信用等级公告

联合〔2020〕1737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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海盐县国有资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”的信用等级为AAA，维持“20海盐国资(疫情防控债)MTN001”和“20海盐国资MTN002”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

海盐县国有资产经营有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
海盐县国有资产经营有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
中国投融资担保股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
13海盐债/PR盐国资	AAA	稳定	AAA	稳定
17海盐债/PR海盐债	AAA	稳定	AAA	稳定
20海盐国资(疫情防控债)MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20海盐国资MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
13海盐债/PR盐国资	12亿元	2.4亿元	2020/09/04
17海盐债/PR海盐债	15亿元	12亿元	2024/06/12
20海盐国资(疫情防控债)MTN001	3亿元	3亿元	2025/03/03
20海盐国资MTN002	4亿元	4亿元	2023/04/30

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2.“20海盐国资MTN002”附带行权条款，上表中到期兑付日为首次行权日；3.“17海盐债/PR海盐债”设置本金提前偿付条款，自2020年起每年按照发行总额20%的比例偿还债券本金

评级时间：2020年6月19日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）作为海盐县最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要负责海盐县内土地开发、基础设施建设、安置房建设及供水、排水等业务，具有突出的区域专营优势。跟踪期内，海盐县地方经济持续增长，公司外部环境良好；公司持续获得股东在资金注入、资产划入以及项目拨款等方面的有力支持，资本实力有所增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、债务规模快速增长、经营活动现金流持续净流出等因素可能会给公司信用水平带来的不利影响。

随着海盐县“一城两核三区”产业规划的落实，海盐县的基础设施建设需求将不断增长，公司业务规模有望继续扩大。

“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”均设置了分期偿还本金安排，同时中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）为“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强；其担保有效提升了“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”的信用等级为AAA，维持“20海盐国资(疫情防控债)MTN001”和“20海盐国资MTN002”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：喻宙宏 吕泽峰
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

优势

1. **外部环境良好。**跟踪期内，海盐县经济持续稳定增长。2019 年，海盐县地区生产总值为 539.65 亿元，同比增长 6.3%，为公司提供了良好的外部经营环境。
2. **具有突出的区域专营优势。**公司作为海盐县最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要负责海盐县内土地开发、基础设施建设、安置房建设及供水、排水等业务，具有突出的区域专营优势。
3. **持续获得外部有力支持，资本实力有所增强。**2019 年及 2020 年 1－3 月，公司获得了资金注入、资产划入以及项目拨款合计 37.80 亿元和 26.68 亿元；跟踪期内，公司持续获得外部的有力支持，资本实力有所增强。

关注

1. **土地开发业务的开展存在不确定性，收入返还相对滞后。**土地开发业务受房地产市场发展和城市规划指标影响较大，存在一定不确定性；同时，公司土地出让收入返还存在一定滞后性。
2. **公司债务规模快速增长。**跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，截至 2020 年 3 月底，调整后全部债务为 222.66 亿元，债务负担较重。
3. **经营活动现金流持续净流出，对外部融资依赖性较强。**跟踪期内，公司经营活动现金流持续净流出，且在建及拟建项目尚需投资金额较大，公司对外部融资依赖性较强。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.11	23.46	40.05	35.64
资产总额(亿元)	378.99	422.47	501.63	547.51
所有者权益合计(亿元)	143.29	155.69	184.83	211.59
短期债务(亿元)	22.55	15.48	24.04	21.95
长期债务(亿元)	97.17	114.43	158.23	181.05
全部债务(亿元)	119.72	129.91	182.27	203.00
营业收入(亿元)	17.15	21.11	19.07	2.99
利润总额(亿元)	1.23	1.92	1.55	0.12
EBITDA(亿元)	3.93	4.87	5.25	--
经营性净现金流(亿元)	-24.55	-22.21	-29.43	-11.44
营业利润率(%)	-8.07	4.98	12.06	7.48
净资产收益率(%)	0.81	1.18	0.77	0.16
资产负债率(%)	62.19	63.15	63.15	61.35
全部债务资本化比率(%)	45.52	45.49	49.65	48.96
流动比率(%)	456.75	376.94	449.37	545.99
现金短期债务比(倍)	1.73	1.51	1.67	1.62
经营现金流动负债比(%)	-38.82	-26.14	-34.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.68	0.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	30.46	26.67	34.71	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	40.03	60.57	84.79	111.31
所有者权益(亿元)	7.73	10.06	11.13	32.42
全部债务(亿元)	22.85	39.80	62.40	65.40
营业收入(亿元)	0.02	0.03	0.01	0.00
利润总额(亿元)	-0.06	0.04	0.27	-0.01
资产负债率(%)	80.70	83.39	86.88	70.88
全部债务资本化比率(%)	74.73	79.82	84.87	66.86
流动比率(%)	234.97	286.46	417.37	395.77
经营现金流动负债比(%)	-82.29	-113.01	-107.21	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 海盐国资 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/4/17	喻宙宏 吕泽峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读正文
20 海盐国资(疫情防控债)MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/8/29	黄海伦 吕泽峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读正文
13 海盐债/PR 盐国资 17 海盐债/PR 海盐债	AAA	AA+	稳定	2019/6/21	黄海伦 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读正文
13 海盐债/PR 盐国资 17 海盐债/PR 海盐债	AAA	AA+	稳定	2018/12/21	--	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 海盐债/PR 海盐债	AAA	AA	稳定	2017/5/22	王康 王超	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
13 海盐债/PR 盐国资	AAA	AA	稳定	2016/6/27	周海涵 王康	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
13 海盐债/PR 盐国资	AA+	AA	稳定	2015/6/29	徐荣伟 叶青	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
13 海盐债/PR 盐国资	AA+	AA-	稳定	2013/7/10	陈丹 高延龙	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

海盐县国有资产经营有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本及实收资本未发生变化；截至2020年3月底，注册资本和实收资本均为5.40亿元。公司唯一股东及实际控制人仍为海盐县财政局。

跟踪期内，公司经营范围未发生变更。

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设综合管理部、计划财务部、投融资管理部、资产经营部、子公司管理部 5 个职能部门；截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司 12 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 501.63 亿元，所有者权益 184.83 亿元（含少数股东权益 0.34 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 19.07 亿元，利润总额 1.55 亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额547.51亿元，所有者权益211.59亿元（含少数股东权益0.35亿元）；2020年1－3月，公司实现营业总收入2.99亿元，利润总额0.12亿元。

公司注册地址：海盐县武原街道新桥北路168号。法定代表人：倪永峰。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年6月15日，联合资信所评公司债券余额合计21.40亿元（详见表1）。跟踪期内，“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”已按期足额支付到期债券本金和利息，“20海盐国资(疫情防控债)MTN001”和“20海盐国资MTN002”尚未到首个付息日。

