

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 788 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
二零一一年十月十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

海盐县国有资产经营有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: 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: 2011 年 10 月 17 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年
现金类资产(亿元)	14.63	12.69
资产总额(亿元)	139.51	159.75
所有者权益(亿元)	73.87	80.36
短期债务(亿元)	8.58	8.39
全部债务(亿元)	54.18	58.88
主营业务收入(亿元)	5.67	12.36
利润总额(亿元)	-0.95	2.59
EBITDA(亿元)	0.93	5.18
经营性净现金流(亿元)	-13.38	-0.20
主营业务利润率(%)	-34.64	1.60
净资产收益率(%)	0.11	2.74
资产负债率(%)	46.67	49.25
全部债务资本化比率(%)	42.13	42.07
流动比率(%)	448.25	375.28
全部债务/EBITDA(倍)	58.48	11.36
经营现金流/全部债务(%)	-71.47	-0.78

分析师

陈静 王紫临
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有所增强,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主体,继续得到地方政府在财政资金方面的支持。受益于 2010 年土地出让业务的开展,公司收入规模大幅提高,但整体盈利能力仍较弱。

随着土地销售业务的发展及围垦项目的陆续完工,公司未来盈利能力有望改善,公司整体偿债能力有望逐步增强。同时,考虑到财政资金的持续支持,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。

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建设投融资主体,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。
4. 由于土地出让业务的开展,公司主营业务收入规模明显扩大,盈利指标明显好转。

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,

公司债务规模仍较大。

2. 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。

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2010年底，公司拥有并表子公司43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2010年底，公司（合并）资产总额159.75亿元，所有者权益80.36亿元；2010年公司实现主营业务收入12.36亿元，利润总额2.59亿元。

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

2010年，海盐县国民经济保持稳定增长。全县实现地区生产总值238.27亿元，可比增长8.0%。其中，第一产业实现增加值17.84亿元，可比增长3.1%；第二产业实现增加值151.98亿元，可比增长6.8%；第三产业实现增加值68.45亿元，可比增长12.1%。第一、二、三产业在生产总值中的比例由上年的7.2 : 64.2 : 28.6调整为7.5 : 63.8 : 28.7。全县人均地区生产总值为64063元。

2010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209.04亿元，较上年增长16.3%。基础设施投资实现较快增长，县内基础设施投资额共完成22.4亿元，较上年

增长13.6%，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11.63亿元、3.86亿元和3.14亿元。2010年全年完成房地产投资28.97亿元，比上年增长56.7%。

2010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29287元，比上年增长11.5%；农村居民人均纯收入14111元，比上年增长12.2%。

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，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. 区域财政实力

海盐县地方财政预算体系内可支配收入由一般预算收入、基金收入及上级补助收入构成。2009~2010年，随着区域经济的快速发展，海盐县地方预算体系可支配收入快速增长，主要来自基金收入的增加。

2010年海盐县预算体系中可支配收入合计46.47亿元，其中，基金收入占比较大（为45.17%），其次为一般预算收入（占比29.43%）和上级补助收入（占比20.03%）。

2010年，海盐县财政一般预算收入较2009年同比增长25.74%，为13.68亿元，以税收收入构成为主（占比99.99%），收入相对稳定。2010年，海盐县基金收入较2009年增长114.62%，主要由于土地出让收入较多；2010年上级补助收入较2009年增长19.67%。

2010年，地方可自由支配的财力（“地方预算体系中可支配收入”－“刚性成本支出”）较2009年增长46.40%，达到28.94亿元。地方可自由支配财力的增长，为完善地区基础设施建设提供有力的保障。

整体看，海盐县财政收入增长快速，财政整体实力较强，但地区财政收入对基金收入和上级补贴依赖大，存在一定不稳定性。

表1 海盐县2009-2010年地方可支配收入（亿元）

序号	科目	2009 年	2010 年
加项 1	一般预算收入	10.88	13.68
①	税收收入	10.4	13.58
②	非税收入	0.48	0.1
加项 2	基金收入	9.78	20.99
加项 3	上级补助收入	7.78	9.31
①	返还性收入	2.02	2.04
②	财力性转移支付	1.81	2.52
③	专项转移支付	2.61	2.79
④	地震灾后恢复重建补助收入		
⑤	上年结余	1.34	1.86
⑥	调入资金		0.1
加项 4	预算外收入	3.3	2.49
5	地方预算体系中可支配收入 总计	31.74	46.47
减项 6	刚性成本支出	13.6	17.53
7	地方可自由支配财力	18.14	28.94

