

信用评级公告

联合〔2020〕921号

联合资信评估股份有限公司通过对海盐县国有资产经营有限公司及其拟发行的 2020 年第一期海盐县国有资产经营有限公司公司债券进行综合分析和评估，确定海盐县国有资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，2020 年第一期海盐县国有资产经营有限公司公司债券信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十一月九日



2020 年第一期海盐县国有资产经营有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期债券发行规模: 8.00 亿元

本期债券期限: 5+2 年, 第 5 个计息年度末附设公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 用于项目建设和补充流动资金

评级时间: 2020 年 11 月 9 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。联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 对其的评级反应了公司外部经营环境良好, 业务区域专营优势显著, 并持续获得股东在资金支持、资产划入以及财政补贴等方面的有力支持。同时, 联合资信评也关注到, 公司资产流动性较弱、债务规模持续增长、经营性净现金流持续大幅流出等因素可能会给公司信用水平带来的不利影响。

本期债券发行金额对公司现有债务规模影响较小; 公司经营活动现金流入量对本期债券本金的保障能力强。

近年来, 海盐县地方经济持续增长, 财政实力有所增强。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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体长期偿债风险很低, 本期债券到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 外部环境良好。近年来, 海盐县经济持续稳定增长。2017—2019 年, 海盐县地区生产总值年均复合增长 11.10%; 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环境。
2. 业务区域专营优势显著。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, 业务区域专营优势显著。

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

分析师：崔莹

倪昕

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

3. 持续获得外部有力支持。2017—2019 年，公司持续获得海盐县财政局及海盐经济开发区财政局在资金支持及资产划入等方面的支持，合计 74.87 亿元；收到海盐县财政局及海盐经济开发区拨付的财政补贴合计 13.60 亿元。

关注

1. 公司资产流动性较弱。公司资产中存货、其他应收款和在建工程占比较大，截至 2019 年底合计占资产总额的 77.53%，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
2. 公司债务规模持续增长。2017—2019 年，公司债务规模持续增长，分别为 119.72 亿元、129.91 亿元和 182.27 亿元，债务负担较重。
3. 对外部融资依赖性较强。2017—2019 年，公司经营性净现金流持续为负，分别为 -24.55 亿元、-22.21 亿元和 -29.43 亿元，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
现金类资产(亿元)	39.11	23.46	40.05
资产总额(亿元)	378.99	422.47	501.63
所有者权益(亿元)	143.29	155.69	184.83
短期债务(亿元)	22.55	15.48	24.04
长期债务(亿元)	117.06	140.49	177.89
全部债务(亿元)	139.61	155.97	201.93
营业收入(亿元)	17.15	21.11	19.07
利润总额(亿元)	1.23	1.92	1.55
EBITDA(亿元)	3.93	4.87	5.25
经营性净现金流(亿元)	-24.55	-22.21	-29.43
营业利润率(%)	-8.07	4.98	12.06
净资产收益率(%)	0.81	1.18	0.77
资产负债率(%)	62.19	63.15	63.15
全部债务资本化比率(%)	49.35	50.05	52.21
流动比率(%)	456.75	376.94	449.37
现金短期债务比(倍)	1.73	1.51	1.67
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)	35.53	32.02	38.45
公司本部（母公司）			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	40.03	60.57	84.79
所有者权益(亿元)	7.73	10.06	11.13
全部债务(亿元)	22.85	39.80	62.40
营业收入(亿元)	0.02	0.03	0.01

利润总额(亿元)	-0.06	0.04	0.27
资产负债率(%)	80.70	83.39	86.88
全部债务资本化比率(%)	74.73	79.82	84.87
流动比率(%)	234.97	286.46	417.37
经营现金流动负债比(%)	-82.29	-113.01	-107.21

注：本报告已将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/8/6	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
AA ⁺	稳定	2018/12/21	竺文彬 王超	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
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)	阅读正文
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)	阅读正文
A ⁺	稳定	2009/2/9	陈静 黄先	企业主体评级方法 (2009 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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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。

分析师：

张莹

联合资信评估股份有限公司



2020 年第一期海盐县国有资产经营有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“海盐国资”）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，初始注册资本3.08亿元。海盐县财政局于2013—2015年分别对公司增资0.70亿元、0.62亿元以及1.00亿元。截至2019年底，公司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均为海盐县财政局。

公司是海盐县最重要的基础设施建设和国有资产运营主体。公司经营范围：受县政府委托从事全县国有资产的投资经营管理。

截至2019年底，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2019年底，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；2019年，公司实现营业收入19.07亿元，利润总额1.55亿元。

公司注册地：海盐县武原街道新桥北路168号；法定代表人：倪永峰。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行金额8.00亿元的2020年第一期海盐县国有资产经营有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），期限5+2年，第5个计息年度末附设公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权。本期债券采用固定利率，每年付息一次，到期一次还本。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金中5.30亿元计划用于锦绣佳苑安置房小区工程项目、丽景花苑安置房

小区工程项目、长安南苑安置房项目和天仙花苑公寓房西侧项目（上述四个项目下文合称“募投项目”），2.70亿元计划用于补充营运资金，如下表所示。

表1 本期债券募集资金投向情况（单位：万元、%）

	募集资金用途	项目总投资额	拟使用资金
1	锦绣佳苑安置房小区工程项目	55837.99	33000.00
2	丽景花苑安置房小区工程项目	52683.50	9500.00
3	长安南苑安置房项目	15562.00	10500.00
4	补充流动资金	-	27000.00
	合计	124083.49	80000.00