表1　本次跟踪评级债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 海盐债/PR 盐国资	12.00	2.40	2013/09/04	7
17 海盐债/PR 海盐债	15.00	12.00	2017/06/12	7
20 海盐国资(疫情防控债)MTN001	3.00	3.00	2020/03/03	5
20 海盐国资 MTN002	4.00	4.00	2020/04/30	3+2
合计	**34.00**	**21.40**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至 2020 年 6 月 15 日，“13 海盐债/PR 盐国资”募集资金已全部用于募投项目；“17 海盐债/PR 海盐债”募集资金已全部按计划使用完毕（其中 12.00 亿元用于募投项目，3.00 亿元补充公司营运资金）。“20 海盐国资(疫情防控债)MTN001”和“20 海盐国资 MTN002”的募集资金均已全部按计划用于偿还公司有息债务及补充运营资金。

截至 2020 年 3 月底，“13 海盐债/PR 盐国资”和“17 海盐债/PR 海盐债”的募投项目均已完工，使用或销售情况如下表所示。

表 2　截至 2020 年 3 月底募投项目使用或销售情况

相关债项	项目	使用或销售情况
13 海盐债/PR 盐国资	海盐智能制造创新中心一期项目	4 号楼已投入使用，其他已进入装修阶段
	“大桥新社区”七期建设项目	销售进度 88%
	农村生活污水治理项目	已投入使用
	长安景苑安置房小区工程	销售进度 76%
17 海盐债/PR 海盐债	盐平春晓苑安置房小区	销售进度 89.11%
	盐平春晓苑（西区）安置房小区	销售进度 88.93%
	盛世钱塘二期安置房小区	销售进度 97%

	常绿景苑（三期）安置房小区	销售进度 99%
	城西一号安置房小区	销售进度 99.12%
	开发区创业公寓	销售进度 65.21%
	常和景苑安置房小区	销售进度 98%

资料来源：公司提供

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周

期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期

2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济概况

跟踪期内，海盐县区域经济持续增长，固定资产投资保持快速增长，为公司发展提供了良好的区域环境。

海盐县位于浙江省嘉兴市，距离杭州和上海均为 100 公里左右，1985 年被国务院列为沿海经济开放区。海盐县主要工业产业为制造业和核电行业，其中位于海盐县的秦山核电站是中国自行设计、建造和运营管理的第一座 30 万千瓦压水堆核电站，也是目前国内核电机组数量最多、堆型最丰富、装机最大的核电基地。

根据《海盐县 2019 年国民经济和社会发展计划执行情况》，2019 年，海盐县实现生产总值 539.65 亿元，同比增长 6.3%。其中第

一产业增加值 17.21 亿元、第二产业增加值 324.97 亿元、第三产业增加值 197.48 亿元，三次产业结构调整为 3.2：60.2：36.6。

2019 年，海盐县实现固定资产投资 249.19 亿元，同比增长 11.6%。其中房地产开发投资完成 67.36 亿元，较上年下降 15.1%；基础设施投资完工 55.61 亿元，较上年增长 3.2%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变动，公司唯一股东及实际控制人均为海盐县财政局。

2. 外部支持

跟踪期内，海盐县财政收入持续增长，政府债务负担一般。公司作为海盐县最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，在资金注入、资产划入以及项目拨款等方面持续获得有力的外部支持。

2019 年，海盐县一般公共预算收入保持增长，为 52.28 亿元，同比增长 22.67%；其中税收收入完成 47.40 亿元，占一般公共预算收入 91.24%，收入质量较高；一般公共预算收入质量较高。2019 年，全县一般公共预算支出完成 87.21 亿元，较上年增长 42.5%，主要系交通运输、城乡社区等原为政府性基金支出的项目改为在一般公共预算支出中列示所致；海盐县财政自给率为 59.95%，财政自给能力一般。

2019 年，全县政府性基金收入完成 88.88 亿元，较上年增长 8.7%；同期，转移支付和税收返还收入合计 15.96 亿元。

截至 2019 年底，海盐县政府债务余额 98.74 亿元，地方债务率为 62.84%，政府债务负担一般。

资金支持、资产划入和项目拨款

跟踪期内，公司持续获得海盐县财政局及海盐经济开发区（以下简称“经开区”）财政局在资金支持、资产划入和项目拨款等方面的支持，具体见下表：

表 4　资本公积增加明细（单位：万元）

2019 年		
资金注入	股东资本投入	102614.70
	财政拨款	201597.25
资产划入	海盐创新科技投资有限公司 100%股权	6007.76
	海盐古韵江南城建建设有限公司 100%股权	2007.13
	海盐县通路公路养护中心 100%股权	743.82
	海盐县松鹤公益设施建设投资有限公司 100%股权	445.46
	资产、项目无偿划转	34753.43
	海盐县滨海规划测绘有限公司 100%股权	1348.50
	海盐县滨海工程检测有限公司 100%股权	1981.18
	海盐县滨海园林建设有限公司 100%股权	1276.93
	海盐县景苑房地产开发有限公司 10%股权	50.00
	海盐县英才人力资源服务有限公司 100%股权	283.66
专项应付款转入	秦山大道（环城南路~大王桥）绿化提升工程等 6 个项目完工拨款	6863.86
	杭浦高速南北湖出入口 01 省道绿化工程等 3 个项目完工拨款	7080.28
	何家桥线内河航道改造工程款拨款	9328.40
	海盐县粮食收储有限公司工程拨款	1644.34
合计		378026.70
2020 年 1—3 月		
资金注入	财政拨款	13696.56
资产划入	海盐县北部新城公司 100%股权划入	178213.73

	海盐神舟公司 100%股权划入	34760.55
专项应付款转入	海盐县千亩荡至城区原水安全输水工程财政拨入款转资本公积	154.46
	项目拨款转资本公积	39979.72
合计		**266805.02**

注：上述资本公积明细不包括资本公积减少部分
资料来源：公司提供

财政补贴

2019 年及 2020 年 1－3 月，公司收到海盐县财政局及经开区财政局拨付的财政补贴 3.37 亿元和 1.21 亿元，计入“其他收益”。

2. 人员素质

跟踪期内，根据上级有关规定和人事调整工作需要，公司董事长、总经理兼法定代表人更换为倪永峰先生，原董事长、法定代表人陈军伟先生改为担任公司董事、副总经理，原总经理吴为民先生不再担任任何职务。

倪永峰先生，1977 年生，本科学历，中级会计师；曾任职于浙江荣联陶瓷有限公司财务科、海盐县人民医院财务科；自 2010 年 4 月起就职于公司，现任公司董事长、总经理兼法定代表人。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1033042400038360W），截至2020年5月20日，公司存在7笔关注类贷款（已全部结清），主要系国家开发银行对纳入政府融资平台类公司的贷款统一列入关注类管理；公司无未结清的关注类贷款和不良贷款。

截至2020年6月11日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司主营业务收入规模有所下降，收入构成以土地开发、安置房销售和产品销售收入为主；主营业务毛利率增幅较大。

公司主营业务收入主要来自土地开发、安置房销售及产品销售收入。2019 年，公司主营业务收入同比下降 2.60%，为 18.70 亿元。同期，公司土地开发和安置房销售收入分别为 3.85 亿元和 2.09 亿元，同比分别下降 32.81%和 63.78%；公司产品销售收入为 6.19 亿元，同比增长 67.75%。