注：①资料来源：海盐县财政局

②刚性成本支出包括：科技三项费用、农林水事物、工业交通事业费、流通部门事业费、文体广播事业费、其他部门的事业费、教育、科学、医疗卫生、抚恤和社会福利救济、行政事业单位离退休支出、社会保障与就业、外交、国防、公共安全、行政管理费、武装警察部队、公检法司、支援不发达地区等支出。

3. 政府支持

（1）资金支持

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。2010年，公司收到补贴收入4.62亿元。同时，公司获得市政建设补贴资金2.32亿元。

表2 公司收到补贴资金支持情况

文件号	金额（亿元）	会计科目
县财建[2010]612号文件	0.23	补贴收入
县财[2010]613号文件	2.2	补贴收入（城市基础设施项目专项补贴资金）
县财[2010]614号文件	0.15	补贴收入（旅游景点项目专项补贴资金）
县科[2010]67号文件	0.04	补贴收入（科技创新平台建设补助）
县开财[2010]12号文件	1.83	补贴收入（开发区专项补贴）
县财预[2010]583号文件	0.14	补贴收入

城投集团多返回的土地出让金	0.04	补贴收入
县财建[2010]615号文件	0.25	冲减管理费用
市政建设补贴资金	2.32	专项应付款
总计	7.20	

资料来源：公司提供。

（2）资产注入

2010年，海盐县政府共计拨入各类资产3.27亿元，分别为：（1）县财政注入海盐县交通投资集团有限公司土地使用权3502.13万元。（2）海盐城市投资发展有限公司划入行政事业单位土地资产及粮食局资产7341.89万元。（3）根据海盐县人民政府（2010）1期会议纪要，盐政办抄（2010）6号文件批复，同意将澉浦镇黄沙坞垦区200亩土地权交付公司作商住用地，并于2010年2月10日将土地使用权8473.19万元无偿划给海盐县南北湖旅游开发建设有限公司。（4）2010年3月海盐县旅游局将三湾区景区1-3幢小别墅土地使用权150.31万元和房屋76.13万元无偿划拨给海盐县南北湖旅游资产经营管理有限公司。（5）根据2009年12月份由公司和海盐县南北湖风景区管理委员会签订的《企业国有股权无偿划转协议》，海盐县南北湖风景区管理委员会将其持有的海盐南北湖风景区投资开发有限责任公司（现在更名为海盐南北湖旅游投资集团有限公司）100%股权无偿划转给公司，按照2009年12月31日的净资产2010年入账资本公积13175.18万元。

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。

2010年公司实现主营业务收入12.36亿元，较2009年增长117.79%。主营业务利润率由2009年的-34.64%增长为2010年的1.60%。主要系公司新增土地销售业务的毛利高导致，但由于安置房为公益项目，毛利仍然过低。公司整体盈

利指标仍不理想。公司各业务毛利及占比情况见下表。

表3 2010年 公司主营毛利及收入占比 (%)

科目	毛利率		主营业务收入占比	
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
安置房销售	-38.14	-106.22	86.71	28.22
污水处理	7.61	2.74	5.42	2.82
自来水	-28.66	31.60	1.97	1.93
通行费	58.25	14.84	3.99	0.25
土地开发		49.76		64.45
旅游景点		44.08		0.94
其他	65.85	24.27	1.91	1.39
总计	-29.64	3.57	100.00	100.00