资料来源：公司提供

募投项目概况

锦绣佳苑安置房小区工程项目（以下简称“锦绣佳苑”）西临盐平塘东路、东至城东路、北到规划的石塔路、南临创业路北侧绿地，总用地面积约79.7亩，总建筑面积约15万平方米；该项目拟建设安置房867套，容积率2.0。

丽景花苑安置房小区工程项目（以下简称“丽景花苑”）西临盐平塘东路、东至城东路、北到海丰路、南临庆丰路，总用地面积约78.71亩，总建筑面积约14.15万平方米，建设安置房811套。同步建设小区道路、绿化、管线等配套设施。

长安南苑安置房项目（以下简称“长安南苑”）东临长安路，南临规划河递，西临长平路，北临庆丰路。总用地为15649平方米（折合23.5亩），总建筑面积为39610.69平方米，建设安置房住宅233套。同步建设小区道路、绿化、管线等配套设施。

资金来源

锦绣佳苑总投资额55837.99万元，其中公司通过本期债券筹资33000.00万元，占总投资的59.10%，其余资金通过自筹资金解决。

丽景花苑总投资额 52683.50 万元，其中公司通过本期债券筹资 9500.00 万元，占总投资的 18.03%，其余资金通过自筹资金解决。

长安南苑总投资额 15562.00 万元，其中公司通过本期债券筹资 10500.00 万元，占总投资

的 67.47%，其余资金通过自筹资金解决。

募投项目审批情况

募投项目已取得相关主管部门审批、核准文件，具体情况如下：

表 2 募投项目审批情况

项目名称	批文名称	批文文号	发文机关
锦绣佳苑	《海盐县发展和改革局关于同意锦绣佳苑安置房小区工程可行性研究报告的批复》	盐发改投（2017）404 号	海盐县发展和改革局
	《关于海盐县城市建设投资发展有限责任公司盐平秋月二号安置房工程环境影响报告表的批复》	盐环建（2017）197 号	海盐县环保局
	《不动产权证书》	浙（2018）海盐县不动产权第 0006801 号	海盐县国土资源局
	《中华人民共和国建设用地规划许可证》	地字第浙规证 330424201701046	海盐县规划局
丽景花苑	《海盐县发展和改革局关于同意丽景花苑安置房小区工程可行性研究报告的批复》	盐发改投（2018）22 号	海盐县发展和改革局
	《关于海盐县城市建设投资发展有限责任公司丽景花苑安置房小区工程环境影响报告表的批复》	盐环建（2018）48 号	海盐县环保局
	《不动产权证书》	浙（2018）海盐县不动产权第 0006800 号	海盐县国土资源局
	《中华人民共和国建设用地规划许可证》	地字第浙规证 330424201701011	海盐县规划局
长安南苑	《海盐县发展和改革局关于同意长安南苑安置房工程可行性研究报告的批复》	盐发改投（2018）81 号	海盐县发展和改革局
	《建设项目环境影响登记表》	备案号：201833042400000037	--
	《不动产权证书》	浙（2018）海盐县不动产权第 0008312 号	海盐县国土资源局
	《中华人民共和国建设用地规划许可证》	地字第浙规证 330424201801028	海盐县规划局

资料来源：公司提供

募投项目进度情况

根据《锦绣佳苑安置房小区工程可行性研究报告》《丽景花苑安置房小区工程项目可行性研究报告》和《长安南苑安置房工程可行性研究报告的批复》（上述三个报告下文简称“可研报告”），募投项目建设进度如下。

锦绣佳苑已于 2018 年 6 月完成审批并开工，预计建设工期 30 个月。截至 2019 年底，该项目已投资约 20837.99 万元，已完成前期可研编制及打桩工作，并启动部分主体建设工作。

丽景花苑已于 2018 年 6 月完成审批并开工，预计建设工期 30 个月。截至 2019 年底，该项目已投资 15505.00 万元，已完成前期可研编制及打桩工作，并启动部分主体建设工作。

长安南苑已于 2018 年 6 月完成审批并开工，预计建设工期 30 个月。截至 2019 年底，该项目已投资 3037.87 万元，已完成前期可研

编制及打桩工作，并启动部分主体建设工作

经济效益分析

募投项目通过出租和出售实现收益，根据可研报告，募投项目经济效益分析如下。

锦绣佳苑项目经营期 7 年，计算期内可实现收入 82282.03 万元，可以覆盖项目总投资。募投项目所得税后财务内部收益率为 15.01%，所得税后投资回收期（含建设期）7.83 年。

丽景花苑项目经营期 7 年，计算期内可实现收入 78682.53 万元，可以覆盖项目总投资。募投项目所得税后财务内部收益率为 15.90%，所得税后投资回收期（含建设期）7.76 年。

长安南苑项目经营期 7 年，计算期内可实现收入 22730.12 万元，可以覆盖项目总投资。募投项目所得税后财务内部收益率为 12.52%，所得税后投资回收期（含建设期）7.97 年。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全

球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击

由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 3 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩

2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍

处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长

-1.8%)，对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元(同比增长 5.6%)，对美国累计进出口额为 1.64 万亿元(同比增长-6.6%)，对日本累计进出口额为 1.03 万亿元(同比增长 0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。

2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显

2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大

2020 年上半年，居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降 1.9%，比上季度(-0.6%)降幅继续扩大，较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降 2.6%，降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降

2020 年 6 月底，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年底增幅(10.7%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期(分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外)，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出(下

降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元,较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大,在疫情冲击的特殊时期,财政收支形势比较严峻。

