活动现金仍为净流出，且由于在建工程项目及对外投资支出规模大幅增长，公司投资活动净流出规模较2008年明显增加（增幅为151.58%），为8.14亿元。公司筹资活动前现金为净流出，且规模较大，公司资金需求压力较大。

2009 年公司筹资活动以现金流入为主(主要为银行借款及发行债券资金),且较 2008 年增幅较大(增幅为 289.11%),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 289.63%)。2009 年公司筹资活动现金流量净额达到 31.17 亿元,较 2008 年增长 288.89%。

3. 资本及债务结构

截至 2009 年底,公司资产总额 139.51 亿元,较 2008 年增长 44.80%,主要源于流动资产和固定资产的增加。从资产结构来看,受新划入土地资产价值较大影响,2009 年资产结构中,流动资产仍为公司资产主要组成部分,其次为无形资产及其它资产以及固定资产。

图 1 2009 年底公司资产结构图



资料来源: 审计报告

截至 2009 年底,公司流动资产总额 83.92 亿元,同比增长 46.30%,主要为货币资金增加以及存货规模的扩大。流动资产构成仍以存货为主,但存货比重有所降低(存货净额 56.02 亿元,占比 66.75%),其次为货币资金(14.63 亿元,占比 17.44%)和其他应收款(11.88 亿元,占比 14.16%)。

截至 2009 年底,公司货币资金为 14.63 亿元,较上年增长 193.21%,主要为银行借款增加带来的资金总额增加。

截至 2009 年底,公司其他应收款净额 11.88 亿元,较 2008 年增长 108.26%。从公司其他应收款余额账龄结构来看(详见表 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,但回收时间存在一定不确定性。

表 3 2008~2009 年底公司其他应收款账龄结构情况

账龄	2008 年底	2009 年底
1 年以内	51.52	41.22
1-2 年	29.91	30.31
2-3 年	0.53	6.52
3 年以上	18.04	21.95

资料来源: 审计报告

2009 年底,公司存货为 56.02 亿元,同比增长 25.02%,主要源于开发成本的增加。跟踪期内,公司存货开发成本大幅度增加主要是由于组建海盐杭州湾投资发展集团,新增并入海盐县滨海置业有限公司,相应增加大额的安置房项目。

截至 2009 年底,公司固定资产合计 24.89 亿元,同比增长 62.13%,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 63.51%,固定资产净额占比 36.49%。

截至 2009 年底,公司固定资产原值 11.47 亿元,较 2008 年增长 36.06%,增长部分主要为海盐县文体局、财政局等行政事业单位无偿调拨给公司的固定资产 2.61 亿元,期末尚未办理相关产权手续。

截至 2009 年底,公司在建工程 15.81 亿元,同比增长 76.71%。跟踪期内,公司新增在建工程项目投入主要为海盐东段围垦项目投入、海盐经济开发区路桥基础设施工程及拆迁成本。

截至 2009 年底,公司无形资产 16.04 亿元,较 2008 年底增长 7.03%,全部为政府注入的土地资产;其他长期资产 12.76 亿元,较上年增长 77.47%,主要为公司在建工程形成的公益性资产转入,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但变现时限较长。

整体来看，2009年，受流动资产及投资工程项目规模扩大的影响，公司资产规模稳步增长，资产结构与2008年相比发生无明显变化，流动资产仍以存货为主且规模不断增大；其他长期资产未来需要依靠政府逐步回购实现变现，变现时限较长。综上所述，联合资信认为目前公司整体资产质量一般。

受有息债务增长带动，2009年底，公司负债总额增长快，达到65.11亿元，同比增长125.32%，大于资产总额增幅。负债结构仍以长期负债为主（占比71.25%），流动负债占比28.76%。

截至2009年底，公司流动负债18.72亿元，同比增长19.21%，主要体现为短期有息债务、其他应付款和应付账款的增长。截至2009年底，短期有息债务8.58亿元，增幅为143.14%，主要源于短期借款和一年内到期的长期负债的增长；非有息债务10.14亿元，增幅为135.99%，主要体现为其他应付款和应付账款的增加（主要源于公司新并入或组建子公司相应增加的应付款项）。2009年底，公司其他应付款6.30亿元（同比增长134.20%），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2009年底，公司长期负债46.39亿元，较2008年增长120.17%。主要由长期借款（占比75.57%）及应付债券（占比22.72%）构成。截至2009年底，公司长期借款35.05亿元，较2008年增幅为73.69%；应付债券为10.54亿元，主要为2009年3月公司发行的10亿元公司债券及其计提的应付未付利息。