资料来源：公司提供

(1)土地出让

2010年，公司新增土地出让收入，实现收入7.96亿元。

公司土地出让经营模式为：公司受海盐县政府委托，负责市重点工程投资建设项目规划控制范围内土地的整理、熟化和收储工作。公司将其重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由国土局通过招、拍、挂等手段出让，所得收入由拍受人上交海盐县财政局；财政局将征收、熟化土地的成本拨付给公司，并且，公司将获得按照文件规定比例的土地出让净收益，按照《海盐县人民政府办公室[2009]2号》协议规定，公司委托开发指定区域范围内的土地出让后，可以取得净收益（指成交价扣除国土规费、财政税费、前期公司垫付的开发费用等）的70%，另外公司前期垫付的开发费用全部返还。公司土地整理项目前期开发资金主要来源于自筹和银行贷款。2010年，公司土地出让情况见下表。

表4 2010年公司通过挂牌方式出让土地情况（万元/亩、万元）

序号	地块位置	土地面积(亩)	拍卖单价	土地总价	2010年实现收入
1	城东新区 A 地块	141.04	168.0	23694.30	17473.00
2	城东新区 B 地块	85.41	196.0	16739.80	11777.00
3	城东新区 C 地块	111.48	267.4	29810.55	19352.00
4	城东新区 D 地块	116.17	239.4	27810.14	18539.00
5	海风苑安置房项目	94.80	66.19	6275.00	5978.00
6	海景苑安置房项目	103.18	66.88	6901.00	6531.00
合计		652.08		111230.79	79649.00

资料来源：公司提供；注：ABCD 地块为商用地，单价较高。

未来几年内，公司土地整理、收储业务重点发展区域主要为枣园路南侧地块、公安局南侧地块、滨海大道西侧地块、东西大道东侧地块、盐北路南侧地块等工程，总授权开发面积大约为 2197 亩。

(2)水务处理

公司的水务业务主要由水务集团负责，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。2010年公司实现水务相关收入0.59亿元，较2009年增长39.84%。

自来水供应方面，截至2010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0.24亿元。2009年，公司仅向县城供水，产能利用率较低，毛利率为负。2010年公司合并乡镇水厂供水渠道，扩大供水面积，在固定成本变化不大的情况下，公司的自来水收入快速增长，拉高了毛利率。该业务毛利率由2009年-28.66%增长到2010年的31.60%。

污水处理方面，2010年公司完成污水处理费收入0.35亿元，较2009年增长13.20%。截至

2010年底，水务集团已建成污水主、次干线182公里，建成污水提升泵站21座。管网日实际输送污水量4.2万吨。

2010年，水务集团加快建设，已建成城区长安路、桑德兰路建设污水管线1.2公里，目前长安路污水管道已完工，桑德兰路管线基本完成，完成管线长度1.5公里。目前，公司在建水务工程项目包括海盐县城乡供水二期工程、海盐西片污水处理工程、海盐县东片污水处理工程等，预计完工时间为2012年。公司在建水务工程总计投资15.2亿元，现已完成投入8.25亿元，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。

(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，亏损由政府给予财政补贴。2010年，公司实现安置房销售收入为3.49亿元；成本7.19亿元，公司安置房毛利率从2009年的-38.14%降低至2010年的-106.22%，主要是房屋建设成本及单位面积售价的大幅调整造成，公司建设成本由2009年的2700元升至2010年3300元，而2009年主要销售市区房屋，均价4300元/米，2010年公司主要销售郊区安置房，政府定价800元/平方米，该项主营业务亏损基本上由政府财政补贴弥补。

截至2010年底，公司已交付安置房面积72.20万平方米，在建面积82.94万平方米；截至

2010年底，公司在建安置房投资达到8.42亿元，在未来三年内逐步建成出售。

表5 截至2010年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
浅水湾	10.90	830	2011年4月
明珠苑	17.60	1276	2011年9月
常和景苑	15	1200	2012年4月
盐平春晓苑	14.42	1011	2012年4月
盐平春晓苑西区	5.82	420	2012年4月
盛世钱塘	19.20	1430	2012年10月
合计	82.94	6167	--

资料来源：公司提供

根据初步估计，至2011年底，公司将有28.5万平方米、2106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2010年底，公司拥有土地面积119.35万平方米，评估总额为26.6亿元，其中经过中介机构评估的土地面积81.15万平方米，评估总额为10.6亿元。（详见附表1）。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2010年12月底，公司围垦项目主要有：黄沙坞围垦区项目，形成土地13500亩；嘉兴市海盐东段围涂项目，形成土地22500亩。新增土地主要作为临港工业区和城镇生活区。目前，以上项目已完工，但尚未形成出让收入。