就业压力较大,形势逐月改善

2020 年上半年,在疫情冲击下,服务业和制造业均呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%,较 3 月(5.9%)略有回落,但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,失业率高位运行,总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务,财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施,重点支持帮助中小微企业复工复产,城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降,就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资

为应对经济下行压力,帮助企业渡过难关,财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施;实施规模性财政政策,大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元(较上年增加 1.6 万亿元,增幅 74.4%),并加快发行使用进度和使用范围,支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,同时增加用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金;发行抗疫特别国债 1 万亿元,增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元,赤字率 3.60%以上;同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一

重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行,加大对中小微企业金融支持

注重全面性政策和结构性政策相结合,实施三次降准,为市场注入了适度充裕的流动性;三次下调 LPR 报价利率,引导贷款利率下行;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息(总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”),为小微企业信贷融资创造了良好环境,不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本,而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元,中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点,3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%,再贴现利率为 2%,进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济及政策前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。为此,下半年财政政策要更加积极有为、注重实效,要保障重大项目建设资金,注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要

保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长

投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

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。

行业监管与政策

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4 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

行业发展

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

近年来,海盐县区域经济实力持续增强,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 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。

2017—2019 年,海盐县生产总值年均复合增长 8.30%。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

截至2019年底，公司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均为海盐县财政局。

2. 企业规模及竞争力

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，从资产的规模和质量以及承担基础设施建设项目的数量和重要性等方面看，在海盐县均具有较为突出的优势，区域专营优势明显。

公司主营业务包括区域内基础设施建设、土地整理、安置房建设、水务及产品贸易等，在海盐县范围内均具有专营性地位。海盐县还有另外两家从事基础设施建设的公司，分别为海盐县两新建设投资有限公司和海盐县新城建设投资有限公司，规模相对较小，均负责乡镇部分建设，与公司的业务没有重合。

表 5 截至 2019 年底海盐县主要基建平台财务数据
(单位: 亿元)

平台名称	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额
海盐县国有资产经营有限公司	501.63	184.83	19.07	1.55
海盐县两新建设投资有限公司	155.07	48.06	0.95	-0.17
海盐县新城建设投资有限公司	126.63	34.60	0.47	0.36

资料来源：联合资信根据企业提供的资料整理

3. 人员素质

公司高管人员大多具有政府工作经历；公司子公司较多，员工人数多，能满足公司目前经营需要。

截至 2019 年底，公司本部高层管理人员 2 名，包括董事长兼总经理 1 名、副总经理 1 名。

倪永峰先生，1977 年出生，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；现任公司董事长、总经理兼法定代表人。

陈军伟先生，1972 年出生，大学专科学历；曾任职于海盐县财政地税局；现任公司副总经理。

截至2019年底，公司合并口径在职人员 1515 人。从文化程度看，大专及以下学历占 73.9%，本科及以上学历占 26.1%；从年龄构成看，30 岁以下占 6.88%，30~50 岁占 63.99%，50 岁以上占 29.13%。

4. 外部支持

近年来，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，在资金支持、资产划入以及财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。

2017—2019 年，海盐县一般预算收入不断增长，分别为 40.65 亿元、47.51 亿元和 52.28 亿元；其中 2019 年税收收入完成 47.40 亿元，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、资产划入和专项应付款转入

2017—2019年,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”)财政局在资金支持及资产划入等方面的支持,并记入“资本公积”科目。

表6 资本公积增加明细(单位:万元)

2017年		
资金支持	股东资本投入	893.00
	政府债务置换	184468.00
	财政拨款	48.61
	财政拨款	28071.91
	水务森林生态效益补偿资金	1.32
	污水公司在线监测系统补助	44.25
资产划入	国检中心资产划入	778.49
	检测站资产转入	33.12
	澈浦钟立村土地资产	177.90
	澈浦农贸市场公司51%股权	506.39
	直管公房划入	4136.80
	工程款拨款转入	388.94
专项应付款转入	工程款拨款转入	1416.68
	荣昌度假村完工拨款	1400.00
	合计	222365.41
2018年		
资金支持	股东资本投入	1160.00
	政府债券置换	10000.00
	财政拨款	60000.00
	财政拨款	700.00
	大禹水利中小河、古荡河整治项目补助	952.42
	大禹水利海域使用权基金补助	40320.14
资产划入	秦山核电城公司100%股权	7015.15
	核电产业共享公司100%股权	4999.96
	百步经济开发区公司100%股权	1000.07
	百步镇三泽物业公司100%股权	50.59
	购上海国检浦东检测公司剩余40%股权	3.36
	三毛乐园100%股权	5679.74
	海盐滨海工业建设公司100%股权	9986.12
	澈浦新市镇农贸市场公司剩余49%股权	495.71
专项应付款转入	交投集团公司绿化提升工程项目完工拨款	1071.49
	鸿鑫建设公司扩宽改建工程完工拨款	4133.49
	天仙河污水公司城区截污改造项目完工拨款	733.51

合计		148301.75
2019年		
资金支持	股东资本投入	102614.7
	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
	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
专项应付款转入	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

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

2017—2019年,公司分别收到海盐县财政局及经开区财政局拨付的财政补贴5.43亿元、4.80亿元和3.37亿元,计入“其他收益”。

5. 企业信用情况

公司过往债务履约情况良好,无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

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11月6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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