毛利率方面，2019 年，公司主营业务毛利率快速上升至 13.06%，较 2018 年增加 7.54 个百分点，主要系安置房销售业务毛利率由负转正等原因所致。

2020 年 1－3 月，公司实现主营业务收入 2.99 亿元，相当于 2019 年全年收入的 15.99%；毛利率 14.04%，较 2019 年全年略有增长。

表 5　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	5.73	29.84	15.18	3.85	20.59	16.64	0.00	0.00	0.00
安置房销售	5.77	30.05	-12.65	2.09	11.18	8.07	0.16	5.19	53.97
产品销售	3.69	19.22	3.25	6.19	33.10	1.37	1.48	49.33	4.13
污水运维费	0.47	2.45	46.81	0.64	3.42	43.23	0.15	5.14	40.30

自来水费	0.94	4.90	20.21	1.04	5.56	30.60	0.21	6.98	9.40
旅游景点	0.20	1.04	5.00	0.26	1.39	0.87	0.02	0.55	-316.21
公交运输	0.24	1.25	-141.67	0.24	1.28	-132.78	0.20	6.84	26.10
检测费	0.71	3.70	57.75	0.74	3.96	53.05	0.11	3.54	68.00
保安服务	0.87	4.53	20.69	1.05	5.61	20.46	0.19	6.46	31.45
受托代建	0.00	0.00	0.00	0.52	2.78	4.55	0.00	0.00	0.00
其他	0.58	3.02	22.41	2.09	11.18	30.41	0.47	15.97	12.36
合计	**19.20**	**100.00**	**5.52**	**18.70**	**100.00**	**13.06**	**2.99**	**100**	**14.04**

注：合计数与各项加总数存在差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

2019 年，公司土地开发收入确认方式发生变化，收入规模有所下降，毛利率略有上升；公司在手已开发未出让土地规模大，拟开发土地投资规模较大，存在一定的土地开发支出压力。整体看，公司未来土地开发业务收入可持续性强，但土地开发业务受房地产市场发展和城市规划指标影响较大，收入存在一定不确定性。

公司土地开发业务由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“海盐城投”）、海盐杭州湾投资发展集团有限公司（以下简称“杭州湾投发”）和海盐县南北湖旅游投资集团有限公司（以下简称“南北湖旅投”）负责。目前，公司确认的土地开发收入主要来自海盐城投。

海盐城投受海盐县政府委托，利用自筹资金对海盐中心城区规划控制范围内土地进行整理；南北湖旅投负责国家 4A 级景区南北湖风景区的土地开发业务，以旅游用地为主，景区周边有少量的商住用地。海盐城投和南北湖旅投土地开发成本计入“存货－开发成本”。土地返还款结算方式：土地开发完成后，由海盐县国土局招、拍、挂出让，所得土地款上交海盐县财政局，财政局将前期开发费用（土地整治成本）拨付给公司，并且将取得净收益（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%拨付给公司，拨付资金计入“其他应付款”。实际返还效率受财政资金拨付影响具有一定滞后性，同时土地出让受政府规划指标及房地产市场影响，未来土地出让情况具有一定不确定性。

杭州湾投发受海盐经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）委托，负责经开区和西塘桥街道的土地开发业务。根据经开区的规划，以工业用地和相关配套为主，不确认收入不体现收益，直接冲减“存货-开发成本”。土地返还结算方式：杭州湾投发的土地出让后，海盐县经开区财政局将土地开发成本返还给杭州湾投发，土地出让净收益归属海盐县经开区财政局，海盐县经开区财政局每年年底根据杭州湾投资金缺口按需给予杭州湾投适当补贴。2019 年，海盐城投确认土地开发收入方式变更为按照土地开发成本加成不高于 30%收益的模式确认收入，具体以当年度土地出让收入成本结算单为准。同期，南北湖旅投首次确认土地开发收入，确认土地开发收入方式：土地受让方全额缴纳土地款并办理土地权证后，按照土地开发成本加成不高于 30%收益的模式确认收入。

2019 年，公司出让的可达到确认收入条件的土地为 258.96 亩，对应的土地出让金 15.14 亿元，确认的土地开发收入为 3.85 亿元，毛利率为 16.64%；收入规模略有下降，毛利率略有上升，主要系确认收入的方式发生变化所致。2019 年，公司当期收到土地开发回

款 23.11 亿元。

2020 年 1－3 月，公司整理土地未实现出让，未获得土地回款。

表 6　公司可确认的返还收入情况（单位：亩、万元）

年份	地块位置	土地面积	出让土地金额	确认收入
2018 年	电信局北侧	31.52	20486.70	3466.76
	盐北路南、盐平塘路西	104.75	100140.52	13124.37
	滨海大道西、海滨路北	34.59	26396.00	21243.20
	盐平春晓	1.86	746.12	181.18
	澉浦镇地块	133.23	45601.00	19289.19
合计		**305.95**	**193370.34**	**57304.70**
2019 年	武原街道东至盐平塘、南至庆丰路、西至谢家路、北至海丰路	45.99	43966.44	2812.34
	武原街道东至明珠路、南至空地、西至空地、北至创业路	107.98	79254.38	17114.76
	澉浦镇南至澉浦达到、北至山体	104.99	28137.19	18564.95
合计		**258.96**	**151358.01**	**38492.05**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司入账的土地开发投资成本为 211.01 亿元。公司已开发未出让土地合计约 2.38 万亩，其中城区近 9200 亩，主要为商住和基础设施用地；经济开发区近 13100 亩，其中：工业用地 7600 亩，商住用地 5500 亩；南北湖风景区 1500 亩，为商住用地。公司待开发土地规模较大，未来三年，公司拟每年开发 3700 亩左右，预计总投资约 41 亿元，存在一定的资金支出压力。

2019 年，安置房销售收入大幅下降，毛利率由负转正。未来安置房项目投资较大，公司存在一定的资金支出压力。

公司负责海盐县城规划区内的安置房建设任务，由子公司海盐城投、海盐县城市置业有限公司和海盐滨海置业有限公司承担。跟踪期内，公司安置房开发及销售模式未发生变动。

2019 年，公司存量可售安置房减少，公司安置房销售业务收入大幅下降，为 2.09 亿元；毛利率由负转正，为 8.07%，主要系以市场化价格销售的安置房占比上升所致。2020 年 1－3 月，公司实现安置房销售收入 0.16 亿元。

截至 2019 年底，公司建设完成的安置房项目 21961 套，建筑面积 326.68 万平方米；已累计销售安置房 21435 套，取得销售收入 46.08 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司在建安置房项目总投资 83.17 亿元，已投资 24.62 亿元，尚需投资 58.55 亿元。

表 7　截至 2020 年 3 月底在建安置房项目（单位：万平方米、亿元）

项目	建设期	规划建筑面积	总投资	累计投资	尚需投资
文庭苑	2019.6－2021.5	4.10	2.18	0.49	1.69
常宁景苑	2019.6－2021.4	10.60	4.74	0.72	4.02