从债务指标情况来看，由于负债规模增幅超过资产规模增幅，2009年底，公司各项债务指标均有所上升，长期资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为37.99%、42.13%和46.67%，目前，公司债务负担较重。

截至2009年底，受政府划入资产所致资

本公积增加带动，公司所有者权益小幅增长，达到73.87亿元，增幅为9.52%。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93.89%，其次为实收资本（占比4.17%）和未分配利润（占比2.97%）。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，受流动负债增长比例较大影响，公司流动比率有所下降，达448.25%，由于公司流动资产中存货占比较大，速动指标相对流动比率较低，2009年为149.03%。考虑到公司流动资产中的其他应收款无法迅速变现的因素，公司实际短期偿债能力应弱于指标值。

从长期支付能力看，受2009年利润总额大幅下降影响，公司EBITDA规模有所下降，为0.93亿元，同比降幅为27.78%。2009年底，公司全部债务/EBITDA为58.48倍，较2008年底大幅上升，EBITDA对全部债务保护能力很弱。考虑到公司的各项业务经营模式，未来偿债资金主要来源为政府财政资金对于安置房业务亏损的补贴以及公益类项目借款偿还安排，公益类项目贷款资金截至目前达到13.59亿元，财政资金偿还具有一定的保障；土地出让收入，根据可研结果，土地出让收益较为可观，但变现时限较长且土地出让价格波动较大；在建安置房的逐步出售回笼资金，该部分资金回流主要受政府拆迁安置计划以及安置房定价与当地商品房价格差距影响。综合看来，公司偿债资金除去政府财政资金支持外，主要源于土地的变现及在建安置房的销售，波动性较大。

截至2009年底，公司共获得各商业银行累计授信总额50.40亿元，未使用额度8.3亿元。

截至2009年底，公司对外提供合计1.82亿元对外担保，担保比率2.46%，对外担保单位均为学校、医院等市政行政单位或市政府重点投资项目建设单位，目前经营、建设状况正常，且担保金额较小，对公司整体经营影响较小。

四、债券募集资金使用和债权保护情况分析

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

1. 本期债券概况

公司于2009年3月30日发行人民币债券10亿元，债券简称“09盐国资债”，债券期限为4+3年（以下简称“本期债券”），本期债券附公司上跳票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券在存续期内前4年票面利率为7.16%。

2. 本期债券投资项目进展情况

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年底，本期债券募集资金使用情况详见表4。

表4 截至2009年底债券募集资金使用情况表

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至2009年底已投入资金总额	截至2009年底募集资金已投入金额	项目进度情况简要说明
嘉兴市海盐东段围涂工程	7.73	5.70	2.63	一期工程7050亩已完工,二期工程5600亩已完工 75%
海盐县滨海新城安居工程	5.06	4.25	2.90	海风苑基本完工,海景苑单体竣工,配套设计在建
海盐县城乡供水一期工程	3.96	3.56	2.49	项目主体已完工,设备处于调试阶段
海盐县污水管网工程	3.84	2.9	0.95	已累计铺设完成污水管线148公里,建成泵站18座。
合计	20.59	16.41	8.97	--

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。

3. 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【2010】93号《土地估价报告》，评估时点为2010年6月4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。

4. 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%）。

根据中国建设银行股份有限公司海盐支行（由中国建设银行股份有限公司嘉兴分行授权，以下简称“建行海盐支行”）2010年6月3日出具的《海盐县国有资产经营有限公司公司债专项偿债基金账户监管报告》资料显示：

(1)公司在建行海盐支行开立了偿债基金专户（账号：330016371270059090330），并委托建行海盐支行对该专户进行监管。

(2)“09盐国资债”付息日为2010~2016年每

年的3月30日。2010年3月30日，公司应兑付债券利息7160万元。公司于2010年2月25日开始逐笔存入偿债利息资金，截至2010年3月25日，累计存入付息资金7161.06万元。

(3)公司于2010年3月25日将本期应兑付债券利息7160万元划至公司在中央结算公司的债券兑付资金专户中（公司已提供银行电汇凭证）。

(4)截至2010年3月30日，公司在建行海盐支行的偿债基金专户余额1.04万元。

总体来看，公司正在积极推进本期债券募投项目的投建，并在跟踪期内取得阶段性进展；跟踪期内，海盐县政府已向公司支付了足额的财政补贴，为公司足额偿付本期债券利息提供保证；偿债账户监管银行提供的监管报告显示，公司在资金安排、支付方式及时间等方面与之初各方的约定保持一致。