六、管理分析

随着公司业务规模及业务范围的不断扩大，公司对法人治理以及内部管理的需求在不断加大，公司的各项管理体制基本完善。

1. 法人治理结构

按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层；董事会成员实际到位 5 人，其中职工代表 1 人，非职工代表董事由股东委派和更换，职工代表董事由公司全体职工通过职工大会选举产生；董事会设董事长 1 名，由海盐县财政局在董事会成员中指定；监事会成员实际到位 5 人，其中职工代表 2 名，监事会主席由全体监事过半数选举产生，公司财务人员不得兼任监事；非职工代表董事和非职工代表监事由财政局委派和更换，职工代表董事和职工代表监事由公司全体职工通过职工大会选举产生；公司设总经理 1 人，由董事会决定聘任和解聘。董事会是公司的决策机构，经理层行使董事会授予的职权，对董事会负责。

2. 管理水平

公司根据自身特点，在子公司管理、财务管理、投融资管理、对外担保管理和工程款项支付等方面公司制定了管理办法。对公司重大事项进行决策和管理。

子公司管理方面，公司制定了《海盐县国有资产经营有限公司所属子公司重大事项报告管理办法》，规范了子公司产权转让、对外投融资、对外担保等重大事项管理行为。规定子公司权属关系不明确或存在权属纠纷的产权不得转让，子公司产权转让价格应以具备国有资产评估资质的社会中介机构评估并经国有资产管理部门确认的价格为依据；子公司的投融资行为应由子公司董事会以决议形式通过，对外投资未经本公司批准不得擅自决定；对外担保全部实行审批制。

重大财务事项方面和投融资管理方面，公司制定了《海盐县国有资产经营有限公司财务及财产管理制度》《海盐县国有资产经营有限

公司预算管理办法》《海盐县国有资产经营有限公司财务会计管理制度》《海盐县国有资产经营有限公司货币资金管理制度操作细则》《海盐县国有资产经营有限公司资金管理制度》以及《海盐县国有资产经营有限公司融资资金管理办法》，明确了公司财务审批权限和审批程序，对票据管理、现金管以及固定资产管理方面做出具体要求；确立了现金管理制度、银行存款管理制度、成本核算制度以及财务收支审批制度；提出资金来源管理、资金提取与拨付管理、利息及资金偿还管理、会计核算和审计监督管理等具体管理办法。

对外担保方面，公司制定了《海盐县国有资产经营有限公司对外担保管理办法》，规定担保对象仅限于本县范围内的国有企业，担保申请人必须满足规定条件，同时向国资办提出单款担保书面申请并接受担保调查和审核。公司建立健全严格的对外担保管理制度，规范运行，应定期向董事会报告对外担保情况。

工程款项支付方面，公司制定了《集团公司支出审批制度》，明确了资金划拨审批程序和项目付款审批程序，同时按县财政局规定，集团内部各付款单位支付大额款项实行国资办外派财务总监联签制度。

七、经营分析

1. 经营概况

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，近三年主营业务收入规模波动增长，收入构成以土地开发、安置房销售和产品销售为主，主营业务毛利率持续上升。

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，近年来的合计占比均在 60.00%以上。2017—2019 年，公司主营业务收入波动增长，分别为 16.09 亿元、19.20 亿元和 18.70 亿元。2019 年，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，同比有所下降；同期，公司产品销售收入为 6.19 亿元，同比增加 2.50 亿元。

毛利率方面，2017—2019 年，公司主营业务毛利率分别为-7.59%、5.52%和 13.06%，毛利率持续增长。2019 年，公司主营业务毛利率

较 2018 年增加 7.54 个百分点，主要系安置房销售收入毛利率由负转正所致。

表 7 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	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	4.05	25.17	24.44	5.73	29.84	15.18	3.85	20.59	16.64
安置房销售	6.06	37.68	-40.81	5.77	30.05	-12.65	2.09	11.18	8.07
产品销售	2.74	17.03	6.70	3.69	19.22	3.25	6.19	33.10	1.37
污水运维费	0.18	1.14	-133.21	0.47	2.45	46.81	0.64	3.42	43.23
自来水费	0.70	4.34	-6.14	0.94	4.90	20.21	1.04	5.56	30.60
旅游景点	0.14	0.9	22.75	0.20	1.04	5.00	0.26	1.39	0.87
公交运输	0.24	1.51	-144.95	0.24	1.25	-141.67	0.24	1.28	-132.78
检测费	0.58	3.62	59.10	0.71	3.70	57.75	0.74	3.96	53.05
保安服务收	0.79	4.93	20.71	0.87	4.53	20.69	1.05	5.61	20.46
受托代建	--	--	--	--	--	--	0.52	2.78	4.55
其他	0.59	3.68	29.89	0.58	3.02	22.41	2.09	11.18	30.41
合计	16.09	100.00	-7.59	19.20	100.00	5.52	18.70	100.00	13.06

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

近年来，公司土地开发收入确认方式发生变化，收入规模及毛利率均波动下降；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，未来土地开发业务收入可持续性较强。公司存在一定的土地开发支出压力，土地出让收入返还存在一定滞后性。

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 2018 年之前计入“专项应付款”，2018 年开始计入“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”。土地返还款结算方式：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资金缺口按需给予杭州湾投适当补贴。

海盐城投确认土地开发收入方式：2018年及以前，根据与海盐县财政局签订的土地收入结算单，将土地成本的100%和土地出让净收益的5%~10%（由于海盐县土地价格增长迅速，因此降低确认收入的土地出让净收益比例，2017年为15%）确认为公司土地出让收入。2019年，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。南北湖旅投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。

2017—2019年，公司出让的可达到确认收入条件的土地分别为222.05亩、305.95亩和258.96亩，对应的土地出让金9.66亿元、19.34亿元和15.14亿元，确认的土地开发收入分别为4.05亿元、5.73亿元和3.85亿元，毛利率分别为24.44%、15.18%和16.64%；确认收入规模及毛利率均波动下降，主要系确认收入的方式及比例发生变化所致。2017—2019年，公司收到土地开发回款分别为22.37亿元、26.12亿元和23.11亿元。