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) 公共基础设施建设

公司公共基础设施建设项目包括交通道路、海塘、供水管网等。项目资金主要来源于补贴收入（2010年共计7.20亿元）、回购款（目前暂无）

和营业收入构成，同时交投公司的交通基础设施贷款由政府出具承诺书全额偿还。2010年公司共投入建设资金6.54亿元（其中交投2.95亿元）。目前，公司在建公共基础设施项目32项（其中交投16项），已投资且未完成部分共计18.78亿元（其中交投7.47亿元）。已完成的部分全部归入其他长期资产，2010年为15.33亿元，较上年增长20.15%，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。目前，县政府已经通过盐政发【2008】63号文、盐政发【2008】65号文和海盐县经济开发区管委会【2008】17号文确认适时回购新桥路、环城南路2、3标段等16项资产，以2010年底账面价值计算，共计6.16亿元。

5. 管理分析

跟踪期内，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2010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，2010年，公司新并入12家子公司，其中11家为公司本部及其子公司出资设立或组建，海盐县南北湖旅游投资集团有限公司是根据《企业国有股权无偿划转协议》由海盐县南北湖风景区管理委员会无偿划转给公司，2010年新并入公司主要为新成立公司，对公司报表连续性影响小。

截至2010年底，公司（合并）资产总额159.75亿元，所有者权益80.36亿元；2010年公司实现主营业务收入12.36亿元，利润总额2.59亿元。

1. 盈利能力

2010年，受益于城投公司土地开发收入的增长，公司主营业务收入规模大幅提升，2010年全年为12.36亿元，较2009年上升117.79%。

从收入结构来看，土地开发收入超过安置房销售收入成为公司收入的主要来源，占比64.45%。2010年公司主营业务利润扭亏为盈，公司净资产收益率、总资本收益率和主营业务利润率分别为2.74%、2.57%和1.60%，分别较2009年提高了2.63%、2.00%和36.24%。公司盈利能力由于新增土地开发业务而大幅提升，但仍然较弱。

从整体盈利能力来看，虽然主营业务利润扭亏为盈，然而由于财务费用（主要是利息支出）增长较快、管理费用（主要为折旧和摊销）较大等原因，公司营业利润虽然较上年有所改善，但仍然为负，2010年为-2.07亿元。补贴收入仍是公司净利润的主要支撑，2010年，公司收到补贴收入4.62亿元，较2009年增长73.81%。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，2010年主营业务利润较低，在有息债务规模持续增加情况下，公司财务费用快速增长，平均借款成本呈上升趋势，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。2010年公司销售商品、提供劳务收到现金6.37亿元，较2009年减少18.03%。2010年公司土地出让确认收入有部分尚未收到现金，计入应收账款，导致公司经营活动收到现金与实现收入不匹配，带来了现金收入比的大幅下降，2010年为51.52%，较2009年下降了85.36个百分点。公司2010年收到其他与经营活动有关的现金主要为各级拨款、项目保证金以及往来款项，为8.23亿元，较2009年增长10860.35%，导致公司经营活动现金流入较2009年增长85.78%。受此影响，2010年公司经营活动产生的现金流量净额较

2009 年有所改善，但仍然为负，为-0.20 亿元。

从投资活动来看，2010 年公司投资活动现金仍为净流出，由于投资支出规模下降，公司投资活动净流出规模较 2009 年下降 37.61%，为-5.08 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。