长安景苑二期	2018.11－2020.6	0.43	0.19	0.05	0.14
嘉禾景苑	2019.5－2021.4	21.30	8.5	2.26	6.24
姚家花苑西区排屋	2018.11－2020.9	4.79	1.11	0.46	0.65
人才（创业）公寓二期	2018.6－2020.8	10.20	3.2	1.65	1.55
大桥新社区八期排屋	2017.7－2020.7	9.65	3.15	1.54	1.61
大桥新社区八期高层	2017.12－2020.7	7.84	2.35	1.32	1.03
大桥新社区九期	2019.02－2020.06	2.04	0.84	0.22	0.62
大桥新社区十期	2019.02－2021.01	21.79	7.22	1.64	5.58
大桥新社区十一期	2019.02－2021.01	15.23	5.13	1.11	4.02
大桥新社区十二期	2019.01－2021.01	14.56	4.91	0.99	3.92
锦秀佳苑	2018.6－2021.2	15.65	5.58	2.71	2.87
丽景花苑	2018.6－2021.2	14.16	5.27	2.27	3.00
长安南苑	2018.6－2021.2	3.93	1.56	0.73	0.83
曲秀风荷苑	2018.11－2021.5	15.65	3.88	1.42	2.46
高阳景苑	2018.5－2020.8	10.76	3.85	2.67	1.18
北荡佳苑公寓房三期	2019.10－2022.4	5.91	2.33	0.25	2.08
天仙花苑东区	2018.8－2020.7	4.36	1.59	1.10	0.49
天仙花苑西区	2019.12－2021.10	6.00	2.5	0.12	2.38
武原街道东侧	2019.8－2022.8	0.40	0.18	0.03	0.15
盐高北侧（文汇景苑）	2019.12－2022.12	15.60	6.99	0.42	6.57
出海路南侧（水畔景城）	2019.12－2022.12	13.60	5.92	0.46	5.46
合计		**228.54**	**83.17**	**24.62**	**58.55**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司拟建的安置房项目包括秀水路西安置房和海景北苑高层，项目总投资约 6.60 亿元。未来公司在建及拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的资金支出压力。

公司承担海盐县主要的基础设施项目建设；跟踪期内，该板块业务开始确认收入。在建和拟建项目较多，未来该板块业务投资规模较大，公司将面临一定的资金支出压力。

公司承接海盐县的交通道路等基础设施建设项目，主要由下属子公司负责。其中，海盐城投负责土地开发配套的基础设施建设、海盐县交通投资集团有限公司（以下简称“海盐交投”）负责海盐县内的道路建设、杭州湾投发负责海盐经开区的基础设施建设。资金平衡方面，海盐城投与土地开发相关的基础设施资金主要由土地开发收入进行平衡，海盐交投的基础设施项目基本由县财政拨款、省级及中央财政资金补贴解决，杭州湾投发的基础设施项目由经开区财政拨款解决。项目建设资金来源为补贴资金、自有资金和外部融资。项目投入方面，土地开发配套的基础设施项目计入“存货-开发成本”，与土地开发业务一同核算；其他基础设施项目计入“在建工程”。计入“在建工程”的基础设施项目完工后，有以下两种处理方式：（1）需要移交相关部门进行管理的项目转入“其他非流动资产”，公司不定期收到股东支付的财政拨款，公司将收到部分资金计入“专项应付款”，待其他非流动资产中的基建项目移交后，一并冲减“专项应付款”；（2）不进行移交，由公司进行管理的项目转

入“其他非流动资产”，按照公司会计政策进行逐年摊销，记入“管理费用”，财政安排财政补贴资金对摊销额进行弥补，收到拨款后冲减“管理费用”或记入“其他收益”。截至 2019 年底，需要移交相关部门管理的项目于“在建工程”中占 1.71%；不进行移交，由公司进行管理的项目于“在建工程”中占 53.40%。2019 年以前，该板块业务不确认收入。

2019 年，杭州湾投发与经开区管委会新签订代建协议，约定代建项目竣工后，经开区管委会以代建投资额的 105%向杭州湾投发支付代建款；杭州湾投发收到相应款项后确认收入。2019 年，公司确认受托代建收入 0.52 亿元，毛利率 4.55%。2020 年 1－3 月，公司未实现受托代建收入。

截至 2019 年底，公司主要在建基础设施建设项目 73 个，总投资额 72.53 亿元，已投资额 40.78 亿元，未来尚需投资 31.76 亿元，该板块业务累计回款 26.54 亿元，回款情况一般。拟建项目 2 个，预计总投资额 5.64 亿元。公司未来投资支出较大，存在一定资金支出压力。

表 8　截至 2019 年底公司前十大在建基础设施建设项目情况　（单位：亿元）

项目名称		预计总投资	累计投资	未来尚需投资
杭平申线航道改造工程	杭平申线航道改造工程海盐段工程	16.00	8.08	3.30
	杭平申线海塘支线		3.06	
	杭平申线于城至盐平界		1.11	
	海盐县海河联运基地一期工程		0.45	
海盐武原至海宁袁花公路工程		13.80	9.50	4.30
杭浦高速海盐互通改造及连接线工程		3.77	1.96	1.81
鱼鳞塘路工程		3.62	2.10	1.52
海盐县城乡供水管网改造提升工程（2016-2018）		2.69	1.68	1.01
2017 年开发区小城镇环境综合整治项目		2.47	0.91	1.56
山水大道（东西大道-海福路）工程		2.01	1.09	0.92
杭平申线（浙江段）航道改造工程五星桥至长生桥		1.37	1.12	0.25
海盐县沈荡大桥改造工程		1.04	0.81	0.23
海盐县城乡污水厂连接线工程		0.98	0.98	0.00
合计		**47.74**	**32.85**	**14.89**

资料来源：公司提供

公司承担海盐区域所有的自来水生产和供应、污水运维业务。2019 年，受益于海盐县供水价格调升，自来水业务毛利率有所上升；污水运维业务毛利率略有下降。水务基础设施建设工程正常进行，未来仍有一定的投资规模。

公司下属子公司海盐县水务投资集团有限公司（以下简称“水投公司”）负责自来水生产和供应、污水收集和运输设备的投资建设与运营，在当地市场具有专营优势。海盐县城乡供水水源为境内海盐塘及千亩荡应急水源地，应急备用出水容量 180 万立方米，保障日供水 30 万吨。

经海盐县政府常务会议同意（盐政函〔2018〕24 号），海盐县自来水价格标准自 2018 年 3 月 15 日起调整，调整幅度约为 20%，对于第三级水量用户价格调整幅度为 80%，非居民用税价格调整幅度为 45%。价格调整后，公司水费收入逐步增长，2019 年为 1.04 亿元；毛利率为 30.60%。2020 年 1－3 月，

公司实现水费收入 0.21 亿元。

表 9　海盐县供水和污水处理费价格情况

（单位：元/吨）

类别	2018 年		2019 年	
	水价	污水处理价格	水价	污水处理价格
民用水	2.00~6.00	0.90	2.00~6.00	0.90
工业用水	3.45	2.40~2.80	3.45	2.40~2.80
营业用水	3.45	2.00	3.45	2.00
行政事业	3.45	2.00	3.45	2.00
特行用水	5.80	2.40	5.80	2.40

资料来源：公司提供

污水运维方面，水投公司主要负责海盐县污水的收集和运输，不作污水处理，代收污水处理费后交给嘉兴联合污水处理厂进行处理（该污水处理厂为嘉兴各区县联合成立），污水运维费包括代收并转付给污水处理厂的费用。