表8 公司可确认的返还收入情况
(单位：亩、万元/亩、万元)

年份	地块位置	土地面积	出让土地金额	确认收入
2017年	明珠苑东侧（南）	75.26	24460.80	12487.82
	明珠苑东侧（北）	72.77	23142.13	11998.26
	滨海大道西，庆丰路北	74.02	48999.59	16022.58
合计		222.05	96602.52	40508.66
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
	澈浦镇地块	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
	澈浦镇南至澈浦达到、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。

近年来，安置房销售收入持续下降，毛利率由负转正。未来安置房项目投资较大，公司存在一定的筹资压力。

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。公司安置房开发的建设用地为划拨用地，销售对象以拆迁居民为主，其销售模式分为实物安置、货币化安置与实物安置结合以及市场价销售三种方式。项目建设资金来源为自有资金和外部融资。项目投入计入“存货-开发成本”，项目完工后转入“存货-开发产品”。安置房交付后，公司确认安置房销售收入。2017—2019年，随着公司存量可售安置房减少，公司安置房销售业务收入持续下降，分别为6.06亿元、5.77亿元和2.09亿元；毛利率由负转正，分别为-40.81%、-12.65%和8.07%，主要系以市场化价格销售的安置房占比上升所致；安置房销售业务的亏损由海盐县政府财政补贴进行弥补（包含在每年的财政拨款中）。

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 9 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
锦绣佳苑	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，该板块业务绝大部分不确认收入，业务回款情况一般。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，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，公司新增受托代建收入 0.52 亿元，毛利率 4.55%。

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 10 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	16.00	8.08	3.30
		3.06	
		1.11	
		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。受益于海盐县供水价格调升，污水运维业务成本有所下降，近年来自来水业务毛利率持续上升，污水运维业务毛利率波动上升；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及运营，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%，非居民用水价格调整幅度为 45%。价格，水投公司水费收入逐年增长，2017—2019 年分别为 0.70 亿元、0.94 亿元和 1.04 亿元；毛利率分别为 -6.14%、20.21%和 30.60%，实现了扭亏为盈。

表 11 海盐县供水和污水处理费价格情况 (单位: 元/吨)

类别	2017 年		2018 年		2019 年	
	水价	污水处理价格	水价	污水处理价格	水价	污水处理价格
民用水	1.70~3.30	0.90	2.00~6.00	0.90	2.00~6.00	0.90
工业用水	2.40	2.00~2.80	3.45	2.40~2.80	3.45	2.40~2.80
营业用水	2.40	2.00	3.45	2.00	3.45	2.00
行政事业	2.35	2.00	3.45	2.00	3.45	2.00
特行用水	5.00	2.40	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。自 2017 年起, 根据《浙江省污水处理费征收使用管理办法》浙财综〔2015〕39 号文件, 污水处理费作为财政基金管理纳入政府预算, 水投公司代收污水处理费后上交财政局, 并由财政局将应付污水处理费直接付给嘉兴联合污水处理厂, 其余部分返给公司确认收入。2018 年, 公司通过雨污改造, 使送往嘉兴联合污水处理厂的污水量有所减少, 污水处理业务成本有所下降, 毛利率由 2017 年的-133.21%上升至 46.81%; 2019 年, 污水运维费业务毛利率为 43.23%。

近年来, 公司污水运维收入规模持续增长, 分别为 0.18 亿元、0.47 亿元和 0.64 亿元, 主要系环保督查力度加强, 企业污水全部纳管计费所致。

表 12 公司水务经营情况 (单位: 万吨/日、万吨、%)

业务类型	2017 年	2018 年	2019 年
供水能力	21.00	21.00	21.00
自来水销量	3563.21	3824.80	3897.81
供水业务毛利率	-6.14	20.21	30.60
污水处理毛利率	-133.21	46.81	43.23

注: 2017 年供水、污水处理业务毛利率为负是由于项目前期投资转固定资产导致折旧成本增加所致。

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 13 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

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。

2017—2019 年, 公司分别实现产品销售收入 2.74 亿元、3.69 亿元和 6.19 亿元。其中, 2019 年, 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。

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。2017—2019 年，公司旅游景点收入毛利率持续下降，主要系人员费用、景区维护等运营成本上升所致。

此外，公司公交、保安服务收入、检测费收入等业务规模及盈利情况较为稳定，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 14 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
澈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2017—2018年度财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，分别出具了标准无保留意见的审计结论。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。

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，2018年，公司合并范围增加3家子公司；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。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模不断增长；资产中存货、其他应收款和在建工程占比较大，对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019年，公司资产总额不断增长，年均复合增长15.05%。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 15 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.10	10.32	23.44	5.55	39.99	7.97
其他应收款	41.78	11.02	41.64	9.86	39.89	7.95
存货	204.17	53.87	246.16	58.27	290.43	57.90
流动资产	288.83	76.21	320.29	75.81	380.93	75.94
投资性房地产	9.92	2.62	13.56	3.21	15.81	3.15
固定资产	12.12	3.20	11.64	2.76	14.75	2.94
在建工程	39.77	10.49	48.14	11.39	58.58	11.68
其他非流动资产	14.67	3.87	15.13	3.58	15.37	3.06
非流动资产	90.16	23.79	102.18	24.19	120.70	24.06
资产总额	378.99	100.00	422.47	100.00	501.63	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 14.84%。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。