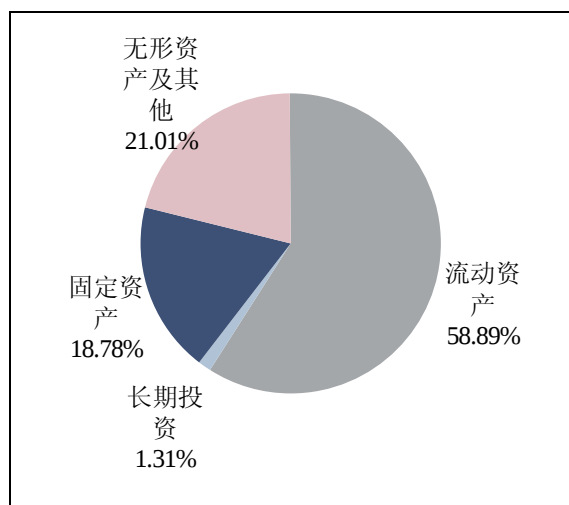
2010 年公司筹资活动以现金流入为主(主要为银行借款)，为 22.97 亿元，较 2009 年减少 48.17%，同时，随着到期银行借款规模的扩大以及借款利息支出的增加，公司筹资活动现金流出有所增加，为 19.64 亿元（增幅为 49.27%）。2010 年公司筹资活动现金流量净额 3.34 亿元，较 2009 年减少 89.30%。

总体来看，受益于公司收到较多的补贴收入，2010 年，公司的经营性现金净流入有所改善；同时公司投资规模下降，导致现金流对筹资的依赖程度降低。整体来看，公司的现金流受补贴资金的影响较大，资金压力较大。

3. 资本及债务结构

截至 2010 年底，公司资产总额 159.75 亿元，较 2009 年增长 14.51%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，与 2009 年资产结构变化不大。

图 1 2010 年底公司资产结构图



资料来源：根据审计报告编制

截至 2010 年底，公司流动资产总额 94.06

亿元，同比增长 12.08%，主要为应收账款、其他应收款的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 59.29 亿元，占比 63.03%），其次为其他应收款（16.33 亿元，占比 17.36%）和货币资金（12.69 亿元，占比 13.49%）。

截至 2010 年底，公司货币资金为 12.69 亿元，较上年下降 13.26%，主要为借款收到现金减少导致。

截至 2010 年，公司应收账款 4.35 亿元，较 2009 年增长 3501.27%。主要是 2010 年，公司新开土地销售业务，与海盐县财政局签署合作开发协议，并确认的应收项目合作款。

截至 2010 年底，公司其他应收款净额 16.33 亿元，较 2009 年增长 37.47%。从公司其他应收款余额账龄结构来看（详见表 6），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往来，回收可能性较大，但回收时间存在一定不确定性。

表 6 2009~2010 年底公司其他应收款账龄结构情况

账龄	2009 年底	2010 年
1 年以内	41.22	41.30
1-2 年	30.31	37.76
2-3 年	6.52	9.81
3 年以上	21.95	11.13

资料来源：审计报告

2010 年底，公司存货为 59.29 亿元，同比增长 5.83%，主要源于开发成本和开发产品的增加，主要为安置房及土地资产，变现能力弱。

截至 2010 年底，公司固定资产合计 30.00 亿元，同比增长 20.54%，主要为在建工程项目增加所致。从其结构来看，在建工程占比 66.25%，固定资产净额占比 33.68%。

截至 2010 年底，公司固定资产原值 11.91 亿元，较 2009 年增长 3.87%，增长部分主要为在建工程完工转入。

截至 2010 年底，公司在建工程 19.87 亿元，

同比增长 25.74%。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2010年底，公司无形资产18.01亿元，较2009年底增长12.32%，主要为政府注入的土地资产；其他长期资产15.33亿元，较上年增长20.15%，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，2010年，受流动资产、投资工程项目规模扩大及政府注入土地的影响，公司资产规模稳步增长，资产结构与2009年相比无明显变化，流动资产仍以存货为主且规模有所增大；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。

2010年底，公司负债总额平稳增长，主要受有息债务、其他应付款增长带动，达到78.67亿元，同比增长20.83%，略大于资产总额增幅。负债结构仍以长期负债为主，占比68.14%，流动负债占比31.86%。