2019 年，公司实现污水运维收入 0.64 亿元，同比有所增长主要系环保督查力度加强，企业污水全部纳管计费所致；毛利率 43.23%，较上年底略有下降。2020 年 1－3 月，公司实现污水运维收入 0.15 亿元。

表 10　公司水务经营情况

（单位：万吨/日、万吨、%）

业务类型	2018 年	2019 年
供水能力	21.00	21.00
自来水销量	3824.80	3897.81
供水业务毛利率	20.21	30.60
污水处理毛利率	46.81	43.23

注：资料来源：公司提供

公司目前仍在推进水务基础设施建设工程项目，系公司自建项目，主要包括污水管线工程、供水管网工程以及千亩荡水源保护工程，体现在“在建工程”中。截至 2020 年 3 月底，公司合计管网铺设总长度 5891.75 公里；供水服务面积 584.96 平方公里，服务人口约 52.55 万人。截至 2020 年 3 月底，公司累计铺设完成全县一、二级污水管线 472.13 公里，污水泵站 30 座，全部已经投入正常运行，累计投入资金 11.43 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司水务在建工程总投资 11.98 亿元，已投资 7.49 亿元。其中千亩荡水源保护工程已基本完工，实际投入金额低于预期投入金额。

表 11　截至 2020 年 3 月底公司水务板块在建工程

（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已完成投资	未来还需投资
污水管线工程	4.57	4.45	0.12
供水管网工程	3.12	0.50	2.62
千亩荡水源保护工程	4.29	2.54	0
合计	**11.98**	**7.49**	**2.74**

注：上述在建工程的投资额不包含已完工项目的投资额

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司产品销售及其他业务收入稳定，现金回流情况较好，对公司整体利润形成补充。

产品销售业务板块经营主体为子公司海盐县医药有限公司、海盐县粮食收储有限责任公司和海盐县物资回收有限责任公司。

2019 年，公司实现产品销售收入 6.19 亿元。其中，药品销售占比 22.98%、粮食销售占比 14.51%、物资销售占比 52.88%、油品销售占比 9.64%（加总超 100%系四舍五入所致）。产品销售板块属于公司经营性较强的业务，现金回流情况良好，有助于公司现金回流和自身经营状况的改善。2020 年 1－3 月，公司实现产品销售收入 1.48 亿元。

2019 年，公司其他业务收入规模 2.09 亿元，较上年增长 1.51 亿元，主要系公司本年

度将出租收入计入主营业务收入所致。2020年1－3月，公司实现其他业务收入0.47亿元。

此外，公司公交、保安服务收入、旅游景点、检测费收入等业务规模较为稳定，对公司整体利润形成补充。

3. 未来发展

未来，公司继续专注于主营业务的经营和相关项目建设，同时不断拓展自建项目，丰富公司收入结构。

未来，海盐县将推动“一城两核三区”规划，以县城核心区域，发展城市经济；将山水六旗国际度假区、南北湖风景区打造为旅游业发展的两大核心引擎；将经开区（力争升级为国家级开发区）、百步开发区以及正在争创的省级高新技术产业园区，打造为产业发展的三大重点平台。

公司将围绕海盐县推动的“一城两核三区”规划，继续专注于主营业务的经营和相关项目建设，积极对接城区建设、南北湖景区开发管理、经开区升级、百步开发区大发展、滨海新城开发建设等重点项目，土地整理空间较大。保障性住房方面加快推进保障性安居工程，未来业务发展前景向好。

在以上基础上，公司将不断拓展自建项目，丰富公司收入结构。截至2019年底，公司自建项目主要包括京浦花苑北地块商业项目、德标标准厂房和海盐经济开发区国际园区西区一期厂房工程等；计划总投资规模16.55亿元，已完成投资6.11亿元，项目建设资金全部来源于贷款及自筹。公司自建项目主要用于出租，2019年公司实现出租收入1.10亿元。

表12 截至2019年底公司主要自建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
芳满庭地块商业项目	0.23	0.16	0.06
京浦花苑北地块商业项目	4.20	0.72	3.48
海盐经济开发区国际园区西区一期厂房工程	1.66	0.77	0.89
澉浦镇中小企业两创中心标准厂房建设项目	1.56	0.29	1.27
两创中心一期项目	0.92	0.50	0.42
两创中心二期项目	2.01	1.58	0.43
德标标准厂房	2.27	0.99	1.28
产业服务中心一期	0.40	0.18	0.22
望海综合楼	1.18	0.49	0.69
显示城二期	1.10	0.00	1.10
通元镇新经济创业园标准厂房建设项目	1.04	0.42	0.62
合计	**16.55**	**6.11**	**10.44**

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季报未经审计。

从合并范围来看，截至2019年底，公司合并范围内子公司12家。合并范围变化方面，2019年，合并范围减少2家子公司；公司新增和减少子公司的规模均不大，合并范围变动对公司的财务数据影响较小，财务数据可比性较强。

2020年1－3月，公司合并范围无变动。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；资产中存货、其他应收款和在建工程占比较大，对公司资金形成占用，资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额501.63亿元，较上年底增长18.74%，主要系货币资金、存货和在建工程增长所致。资产结构以流动资产为主。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.44	5.55	39.99	7.97	35.58	6.50
其他应收款	41.64	9.86	39.89	7.95	39.72	7.25
存货	246.16	58.27	290.43	57.90	325.88	59.52
流动资产	**320.29**	**75.81**	**380.93**	**75.94**	**412.28**	**75.30**
投资性房地产	13.56	3.21	15.81	3.15	15.86	2.90
固定资产	11.64	2.76	14.75	2.94	14.85	2.71
在建工程	48.14	11.39	58.58	11.68	71.32	13.03
其他非流动资产	15.13	3.58	15.37	3.06	15.36	2.81
非流动资产	**102.18**	**24.19**	**120.70**	**24.06**	**135.22**	**24.70**
资产总额	**422.47**	**100.00**	**501.63**	**100.00**	**547.51**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 一季报整理

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 380.93 亿元，较上年底增长 18.93%，流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成。截至 2019 年底，公司货币资金 39.99 亿元，主要由银行存款构成，较上年底增长 70.62%；其中受限的货币资金 1.36 亿元系用于银行贷款及对外担保的质押定期存单。截至 2019 年底，公司其他应收款 39.89 亿元，较上年底下降 4.19%，主要为和当地政府部门及当地建设投资公司的往来款。前五大欠款方占比为 62.63%，集中度较高。公司其他应收款主要是按信用风险特征组合计提坏账，其中按关联方和相关政府部门组合占绝大多数，期末坏账准备余额 0.24 亿元。截至 2019 年底，公司存货 290.43 亿元，较上年底增长 17.99%，主要系开发成本增长较快所致。从构成看，存货主要由开发成本（占 93.34%）和开发产品（占 5.65%）构成；其中开发成本为 271.17 亿元，开发成本中土地开发成本 211.01 亿元、土地储备 27.01 亿元、房产开发 14.89 亿元及基础设施项目建设成本 18.26 亿元，土地开发成本占比大；公司存货不存在减值，未计提跌价准备。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 120.70 亿元，较上年底增长 18.12%，主要系在建工程、可供出售金融资产和投资性房地产等增长所致。非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。截至 2019 年底，可供出售的金融资产为 7.89 亿元，较上年底增长 86.43%，主要系将持有的对嘉兴市原水投资有限公司的投资由长期股权投资转入可供出售金融资产核算所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产 15.81 亿元，较上年底增长 16.59%，主要系公司自建项目完工转入所致。公司投资性房地产按照成本法计量，累计计提折旧 3.50 亿元。截至 2019 年底，公司固定资产 14.75 亿元；其中房屋及建筑物账面原值 11.15 亿元，各类设备账面原值为 13.50 亿元，累计计提折旧 9.90 亿元。截至 2019 年底，公