2017—2019 年，公司其他应收款保持相对稳定。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。

表 16 截至2019年底其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	期末余额	占期末余额比例
海盐县新城建设投资有限公司	往来款	10.44	26.02
浙江省海盐经济开发区管理委员会	往来款	6.46	16.11
海盐县两新建设投资有限公司	往来款	5.16	12.86
海盐县通元新农村建设有限公司	往来款	1.64	4.10
海盐县文化和广电旅游体育局	往来款	1.42	3.54
合计	--	25.13	62.63

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货快速增长，年均复合增长 19.27%。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

2017—2019 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 15.70%。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。

公司可供出售的金融资产主要为对参股企业的股权投资。2017—2019 年，公司可供出售的金融资产快速增长，年均复合增长 36.86%；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。

公司投资性房地产主要用于出租。2017—2019 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 26.25%。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。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 10.32%。公司固定资产主要由房屋及建筑物和业务运营所需的各类设备（主要为各种管网设施）组成，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。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 21.37%。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工程的投入所致。

2017—2019 年，公司其他非流动资产缓慢增长，年均复合增长 2.35%。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。

3. 资本结构

近年来，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。

2017—2019 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 15.05%。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 17 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	5.40	3.77	5.40	3.47	5.40	2.92
资本公积	127.22	88.78	137.91	88.58	165.67	89.63
未分配利润	10.04	7.01	11.78	7.57	13.12	7.10
所有者权益合计	143.29	100.00	155.69	100.00	184.83	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司实收资本保持不变。同期，公司资本公积不断增长，年均复合增长 14.12%。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%。

近年来，由于在建项目投资规模较大，公

司有息债务规模不断增长，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。

2017—2019 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 15.94%。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 18 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	32.18	13.65	56.95	21.35	46.71	14.74
一年内到期的非流动负债	21.20	8.99	13.76	5.16	18.67	5.89
流动负债	63.23	26.83	84.97	31.85	84.77	26.76
长期借款	77.37	32.83	80.03	30.00	94.23	29.74
应付债券	19.80	8.40	34.40	12.89	64.00	20.20
长期应付款	24.25	10.29	26.77	10.03	27.26	8.60
专项应付款	50.75	21.53	40.21	15.07	43.64	13.78
非流动负债	172.46	73.17	181.81	68.15	232.03	73.24
负债总额	235.69	100.00	266.78	100.00	316.80	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 17.32%。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。

2017—2019 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 20.48%，公司其他应付款主要为与政府及乡镇基建公司的往来款。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。

表 19 截至 2019 年底公司其他应付款前五名情况
（单位：亿元、%）

单位	余额	占比
海盐县财政局	28.87	61.82
海盐经济开发区（西塘桥街道）财政办公室	0.22	0.46
海盐县澉浦新市镇建设投资有限公司	1.62	3.48

浙江山鹰纸业有限公司	0.50	1.07
海盐县杭州湾新市镇建设有限公司	0.44	0.93
合计	31.65	67.76

资料来源：公司审计报告

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。

2017—2019 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 15.99%。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。

2017—2019 年，公司长期借款不断增长，年均复合增长 10.36%。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。

2017—2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 79.79%。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。

2017—2019 年，公司长期应付款持续增长，年均复合增长 6.03%。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。

2017—2019 年，公司专项应付款波动下降，年均复合下降 7.27%。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，2017—2019 年，公司全部债务持续增长，分别为 139.61 亿元、155.97 亿元和 201.93 亿元。截至 2019 年底，公司长期债务 182.27 亿元，占全部债务的 90.26%。从债务指标来看，2017—2019 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和调整全部债务资本化比率均持续上升；截至 2019 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和调整全部债务资本化比率分别为 63.15%、49.04%和 52.21%。总体看，债务负担较重。

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 20 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	30.62	28.00	32.00	42.00	52.00	31.24	215.86

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动增长，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。

2017—2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 5.45%。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%；公司营业利润率为 12.06%，较 2018 年增加 7.08 个百分点。

2017—2019 年，公司期间费用不断增长，年均复合增长 11.98%，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。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。2017—2019 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 20.02%、18.58%和 22.57%，期间费用控制能力较弱。

非经常性损益方面，2017—2019 年，公司其他收益分别为 5.43 亿元、4.80 亿元和 3.37 亿元，主要为政府补助。2017—2019 年，公司利润总额分别为 1.23 亿元、1.92 亿元和 1.55 亿元，

利润总额波动增长，公司利润对财政补贴依赖较大。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司总资产收益率波动上升，分别为 0.69%、0.95%和 0.77%；同期，公司净资产收益率波动下降，分别为 0.81%、1.18%和 0.77%，公司整体盈利能力偏弱。

5. 现金流分析

近年来，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，随着未来公司项目的推进，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。2017—2019 年，经营活动现金流入和流出均呈波动下降趋势，主要系往来款收支减少所致。2019 年，公司经营活动现金流入 46.81 亿元，流出 76.24 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为 -24.55 亿元、-22.21 亿元和 -29.43 亿元，持续净流出。从现金

收入实现质量来看,2017—2019年,公司现金收入比分别为110.21%、89.56%和109.70%,收入实现质量较好。

近年来,公司投资活动现金流入规模较小;2019年公司投资活动现金流入3.37亿元,主要系本年度划入的子公司账上留存的货币资金;2017—2019年,公司投资活动现金流出分别为11.25亿元、14.28亿元、19.21亿元,呈持续上升趋势,年均复合增长30.70%,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。2017—2019年,公司投资活动现金净额分别为-10.77亿元、-13.96亿元和-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。2017—2019年,公司筹资活动现金流入呈波动上升趋势,分别为85.35亿元、63.16亿元和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。2017—2019年,公司筹资活动现金流出呈波动上升趋势,分别44.63亿元、38.68亿元和38.24亿元,主要为还本付息。2017—2019年,公司筹资活动现金净额分别为40.71亿元、24.48亿元和62.26亿元。