截至2010年底，公司流动负债25.06亿元，主要由短期借款（占比12.94%）、应付账款（占比14.91%）、其他应付款（占比46.22%）及一年内到期长期负债（占比19.31%）构成，2010年公司流动负债较2009年增长33.88%，主要体现为其他应付款的增长。截至2010年底，公司其他应付款11.58亿元（同比增长84.03%），主要为工程项目的履约保证金、公司的上级部门拨款、应付未付的用地成本及工程款等，2010年增加的主要原因是（1）公司2010年新增合并范围内的子公司海盐南北湖旅游投资集团公司其他应付款增加了1.86亿元；（2）公司下属子公司海盐环源排污权储备交易有限公司收到排污权费1.68亿元，因如何处理在政策方面未确定，先挂在其他应付款；（3）海盐滨海新农村建设有限公司从海盐开发区财政局借入资金0.32亿元。

截至2010年底，公司长期负债53.61亿元，较2009年增长15.56%。主要由长期借款（占比74.54%）、应付债券（占比19.66%）及专项应付款（占比5.77%）构成。截至2010年底，公司长期借款39.96亿元，较2009年增幅为13.99%；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。专项应付款3.09亿元，主要为市政建设补贴资金。

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，2010年底，公司各项债务指标均略上升，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为38.38%、42.07和49.25%，目前，公司债务负担尚在可承受范围内。

截至2010年底，受政府划入资产，资本公积增加带动，公司所有者权益小幅增长，达到80.36亿元，增幅为8.78%。公司所有者权益结构无明显变化，仍以资本公积为主（占比91.49%），其次为实收资本（占比3.83%）和未分配利润（占比5.19%）。公司所有者权益较稳定。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，受流动负债增长影响，公司流动比率有所下降，为375.28%，由于公司流动资产中存货占比较大，速动比率指标相对流动比率较低，2010年为138.74%。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。

从长期偿债能力看，受2010年利润总额大幅上升影响，公司EBITDA规模大幅上升，为51811.47万元，同比升幅为184.95%。2010年底，公司全部债务/EBITDA为11.36倍，较2009年底大幅下降，但EBITDA对全部债务保护能力仍很弱。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补贴、土地出让收入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8.35亿元，县政府

出具承诺书，交通投资公司 5.17 亿元将有政府代为偿还），财政资金偿还具有有一定的保障；根据可研结果，未来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 2010 年底，公司共获得各商业银行累计授信总额 75.1 亿元，未使用额度 23.26 亿元。

截至2010年底，公司对外提供合计3.3亿元对外担保，担保比率4.11%，对外担保单位主要为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

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”），本期债券附公司上调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%。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

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2010年底，本期债券募集资金使用情况详见下表。

表7 截至2010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 2010 年底已投入资金总额	截至 2010 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	7.32	3.40	一、二期工程均已完工，等待验收。
海盐县滨海新城安居工程	5.06	4.98	3.00	海风苑、海景苑均已完工。
海盐县城乡供水一期工程	3.96	4.03	2.59	项目主体已完工，设备调试已完成。
海盐县污水管网工程	3.84	3.42	1.01	已累计铺设管线 182 公里，建成泵站 21 座。
合计	20.59	19.55	10	

资料来源：公司提供

整体来看，募投工程项目已基本完成，募集资金已全部使用。

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。

根据海盐中联资产评估有限公司资产评估报告（盐中资评报字【2011】76号《资产评估报告》，评估基准日为2010年12月31日），该土地价值为26.03亿元，与2010年6月评估价值（25.19亿元）基本持平，为本期债券发行总额的2.60倍，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2011年6月6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:

“09盐国资债”付息日为2010~2016年每年的3月30日。2011年3月30日,公司应兑付债券利息7160万元。截至2011年3月25日累计存入付息资金7161.20万元。

公司于2011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)。

截至2011年3月30日,公司在建行海盐支行的偿债基金专户余额2.30万元。

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 2010 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	城东路东、环城东路西	（2006）1-9120	162440.00	盐土估字 (2007)183 号	19471.77
2	绮园文化区商业地块	（2007）1-9932	81557.00	盐土估字 (2007)134 号	15911.77
3	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
4	广电局西、枣园路南侧	（2006）1-9005	34381.00	盐土估字(2006)41 号	7144.37
5	海王公路、01 省道西 南	（2006）1-9007	13189.60	盐土估字(2006)94 号	1510.21
6	武原镇城东新区	（2007）1-9938	53145.70	盐土估字 (2007)182 号	50332.86
7	武原镇城东新区	（2007）1-9934	66713.40		
8	武原镇城东新区	（2007）1-9933	100073.50		
9	武原镇城东新区	（2007）1-9935	132584		
10	武原镇城东新区	（2007）1-9937	66923.90		
11	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	--	--	811487.64	--	105998.29