司在建工程 58.58 亿元，较上年底增长 21.68%，主要系增加对基础设施建设项目的投入所致。截至 2019 年底，其他非流动资产 15.37 亿元，主要为公路等基础设施，未出现大规模的转出和摊销，规模较 2018 年底变化不大。

截至 2019 年底，公司受限资产 14.65 亿元，其中货币资金 1.36 亿元、存货 2.07 亿元、固定资产 1.32 亿元、无形资产 0.91 亿元、在建工程 3.24 亿元和投资性房地产 5.75 亿元；受限资产占总资产比重为 2.92%，受限比例低。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 547.51 亿元，较 2019 年底增长 9.15%，仍以流动资产为主。同期，公司存货 325.88 亿元，较 2019 年底增长 12.20%，主要系土地开发及安置房项目投资增加所致；在建工程 71.32 亿元，较 2019 年底增长 21.75%，主要系增加对基础设施建设项目的投入所致。公司其他科目变动不大。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模随着股东的资金支持、资产划入及财政拨款而持续增长，所有者权益以资本公积为主，稳定性较高。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 184.83 亿元，较上年底增长 18.72%，主要系资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.82%，少数股东权益占比为 0.18%。归属于母公司所有者权益 184.49 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 2.92%、89.64%和 7.10%，权益结构稳定性较高。

表 14 公司主要所有者权益构成情况 （单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	5.40	3.47	5.40	2.92	5.40	2.55
资本公积	137.91	88.58	165.67	89.63	192.35	90.91
未分配利润	11.78	7.57	13.12	7.10	13.19	6.23
所有者权益合计	**155.69**	**100.00**	**184.83**	**100.00**	**211.59**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 一季报整理

截至 2019 年底，公司资本公积 165.67 亿元，较上年底增长 20.13%，主要系政府资金支持、资产划入及专项应付款转增资本公积所致；公司未分配利润 13.12 亿元，较上年底增长 11.33%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 211.59 亿元，较 2019 年底增长 14.48%，主要系政府资金支持及资产划入使资本公积增长所致。

由于在建项目投资规模较大，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担较重；公司未来几年面临一定集中兑付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 316.80 亿元，较上年底增长 18.75%，系长期借款和应付债券大幅增长所致。负债结构以非流动负债为主。

表 15 公司主要负债构成情况 （单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	56.95	21.35	46.71	14.74	36.62	10.90
一年内到期的非流动负债	13.76	5.16	18.67	5.89	15.14	4.51
流动负债	**84.97**	**31.85**	**84.77**	**26.76**	**75.51**	**22.48**
长期借款	80.03	30.00	94.23	29.74	114.05	33.95

应付债券	34.40	12.89	64.00	20.20	67.00	19.95
长期应付款	26.77	10.03	27.26	8.60	30.36	9.04
专项应付款	40.21	15.07	43.64	13.78	46.26	13.77
非流动负债	**181.81**	**68.15**	**232.03**	**73.24**	**260.40**	**77.52**
负债总额	**266.78**	**100.00**	**316.80**	**100.00**	**335.91**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 一季报整理

截至 2019 年底，公司流动负债 84.77 亿元，较上年底变动不大，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。截至 2019 年底，公司其他应付款 46.71 亿元，较上年底下降 17.98%，主要系往来款减少所致；前五大单位其他应付款占比 67.76%，集中度较高；账龄方面，一年以内的占 24.08%，1~2 年占 64.93%，公司其他应付款账龄一般。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 18.67 亿元，其中 13.10 亿元为一年内到期的长期借款、5.40 亿元为一年内到期的应付债券、0.17 亿元为一年内到期的长期应付款。截至 2019 年底，公司非流动负债 232.03 亿元，较上年底增长 27.62%，非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款及专项应付款构成。截至 2019 年底，公司长期借款 94.23 亿元，较 2018 年底增长 17.74%；长期借款主要包括质押借款 8.10 亿元，保证借款 54.26 亿元，抵押、保证借款 11.13 亿元和质押、保证借款 19.20 亿元。截至 2019 年底，公司应付债券 64.00 亿元，较上年底增长 86.05%，主要系公司 2019 年发行三期共 25.00 亿元公司债券及子公司杭州湾投发行一期 7.00 亿元公司债券所致。截至 2019 年底，公司长期应付款为 27.26 亿元（以国开行统借款为主，属于有息债务，统借款部分为 19.66 亿元，主要用于海盐县棚改），较 2018 年底变动较小。截至 2019 年底，公司专项应付款 43.64 亿元，较上年底增长 8.52%，主要系基础设施项目拨款增加所致。

有息债务方面，2019 年，公司调整后全部债务 201.93 亿元；其中调整后长期债务 177.89 亿元，占调整后全部债务的 88.09%。从债务指标来看，截至 2019 年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整全部债务资本化比率均较上年底有所增长，分别为 63.15%、49.04%和 52.21%。总体看，债务负担较重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 335.91 亿元，较上年底增长 6.03%，仍以非流动负债为主。同期，公司其他应付款 36.62 亿元，较 2019 年底下降 21.60%，主要系往来款减少所致；公司长期借款 114.05 亿元，较 2019 年底增长 21.03%。其余科目较上年底变动不大。截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务 222.66 亿元，较 2019 年底增加 20.72 亿元；公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整全部债务资本化分别为 61.35%、48.68%和 51.27%，较 2019 年底变动不大。

公司未来债务到期情况如下表所示，公司未来几年面临一定集中兑付压力。

表 16　截至 2020 年 3 月底公司有息债务剩余期限分布　（单位：亿元）

项目	≤1 年	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	>5 年	合计
到期金额	21.95	32.5	37.30	42.00	52.00	36.91	**222.66**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入有所下降，期间费用控制能力整体较弱，利润总额对财政补贴依赖较大，整体盈利能力偏弱。

2019 年，公司实现营业收入 19.07 亿元，同比下降 9.65%；同期，营业成本为 16.53 亿元，

同比下降 16.03%；公司营业利率润为 12.06%，较 2018 年增加 7.08 个百分点。

2019 年，公司期间费用 4.31 亿元，同比增长 9.75%，主要系公司债务规模增长导致财务费用增长所致。同期，公司期间费用占营业收入比重为 22.57%，期间费用控制能力较弱。