6. 偿债能力

相对于短期债务规模,公司现金类资产相对充裕,短期债务偿还能力尚可;公司长期偿债能力较弱,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,2017—2019年,公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势;2019年底分别为449.37%和106.75%。2017—2019年,公司经营性净现金流持续为负,对公司流动负债无保障能力。2017—2019年,公司现金类资产分别为39.11亿元、23.46亿元和40.05亿元,分别为同期短期债务的1.73倍、1.52倍和1.67倍,对短期债务保障能力尚可。总体看,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看,2017—2019年,公司

EBITDA分别为3.93亿元、4.87亿元和5.25亿元;公司全部债务/EBITDA分别为35.53倍、32.02倍和38.45倍,公司EBITDA对全部债务覆盖程度弱。2017—2019年,公司EBITDA利息倍数分别为0.56倍、0.68倍和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,公司或有负债风险可控。

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、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司现有债务规模影响较小，预计本期债券发行后公司债务负担将有所加重。

本期债券拟发行金额 8.00 亿元，相当于 2019 年底公司全部债务的 3.96%、长期债务的 4.50%，本期债券的发行对公司现有债务规模影响较小。

截至 2019 年底，公司资产负债率、调整全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.15%、52.21% 和 49.04%，以此财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 63.73%、53.18% 和 50.14%。

2. 本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期债券本金的保障能力强。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 56.81 亿元、59.30 亿元和 46.81 亿元，分别为本期债券本金的 7.10 倍、7.41 倍和 5.85 倍；2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对本期债券本金不具备保障能力；公司 EBITDA 分别为 3.93 亿元、4.87 亿元和 5.25 亿元，分别为本期债券本金的 0.49 倍、0.61 倍和 0.66 倍。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券偿债资金来源于公司日常经营

收入和募投项目的未来收益。根据可研报告，募投项目建设期为 24 个月~30 个月，测算运营期均为 7 年，运营期内收益来源于募投项目所建安置房及停车位的出售和出租收入。

安置房销售方面，锦绣佳苑可供销售安置房面积合计 101349.42 平方米，综合考虑海盐县安置房平均价格水平以及该项目地块的所在区位，该项目的安置房平均可按照 7900 元/平方米的价格进行销售，预计可实现收入 79918.28 万元；丽景花苑可供销售安置房面积合计 89891.78 平方米，综合考虑海盐县安置房平均价格水平以及该项目地块的所在区位，该项目的安置房平均可按照 8300 元/平方米的价格进行销售，预计可实现收入 74851.47 万元；长安南苑可供销售安置房面积合计 25933.56 平方米，综合考虑海盐县安置房平均价格水平以及该项目地块的所在区位，该项目的安置房平均可按照 8300 元/平方米的价格进行销售，预计可实现收入 21594.47 万元。

停车位销售及出租方面，锦绣佳苑将配套地下机动车停车位 1162 个，257 个用于出售，905 个用于出租，停车位平均可按照 5.50 万元/个的价格进行出售，1500 元/年进行出租，预计 7 年内可实现收入 2363.75 万元；丽景花苑将配套地下机动车停车位 953 个，572 个用于出售，381 个用于出租，停车位平均可按照 6.00 万元/个的价格进行出售，1500 元/年进行出租，预计 7 年内可实现收入 3831.06 万元；长安南苑将配套地下机动车停车位 233 个，180 个用于出售，53 个用于出租，停车位平均可按照 6.00 万元/个的价格进行出售，1500 元/年进行出租，预计 7 年内可实现收入 1135.65 万元。

本期债券发行金额 8.00 亿元，其中 5.30 亿元用于募投项目建设，假定本期债券于 2020 年发行，债券存续期内募投项目产生的收入情况如下表：

表21 募投项目收益测算与本期债券本金覆盖程度（单位：万元、倍）

项目		债券存续期							合计
		第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	
锦绣佳苑	安置房销售收入	建设期	47950.97	15983.66	15983.66	-	-	-	79918.29
	停车位销售收入		848.10	282.70	282.70	-	-	-	1413.50
	停车位出租收入		135.75	135.75	135.75	135.75	135.75	135.75	814.5
丽景花苑	安置房销售收入		44910.88	14970.29	14970.29	-	-	-	74851.46
	停车位销售收入		2058.48	686.16	686.16	-	-	-	3430.8
	停车位出租收入		57.18	57.18	57.18	57.18	57.18	57.18	343.08
长安南苑	安置房销售收入		12956.68	4318.89	4318.89	-	-	-	21594.46
	停车位销售收入		648	216	216	-	-	-	1080
	停车位出租收入		7.95	7.95	7.95	7.95	7.95	7.95	47.70
募投项目收入合计		--	109573.99	36658.58	36658.58	200.88	200.88	200.88	183493.79

资料来源：联合资信根据可研报告整理

本期债券存续期内募投项目预计实现收入18.35亿元，为本期债券募投项目使用资金的3.46倍，可以覆盖本期债券中用于项目建设的部分，保障程度较好。考虑到募投项目收入主要来自安置房出售，其受房地产市场及宏观经济波动性因素影响较大，联合资信将密切关注实际出售情况以及资金到位情况。

本期债券的发行对公司现有债务规模有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期债券本金的保障能力强。