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的信用等级。

附件 1 公司土地资源情况表（截至 2009 年底）

序号	地块	权证号码	面积（平方米）	评估报告	评估价格 (万元)
1	武原镇海兴中路南(庆丰厂房)	(2006) 1-9004	110528.00	盐土估字 (2007)184 号	15728.13
2	城东路东、环城东路西	(2006) 1-9120	162440.00	盐土估字 (2007)183 号	19471.77
3	绮园文化区商业地块	(2007) 1-9932	81557.00	盐土估字 (2007)134 号	15911.77
4	武原镇海滨西路 364 号(啤酒厂)	(2004) 1-9124	53771.94	盐土估字 (2005)147 号	6022.40
5	广电局西、枣园路南侧	(2006) 1-9005	34381.00	盐土估字(2006)41 号	7144.37
6	海王公路、01 省道西南	(2006) 1-9007	13189.60	盐土估字(2006)94 号	1510.21
7	城东区域、朝阳路北侧 (农药厂)	(2004) 1-9126	86282.00	盐土估字 (2005)148 号	10353.84
8	武原镇城东新区	(2007) 1-9938	53145.70	盐土估字 (2007)182 号	50332.86
9	武原镇城东新区	(2007) 1-9934	66713.40		
10	武原镇城东新区	(2007) 1-9933	100073.50		
11	武原镇城东新区	(2007) 1-9935	1325840		
12	武原镇城东新区	(2007) 1-9937	66923.90		
13	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	--	--	1008297.64	--	132080.26

附件2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动资产			
货币资金	49910.57	146341.64	193.21
短期投资	1500.00		-100.00
应收票据			
应收账款	278.61	1206.82	333.16
其他应收款	57046.64	118807.15	108.26
预付账款	16773.73	12645.29	-24.61
应收补贴款			
存货	448108.18	560204.76	25.02
待摊费用	3.86	10.51	172.24
其他流动资产			
流动资产合计	573621.58	839216.17	46.30
长期投资			
长期股权投资	14091.48	17122.25	21.51
长期债权投资			
长期投资合计	14091.48	17122.25	21.51
减：长期投资减值准备			
长期投资净额	14091.48	17122.25	21.51
固定资产			
固定资产原值	84329.76	114684.14	35.99
减：累计折旧	19071.80	23575.01	23.61
固定资产净值	65257.96	91109.13	39.61
固定资产净值减值准备			
固定资产净额	65257.96	91109.13	39.61
工程物资		67.26	
在建工程	89441.04	158054.74	76.71
固定资产清理	-1205.09	-374.71	-68.91
固定资产合计	153493.91	248856.42	62.13
无形资产及其他资产			
无形资产	149825.19	160362.21	7.03
长期待摊费用	61.84	1704.32	2656.09
其他长期资产	71888.48	127581.27	77.47
无形资产及其他资产合计	221775.51	289647.80	30.60
递延税项			
递延税项借项	493.72	291.65	-40.93
资产总计	963476.21	1395134.30	44.80

附件 2-2 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	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动负债			
短期借款	19400.00	32100.00	65.46
应付票据	2405.00	340.00	-85.86
应付帐款	6580.83	29276.83	344.88
预收帐款	6829.40	4351.72	-36.28
应付工资	236.88	246.88	4.23
应付福利费	0.31	0.31	0.00
应付股利			
应交税金	1019.52	2006.23	96.78
其他应交款	60.80	176.33	190.03
其他应付款	26879.46	62952.05	134.20
预提费用	217.38	633.55	191.44
递延收益	866.85	997.57	15.08
担保责任准备金	269.04	739.65	174.92
一年内到期的长期负债	13500.00	53400.00	295.56
其他流动负债			
流动负债合计	78265.46	187221.12	139.21
长期负债			
长期借款	201819.72	350542.44	73.69
应付债券		105370.00	
长期应付款		206.00	
专项应付款	8867.28	7758.39	-12.51
其他长期负债			
长期负债合计	210687.00	463876.83	120.17
递延税项			
递延税项贷款		-21.25	
负债合计	288952.46	651076.70	125.32
少数股东权益		5333.73	
所有者权益			
实收资本	30807.19	30807.19	0.00
资本公积	619832.03	693622.48	11.90
盈余公积	2710.81	2794.29	3.08
未确认的投资损失		10425.11	
未分配利润	21173.72	21925.02	3.55
所有者权益合计	674523.75	738723.87	9.52
负债及所有者权益合计	963476.21	1395134.30	44.80