附件2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	146341.64	126936.42	-13.26
应收账款	1206.82	43460.97	3 501.27
其他应收款	118807.15	163323.16	37.47
预付账款	12645.29	14014.40	10.83
存货	560204.76	592882.56	5.83
待摊费用	10.51	8.94	-14.93
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		0.83	
流动资产合计	839216.17	940627.28	12.08
长期投资			
长期股权投资	17122.25	20958.04	22.40
长期债权投资			
长期投资合计	17122.25	20958.04	22.40
长期投资净额	17122.25	20958.04	22.40
固定资产			
固定资产原值	114684.14	119127.82	3.87
减：累计折旧	23575.01	18085.59	-23.28
固定资产净值	91109.13	101042.23	10.90
固定资产净额	91109.13	101042.23	10.90
工程物资	67.26	103.60	54.03
在建工程	158054.74	198730.64	25.74
固定资产合计	248856.42	299982.52	20.54
无形资产及其他资产			
无形资产	160362.21	180124.17	12.32
长期待摊费用	1704.32	2176.96	27.73
其他长期资产	127581.27	153291.56	20.15
无形资产及其他资产合计	289647.80	335592.69	15.86
递延税项			
递延税项借项			
资产总计	1395134.30	1597540.77	14.51

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	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债			
短期借款	32100.00	32430.00	1.03
应付票据	340.00	3050.00	797.06
应付账款	29276.83	37383.23	27.69
预收账款	4351.72	8808.31	102.41
应付工资	246.88	215.17	-12.85
应付福利费	0.31	0.31	0.00
应交税金	2006.23	2420.17	20.63
其他未交款	176.33	209.26	18.68
其他应付款	62952.05	115848.90	84.03
预提费用	633.55	301.72	-52.38
担保责任准备金	739.65		-100.00
递延收益	997.57	1578.21	58.21
一年内到期的长期负债	53400.00	48400.00	-9.36
其他流动负债			
流动负债合计	187221.12	250645.27	33.88
长期负债			
长期借款	350542.44	399569.09	13.99
应付债券	105370.00	105370.00	0.00
长期应付款	206.00	206.00	0.00
专项应付款	7758.39	30927.06	298.63
其他长期负债			
长期负债合计	463876.83	536072.15	15.56
负债合计	651076.70	786717.42	20.83
少数股东权益	5333.73	7240.31	35.75
所有者权益			
实收资本	30807.19	30807.19	0.00
资本公积	693622.48	735228.38	6.00
盈余公积	2794.29	4989.72	78.57
未分配利润	21925.02	41688.35	90.14
未确认的投资损失（以“-”号填列）			
外币报表折算差额			
所有者权益合计	738723.87	803583.03	8.78
负债及所有者权益合计	1395134.30	1597540.77	14.51

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、主营业务收入	56740.94	123575.50	117.79
减: 主营业务成本	73558.07	119162.65	62.00
主营业务税金及附加	2836.76	2436.59	-14.11
二、主营业务利润	-19653.89	1976.25	-110.06
加: 其他业务利润	385.43	1310.41	239.99
减: 营业费用	514.62	974.71	89.41
管理费用	12078.33	12103.38	0.21
财务费用	6256.36	10904.48	74.29
三、营业利润	-38117.77	-20695.91	-45.71
加: 投资收益	937.28	0.46	-99.95
补贴收入	26599.61	46232.40	73.81
营业外收入	1183.74	605.40	-48.86
其他			
减: 营业外支出	87.19	285.43	227.36
四、利润总额	-9484.33	25856.92	-372.63
减: 所得税	41.70	47.14	13.04
减: 少数股东损益	64.30	2501.42	3790.06
加: 未确认的投资损失	10425.11	-1298.95	-112.46
五、净利润	834.77	22009.41	2536.57
加: 年初未分配利润	21173.72	21925.02	3.55
盈余公积补亏		-45.13	
六、可供分配的利润	22008.50	43889.29	99.42
减: 提取法定盈余公积	83.48	2200.94	2536.57
七、可供投资者分配的利润	21925.02	41688.35	90.14
八、未分配利润	21925.02	41688.35	90.14

