

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1049 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将海宁市资产经营公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并将“09海宁国资债”的信用等级由AA调整为AA⁺。

特此公告。



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>

海宁市资产经营公司公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA 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 海宁国资债	12 亿元 ¹	2009/4/27- 2016/4/27	AA ⁺	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	36.73	55.76	60.53
资产总额(亿元)	402.35	528.11	601.74
所有者权益(亿元)	203.94	238.29	257.56
短期债务(亿元)	34.74	39.11	30.06
全部债务(亿元)	114.15	175.72	213.33
营业收入(亿元)	40.92	55.43	50.21
利润总额(亿元)	12.29	17.35	13.62
EBITDA(亿元)	19.91	29.41	27.17
经营性净现金流(亿元)	21.06	36.45	18.48
营业利润率(%)	31.46	33.81	32.38
净资产收益率(%)	4.75	5.68	3.97
资产负债率(%)	49.31	54.88	57.20
全部债务资本化比率(%)	35.89	42.44	45.30
流动比率(%)	180.35	199.32	216.75
全部债务/EBITDA(倍)	5.73	5.98	7.85
经营现金流流动负债比(%)	19.87	25.49	12.47

分析师

赵传第 刘秀秀
 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

海宁市资产经营公司(以下简称“公司”)是海宁市基础设施建设等公益性业务投资主体和皮革专业经营开发、旅游等经营性业务的国有资产运营平台。跟踪期内,海宁市区域经济发展快速,财政实力逐步增强。公司在资金投入、财政补贴等方面持续得到地方政府的大力支持。公司下属皮革专业市场开发业务异地扩张迅速,经营性业务发展势头良好;跟踪期内,公司资产规模持续扩大,短期偿债压力有所减轻。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到公司公益性业务自身盈利能力偏弱,对政府支持的依赖性较强,债务规模不断增长,对外担保比率较高等因素对其信用水平的不利影响。

2015年以来,基础设施建设行业融资环境改善,债务偿还的周转能力有所增强,流动性风险降低;海宁市经济增长势头良好,政府对公益性业务支持力度大且持续性强;公司承担的皮革专业市场开发经营等经营性业务在业内已形成较强的竞争实力,公司依靠良好的市场形象、品牌效应加速全国范围内的市场扩张,公司未来收入水平和盈利能力有望得到增强。

“09海宁国资债”由温岭市国有资产投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。经联合资信评定,温岭市国有资产投资集团有限公司主体长期信用等级为AA,有助于“09海宁国资债”本息偿还。海宁市规划建设局对于公司投资项目的回购安排和海宁市人大决议安排的财政补贴对本期债券提供的备用兑付安排,以及封闭式偿债基金专户的设置及管理均有助于保障“09海宁国资债”本息偿还的安全性。

综合考虑,联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁺,评级展望为稳定,将“09海宁国资债”信用等级由AA调整至AA⁺。

¹ “09 海宁国资债”于 2014 年 4 月已回售 6.2 亿元,余额为 5.8 亿元。

优势

1. 2015年以来，随着地方政府债券债务置换工作的推进及基础设施建设行业自身融资环境的改善，基础设施建设行业债务偿还的周转能力有所增强，流动性风险降低。
2. 跟踪期内，海宁市区域经济持续发展，财政实力不断增强，公司外部发展环境良好。
3. 公司作为海宁市基础设施建设的投资主体和国有资产运营平台，公益性业务垄断性强，经营性业务已形成明显资产优势且规模不断扩大，当地政府对公司的支持持续稳定。
4. 跟踪期内，公司资产规模快速增长，短期偿债压力有所缓解。同时，“09海宁国资债”已于2014年4月回售6.2亿元，剩余待偿还债券偿债压力减轻。

关注

1. 公司基础设施建设投资规模大，建设周期长，资金需求量较大。
2. 跟踪期内，公司其他应收款快速增长，对公司资金形成一定占用。
3. 公司公益性和准经营性业务自身盈利能力偏弱，对政府支持的依赖性较强。
4. 公司对外担保规模较大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与海宁市资产经营公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与海宁市资产经营公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因海宁市资产经营公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由海宁市资产经营公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于海宁市资产经营公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

海宁市资产经营公司（以下简称“公司”）系经海政发[1995]111号文批准，由海宁市人民政府授权海宁市财政局出资组建。1996年12月16日公司在海宁市工商行政管理局登记注册，当时注册资本为5200万元。历经多次国有资产整合和国有股权划拨，截至2014年底，公司注册资本变更至20亿元。公司实际控制人为海宁市财政局。