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	10201.94	56740.94	456.18
减: 主营业务成本	7767.60	73558.07	846.99
主营业务税金及附加	208.13	2836.76	1262.99
二、主营业务利润	2226.21	-19653.89	-982.84
加: 其他业务利润	195.81	385.43	96.84
减: 存货跌价损失			
营业费用	628.76	514.62	-18.15
管理费用	9262.39	12078.33	30.40
财务费用	5431.84	6256.36	15.18
三、营业利润	-12900.97	-38117.77	195.46
加: 投资收益	750.46	937.28	24.89
补贴收入	12692.03	26599.61	109.58
营业外收入	210.27	1183.74	462.97
其他			
减: 营业外支出	17.77	87.19	390.53
其他支出			
加: 以前年度调整			
四、利润总额	734.01	-9484.33	-1392.13
减: 所得税	56.97	41.70	-26.81
减: 少数股东损益		64.30	
加: 未确认的投资损失		10425.11	
五、净利润	677.04	834.77	23.30

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 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	11772.82	77668.36	559.73
收到的税费返还		78.32	
收到的其他与经营活动有关的现金	32534.90	749.67	-97.70
现金流入小计	44307.72	78496.34	77.16
购买商品、接受劳务支付的现金	32111.37	152244.60	374.11
支付给职工以及为职工支付的现金	2249.94	3066.70	36.30
支付的各项税费	1046.86	2377.88	127.14
支付的其他与经营活动有关的现金	42169.82	54616.33	29.52
现金流出小计	77578.00	212305.51	173.67
经营活动产生的现金流量净额	-33270.27	-133809.17	302.19
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	50.00	3502.71	6905.41
取得投资收益所收到的现金	146.42	19.40	-86.75
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	544.77	998.65	83.32
收到的其他与投资活动有关的现金		423.74	
现金流入小计	741.19	4944.50	567.11
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	29870.30	73710.51	146.77
投资所支付的现金	3239.00	12653.78	290.67
支付的其他与投资活动有关的现金		11.08	#DIV/0!
现金流出小计	33109.30	86375.38	160.88
投资活动产生的现金流量净额	-32368.11	-81430.88	151.58
三、筹资活动产生的现金流量			
借款所收到的现金	104150.00	376200.00	261.21
收到的其他与筹资活动有关的现金	9759.53	67035.49	586.87
现金流入小计	113909.53	443235.49	289.11
偿还债务所支付的现金	18750.00	103127.27	450.01
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	14943.23	26145.06	74.96
支付的其他与筹资活动有关的现金	72.89	2292.04	3044.68
现金流出小计	33766.11	131564.37	289.63
筹资活动产生的现金流量净额	80143.42	311671.11	288.89
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	14505.03	96431.07	564.81

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	677.04	834.77	23.30
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	-571.91	-341.12	-40.35
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐		0.00	#DIV/0!
固定资产折旧	4240.72	7823.85	84.49
无形资产摊销	2343.09	2494.03	6.44
长期待摊费用摊销	4.87	2048.88	42009.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-20.93	-95.22	354.92
待摊费用减少(减:增加)	2.90	-1.49	-151.35
预提费用增加(减:减少)	41.54	1661.90	3900.88
固定资产报废损失		0.74	
财务费用	5468.64	5379.98	-1.62
投资损失(减:收益)	-750.46	-937.28	24.89
递延税款贷项(减:借项)		-255.84	
存货的减少(减:增加)	-41555.70	-85419.52	105.55
经营性应收项目的减少(减:增加)	-4213.69	-65803.82	1461.67
经营性应付项目的增加(减:减少)	-2889.97	9161.79	-417.02
其他			
其他长期资产摊销	3953.59		-100.00
经营性活动产生的现金流量净额	-33270.27	-123448.35	271.05
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	49910.57	146341.64	193.21
减: 货币资金的期初余额	35405.54	49910.57	40.97
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	14505.03	96431.07	564.81

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	31.94	76.40
存货周转次数(次)	0.03	0.15
总资产周转次数(次)	0.01	0.05
现金收入比(%)	115.40	136.88
盈利能力		
主营业务利润率(%)	21.82	-34.64
总资本收益率(%)	0.07	0.56
净资产收益率(%)	0.10	0.11
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	23.03	37.99
全部债务资本化比率(%)	26.01	42.13
资产负债率(%)	29.99	46.67
偿债能力		
流动比率(%)	732.92	448.25
速动比率(%)	160.37	149.03
经营现金流动负债比率(%)	-42.51	-71.47
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	1.45
全部债务/EBITDA(倍)	18.49	58.48
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.28	-0.40
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-11.92	-33.73

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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。