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 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	77668.36	63661.34	-18.03
收到的税费返还	78.32	3.19	-95.93
收到的其他与经营活动有关的现金	749.67	82166.46	10860.35
经营活动产生的现金流入小计	78496.34	145830.99	85.78
购买商品、接受劳务支付的现金	152244.60	127638.01	-16.16
支付给职工以及为职工支付的现金	3066.70	3346.10	9.11
支付的各项税费	2377.88	3257.33	36.98
支付的其他与经营活动有关的现金	54616.33	13549.42	-75.19
经营活动产生的现金流出小计	212305.51	147790.86	-30.39
经营活动产生的现金流量净额	-133809.17	-1959.88	-98.54
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	3502.71	500.00	-85.73
取得投资收益所收到的现金	19.40	10.93	-43.65
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	998.65	10.65	-98.93
收到的其他与投资活动有关的现金	423.74	9304.50	2095.81
投资活动产生的现金流入小计	4944.50	9826.08	98.73
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	73710.51	56386.75	-23.50
投资所支付的现金	12653.78	4246.23	-66.44
支付的其他与投资活动有关的现金	11.08	0.00	-100.00
投资活动产生的现金流出小计	86375.38	60632.99	-29.80
投资活动产生的现金流量净额	-81430.88	-50806.91	-37.61
三、筹资活动产生的现金流量			
借款所收到的现金	376200.00	194710.00	-48.24
收到的其他与筹资活动有关的现金	67035.49	35036.08	-47.74
筹资活动产生的现金流入小计	443235.49	229746.08	-48.17
偿还债务所支付的现金	103127.27	160843.64	55.97
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	26145.06	35540.89	35.94
支付的其他与筹资活动有关的现金	2292.04		-100.00
筹资活动产生的现金流出小计	131564.37	196384.52	49.27
筹资活动产生的现金流量净额	311671.11	33361.56	-89.30
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	96431.07	-19405.23	-120.12

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
净利润	834.77	22009.41	2536.57
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)			
加: 少数股东损益	64.30	2501.42	3790.06
计提的资产减值准备	-341.12	-812.60	138.22
固定资产折旧	7823.85	10990.54	40.47
无形资产摊销	2494.03	3284.95	31.71
长期待摊费用摊销	2048.88	265.09	-87.06
待摊费用减少(减:增加)	-1.49	-8.20	451.46
预提费用增加(减:减少)	1661.90	-224.79	-113.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	1661.90		-100.00
固定资产报废损失	-95.22	199.16	-309.15
财务费用	5379.98	4143.50	-22.98
投资损失(减:收益)	-937.28	-8.82	-99.06
递延税款贷项(减:借项)	-255.84		-100.00
存货的减少(减:增加)	-85419.52	-21977.19	-74.27
经营性应收项目的减少(减:增加)	-65803.82	-196325.81	198.35
经营性应付项目的增加(减:减少)	9161.79	172685.52	1784.85
其他		8.10	
经营性活动产生的现金流量净额	-133809.17	-1959.88	-98.54
三、现金及现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	146341.64	126936.42	-13.26
减: 现金的期初余额	49910.57	146341.64	193.21
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	96431.07	-19405.23	-120.12

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	94.03	5.53
存货周转次数(次)	0.26	0.21
总资产周转次数(次)	0.08	0.08
现金收入比(%)	136.88	51.52
盈利能力		
主营业务利润率(%)	-34.64	1.60
总资本收益率(%)	0.57	2.57
净资产收益率(%)	0.11	2.74
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	37.99	38.38
全部债务资本化比率(%)	42.13	42.07
资产负债率(%)	46.67	49.25
偿债能力		
流动比率(%)	448.25	375.28
速动比率(%)	149.03	138.74
经营现金流动负债比(%)	-71.47	-0.78
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	4.54
全部债务/EBITDA(倍)	58.48	11.36
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.40	-0.09
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-33.73	-4.62

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。