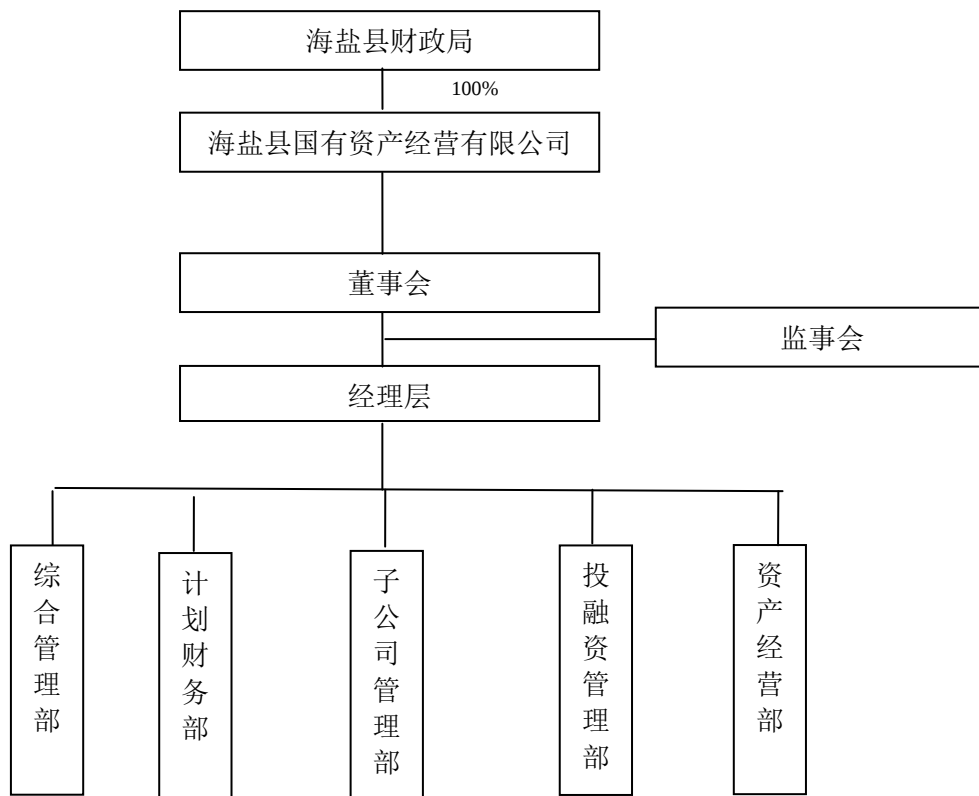
总体看，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

十、结论

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，具有显著的区域专营优势，近年持续获得股东在资金支持、资产划入以及财政补贴等方面的有力支持。近年来，海盐县地方经济实力持续增长，财政实力有所增强，为地区基础设施建设提供了较好的资金支持和保障。

近年来，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货和其他应收款占比高，资产质量一般；所有者权益持续增长，稳定性高；债务规模快速增长，债务负担较重；公司的营业收入主要来源于安置房销售、土地开发以及产品销售收入，公司利润水平对政府补贴有较大依赖。近年来，公司安置房销售及水务业务毛利率由负转正，公司的盈利水平有所改善。

附件 1-1 公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司子公司情况

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：联合资信根据审计报告整理

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	39.11	23.46	40.05
资产总额(亿元)	378.99	422.47	501.63
所有者权益(亿元)	143.29	155.69	184.83
短期债务(亿元)	22.55	15.48	24.04
长期债务(亿元)	117.06	140.49	177.89
全部债务(亿元)	139.61	155.97	201.93
营业收入(亿元)	17.15	21.11	19.07
利润总额(亿元)	1.23	1.92	1.55
EBITDA(亿元)	3.93	4.87	5.25
经营性净现金流(亿元)	-24.55	-22.21	-29.43
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
营业利润率(%)	-8.07	4.98	12.06
总资本收益率(%)	0.69	0.95	0.77
总资产收益率(%)	0.64	0.87	0.73
净资产收益率(%)	0.81	1.18	0.77
长期债务资本化比率(%)	44.96	47.43	49.04
全部债务资本化比率(%)	49.35	50.05	52.21
资产负债率(%)	62.19	63.15	63.15
流动比率(%)	456.75	376.94	449.37
速动比率(%)	133.87	87.24	106.75
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)	35.53	32.02	38.45
现金短期债务比(倍)	1.73	1.51	1.67

注：本报告已将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算

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
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.44	0.38	2.59
资产总额(亿元)	40.03	60.57	84.79
所有者权益(亿元)	7.73	10.06	11.13
短期债务(亿元)	2.40	5.40	5.40
长期债务(亿元)	20.45	34.40	57.00
全部债务(亿元)	22.85	39.80	62.40
营业收入(亿元)	0.02	0.03	0.01
利润总额(亿元)	-0.06	0.04	0.27
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-9.75	-18.20	-17.87
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)	0.00	0.00	0.00
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
全部债务资本化比率(%)	74.73	79.82	84.87
资产负债率(%)	80.70	83.39	86.88
流动比率(%)	234.97	286.46	417.37
速动比率(%)	234.97	286.46	417.37
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：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 = $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
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

联合资信评估股份有限公司关于 2020 年第一期海盐县国有资产经营有限公司公司债券 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

海盐县国有资产经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

海盐县国有资产经营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对海盐县国有资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，海盐县国有资产经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注海盐县国有资产经营有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现海盐县国有资产经营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对海盐县国有资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如海盐县国有资产经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对海盐县国有资产经营有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与海盐县国有资产经营有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。