非经常性损益方面，2019年，公司其他收益3.37亿元，主要为政府补助。同期，公司利润总额为1.55亿元，公司利润对财政补贴依赖较大。

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年有所下降，均为 0.77%，公司整体盈利能力偏弱。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.99 亿元，相当于 2019 年全年收入的 15.69%；同期，营业利润率为 7.48%，利润总额为 0.12 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司现金收入质量较好，经营活动和投资活动产生的现金流量净额均呈净流出状态，对外部融资依赖较大；未来，随着公司项目的推进，公司对外融资压力大。

公司经营活动现金流入主要是经营业务收支、财政补贴以及与关联方、政府相关部门的往来款等。2019 年，经营活动现金流入和流出均较上年有所下降，主要系往来款收支减少所致。2019 年，公司经营活动现金净额为-29.43 亿元，持续净流出。从现金收入实现质量来看，2019 年，公司现金收入比分别为 109.70%，收入实现质量较好。

2019年，公司投资活动现金流入3.37亿元，主要系无偿划入子公司所致；2019 年，公司投资活动现金流出为 19.21 亿元，较上年有所增长，主要系子公司购入土地使用权以及商业用房、标准厂房、道路等在建工程投入增加所致。2019 年，公司投资活动现金净额为-15.85 亿元，呈持续净流出状态。

公司依靠筹资活动实现资金平衡。2019 年，公司筹资活动现金流入快速增长，为 100.49 亿元，主要是公司通过银行借款、发行债券获得的现金、财政拨款、政府债务置换资金。2019 年，公司筹资活动现金流出为 38.24 亿元，主要为还本付息，较上年变动不大。2019 年，公司筹资活动现金净额为 62.26 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为-11.44 亿元，投资活动现金流量净额为-7.61 亿元，筹资活动现金流量净额为 14.64 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，相对于短期债务规模，公司现金类资产相对充裕，短期债务偿债能力较强；长期偿债能力较弱；考虑到持续获得有力的外部支持，公司整体偿债风险很小。

从短期偿债能力看，2019 年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所上升，分别为 449.37%和 106.75%；2020 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 545.99%和 114.43%。2019 年，公司经营性净现金流为负，对公司流动负债无保障能力。截至 2019 年底，公司现金类资产为 40.05 亿元，为短期债务的 1.67 倍；截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产 35.64 亿元，为短期债务的 1.62 倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.25 亿元；公司调整后全部债务/EBITDA 为 38.45 倍，公司 EBITDA 对调整后全部债务覆盖程度弱。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.56 倍，公司 EBITDA 对利息覆盖程度较弱。总体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年底，公司获得银行授信总额 190.50 亿元，未使用额度 32.99 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 23.17 亿元，担保比率为 12.54%（以 2019 年底所有者权益核算）。公司对外担保企业均为平台公司或国有企事业单位，经营情况良好，其中对

海盐县财政局下属的海盐县两新建设投资有限公司的担保余额 18.00 亿元。总体看，公司或有负债风险一般。

7. 母公司财务概况

截至2019年底，母公司资产总额较2018年底大幅增长。公司业务主要在子公司实现，母公司营业收入规模小。母公司短期偿债压力较大。

截至 2019 年底，母公司资产总额 84.79 亿元，较上年底增长 39.99%，主要系其他应付款增长所致，以流动资产为主，占 82.03%。母公司资产占合并口径资产总额的 16.90%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 11.13 亿元，较上年底增长 10.57%，主要系政府划入资金、资产等导致资本公积增加所致。

截至 2019 年底，母公司负债总额 73.66 亿元，较上年底增长 45.86%，主要系公司应付债券增长较快所致；其中非流动负债占 77.38%。母公司近年来全部债务规模持续增长，债务结构以长期债务为主。

2019 年，母公司实现营业收入 0.01 亿元，收入规模较小；同期，利润总额为 0.27 亿元。

2019 年，母公司经营性现金流量净额为 -17.87 亿元；投资活动现金规模小；融资规模较 2018 年有所增大，筹资活动现金流量净额为 19.84 亿元。

短期偿债能力方面，2019 年底，母公司速动比率和流动比率均为 417.37%，现金短期债务比为 0.48 倍，母公司短期偿债压力较大。

九、存续期内债券偿还能力

截至 2020 年 6 月 15 日，公司存续债券余额 76.40 亿元，一年到期余额 17.40 亿元，并于 2024 年到达偿债峰值 37.00 亿元；公司 2024 年将面临较大债券集中兑付压力。

截至2020年6月15日，公司存续债券余额76.40亿元，其中一年到期内到期余额17.40亿元[1]，并于2024年到达偿债峰值37.00亿元。截至2019年底，公司现金类资产40.05亿元，为一年内到期债券余额的2.30倍，对一年内到期的债券保障能力较强。同期，公司EBITDA、经营活动现金流入量分别为5.25亿元和46.81亿元，分别对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为0.14倍和1.27倍。总体看，经营活动现金流入量对存续债券保障能力尚可。

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	17.40
未来待偿债券本金峰值	37.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.30
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.14
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.27

资料来源：联合资信整理

“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”均由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保的前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于1993年12月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。截至2019年底，中投保注册资本45.00亿元，第一大股东为国家开发投资集团有限公司（以下简称“国家开发投资集团”），实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

作为中投保第一大股东，国家开发投资集团视中投保为其金融板块中的重要组成部分，承诺将长期维持控股股东地位，并将在中投保经营与发展过程中面临流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。国家开发投资集团是国内最大的国有投资控股公司之一，其业务范围涉及实业、金融服务业、国有资产经营等领域。近年来，国家开发投资集团通过短期借款和长期借款的形式向中投保提供流动性支

[1] 考虑“18 海盐 01”行权的情况

持，并将在中投保面临流动性困难时，给予必要的注资或提供流动性资金支持。总体看，国家开发投资集团资本实力雄厚，对中投保支持力度较大，在一定程度上能够提升其担保实力和信用水平。

近年来，中投保积极推进业务转型升级战略，持续推进担保业务研发与创新，深入推进“信用增进、资产管理、金融科技”协同发展的战略布局。中投保以承做商业性担保业务为主，主要分为金融产品担保和非金融产品担保两大类。金融产品担保业务是中投保最主要的担保业务种类，占其总商业性担保余额的93%以上。此外，中投保积极探索适合的金融科技展业模式，支持小微企业发展，金融科技探索已取得初步成果。近年来，在宏观经济增速放缓的环境下，为降低担保业务整体风险，中投保深入推进担保业务结构调整，审慎投放新增项目，加之项目到期解保规模较大，新业务培育期的项目落地尚需时间，在保余额下降明显。2019年，中投保新增担保项目12947个，涉及客户9201家，新增担保余额87.69亿元，实现担保业务收入3.57亿元；年末在保余额为501.67亿元，其中，金融产品担保在保余额469.17亿元，主要为公共融资类担保业务；非金融产品担保在保余额32.50亿元，主要包括履约担保、其他融资担保以及诉讼保全担保等。

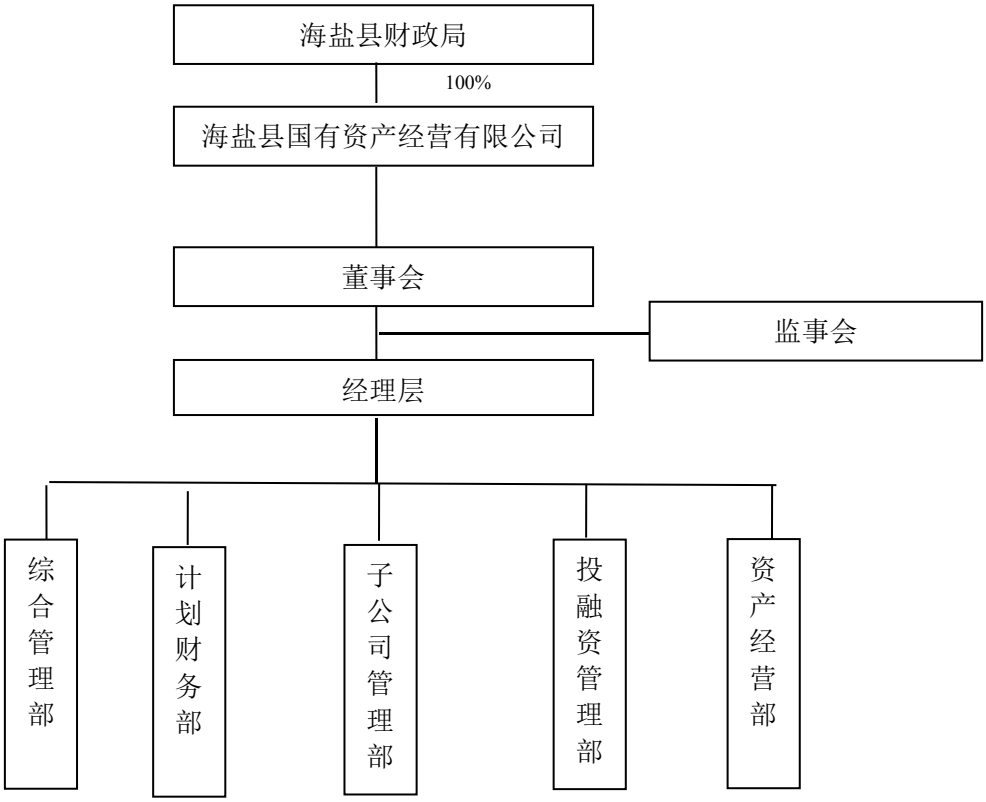
截至2019年底，中投保资产总额265.13亿元，其中货币资金（含定期存款）78.74亿元；负债总额158.46亿元，其中担保赔偿准备金和未到期责任准备合计8.08亿元；所有者权益106.67亿元；担保余额501.67亿元。2019年，中投保实现营业总收入22.97亿元，其中担保业务收入3.57亿元；投资收益17.50亿元；实现净利润8.31亿元。

根据联合资信于2020年5月15日出具的《中国投融资担保股份有限公司2020年主体长期信用评级报告》，确定中投保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保有效增强了“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”本息偿还的安全性。

九、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/PR海盐债”信用等级为AAA，维持“20海盐国资(疫情防控债)MTN001”和“20海盐国资MTN002”信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权及组织结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司子公司情况

子公司名称	持股比例(%)	
	直接	间接
海盐县交通投资集团有限公司	100.00	--
海盐古韵江南城镇建设有限公司	100.00	
海盐创新科技投资有限公司	100.00	
海盐县城市投资集团有限公司	43.75	56.25
海盐县水务投资集团有限公司	100.00	--
海盐杭州湾投资发展集团有限公司	70.00	30.00
海盐县南北湖旅游投资集团有限公司	100.00	--
海盐县行政事业单位国有资产管理有限公司	100.00	--
海盐科技投资发展有限公司	100.00	--
浙江国检检测技术股份有限公司	72.73	--
海盐秦山核电产业共享开发有限公司	100.00	--
浙江百步经济开发区投资有限公司	100.00	--

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.11	23.46	40.05	35.64
资产总额(亿元)	378.99	422.47	501.63	547.51
所有者权益(亿元)	143.29	155.69	184.83	211.59
短期债务(亿元)	22.55	15.48	24.04	21.95
长期债务(亿元)	97.17	114.43	158.23	181.05
调整后长期债务(亿元)	117.06	140.49	177.89	200.71
全部债务(亿元)	119.72	129.91	182.27	203.00
调整后全部债务(亿元)	139.61	155.97	201.93	222.66
营业收入(亿元)	17.15	21.11	19.07	2.99
利润总额(亿元)	1.23	1.92	1.55	0.12
EBITDA(亿元)	3.93	4.87	5.25	--
经营性净现金流(亿元)	-24.55	-22.21	-29.43	-11.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.43	21.05	17.52	--
存货周转次数(次)	0.09	0.09	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04	--
现金收入比(%)	110.21	89.56	109.70	102.97
营业利润率(%)	-8.07	4.98	12.06	7.48
总资本收益率(%)	0.69	0.95	0.77	--
净资产收益率(%)	0.81	1.18	0.77	--
长期债务资本化比率(%)	40.41	42.36	46.12	46.11
调整后长期债务资本化比率(%)	44.96	47.43	49.04	48.68
全部债务资本化比率(%)	45.52	45.49	49.65	48.96
调整后全部债务资本化比率(%)	49.35	50.05	52.21	51.27
资产负债率(%)	62.19	63.15	63.15	61.35
流动比率(%)	456.75	376.94	449.37	545.99
速动比率(%)	133.87	87.24	106.75	114.43
经营现金流动负债比(%)	-38.82	-26.14	-34.72	--
现金短期债务比(倍)	1.73	1.51	1.67	1.62
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.68	0.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	30.46	26.67	34.71	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	35.53	32.02	38.45	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.44	0.38	2.59	0.62
资产总额(亿元)	40.03	60.57	84.79	111.31
所有者权益(亿元)	7.73	10.06	11.13	32.42
短期债务(亿元)	2.40	5.40	5.40	5.40
长期债务(亿元)	20.45	34.40	57.00	60.00
全部债务(亿元)	22.85	39.80	62.40	65.40
营业收入(亿元)	0.02	0.03	0.01	0.00
利润总额(亿元)	-0.06	0.04	0.27	-0.01
EBITDA(亿元)	-0.06	0.04	0.27	0.00
经营性净现金流(亿元)	-9.75	-18.20	-17.87	-4.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	103.23	38.05	106.86	--
营业利润率(%)	45.31	79.47	60.56	--
总资本收益率(%)	-0.20	0.07	0.37	--
净资产收益率(%)	-0.78	0.35	2.43	--
长期债务资本化比率(%)	72.58	77.37	83.67	64.92
全部债务资本化比率(%)	74.73	79.82	84.87	66.86
资产负债率(%)	80.70	83.39	86.88	70.88
流动比率(%)	234.97	286.46	417.37	395.77
速动比率(%)	234.97	286.46	417.37	395.77
经营现金流动负债比(%)	-82.29	-113.01	-107.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017－2019 年，母公司无存货及应收账款；公司未提供母公司现金流量表补充资料，故不计算母公司 EBITDA 等相关数据

附件 4　主要财务指标的计算公式

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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