公司是海宁市政府直属的唯一一家负责市区城市基础设施、交通和水务等公益性及准经营性市政业务，以及皮革专业经营和开发、旅游等经营性业务的国有资产经营公司。

截至2014年底，公司拥有一级子公司18家，其中下属子公司浙江钱江生物化学股份有限公司为上交所上市公司（以下简称“钱江生化”，股票代码“600796”），公司持有其33.30%的股份；下属子公司海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”，股票代码“002344”）为深交所上市公司，公司持有其58.97%的股份。公司本部设立了办公室、资产运营部、内审部及投资发展部四个职能部门。

截至2014年底，公司资产总额为601.74亿元，所有者权益合计257.56亿元；2014年公司实现营业收入50.21亿元，利润总额为13.62亿元。

公司注册地址：海宁市海州街道水月亭西路336号；法定代表人：许建明。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提

升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性

调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2014 年 4 月，银监会下发《关于加强 2014 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2014 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2014】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2014 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司主要从事城建、交通和水务等公益性业务和准经营性项目建设，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力和财政实力的影响。

（1）海宁市经济概况

海宁市位于长江三角洲杭嘉湖平原南缘，钱塘江北岸，属嘉兴市下属县市，是全国百强县。海宁市全市总面积668平方公里，辖4个街道、8个镇。

海宁市经济规模、经济结构和经济增速均保持较好的水平，产业结构不断优化，区域经济实力显著提高。根据2014年海宁市国民经济和社会发展统计公报，据初步测算2014年海宁市实现地区生产总值（GDP）668.48亿元，按可比价计算，比上年增长7.2%。其中第一产业实现增加值24.93亿元，增长1.3%，第二产业实现增加值383.38亿元，增长7.3%，第三产业实现增加值260.17亿元，增长7.5%。2014年，海宁市产业结构进一步调整，三次产业比例为3.7:57.4:38.9。按户籍人口计算的海宁市人均生产总值为99556元（按年平均汇率计算为16207美元）。

2014年，海宁市固定资产投资继续保持较高水平的快速增长，全年完成固定资产投资448.16亿元，比上年增长21.7%，其中工业生产性投资完成200.36亿元，增长16.3%。2014年，固定资产投资中，第一产业投资4.00亿元，增长93.3%；第二产业投资200.76亿元，增长16.4%；第三产业投资243.41亿元，增长25.6%。三次产业投资比重由上年的0.56:46.84:52.60调整为0.89:44.80:54.31。

总体看，海宁市良好的区位优势、快速增长的区域经济等因素为城市发展提供了有力支撑。

（2）财政实力

2012~2014年，海宁市地方财政可控收入呈快速上升趋势，2014年海宁地方可控财力158.05亿元，较2013年增长11.54%。税收收入在一般预算收入中占比很大且呈逐年增长趋

势，反映了海宁市一般预算收入的质量较好。

近年来，海宁市政府性基金收入已成为地方综合财力的重要来源之一，政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入。近三年国有土地使用权出让收入快速增长，2014 年海宁市

国有土地使用权出让收入为 70.89 亿元。总体看，国有土地使用权出让在一定程度上增强了海宁市的财政调节能力，但考虑到土地市场的不确定性，未来政府性基金收入存在不确定性。

表 1 2012~2014 年海宁市财政收支数据（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
地方可控财力	953188	1417044	1580536
一般预算收入	442890	524888	600260
其中：税收收入	433784	498623	583528
非税收入	9106	26265	16732
上级补助收入	137188	178449	174658
其中：返还性收入	55319	56792	57904
一般性转移支付收入	33583	47733	63766
专项转移支付收入	48286	73924	52988
政府性基金收入	342626	685443	775916
其中：国有土地所有权出让收入	342626	616117	708903
预算外财政专户收入	30484	28264	29702
财政支出	882711	1216985	1416928
其中：一般预算支出	433163	511850	606845
政府基金支出	419437	673868	783425
预算外支出	30111	31267	26658

资料来源：海宁市财政局。

注：地方可控财力=一般预算收入+基金收入+上级补助收入+预算外财政专户收入。

财政支出方面，2012~2014 年海宁市地方财政支出分别为 88.27 亿元、121.70 亿元和 141.69 亿元。从收支平衡来看，近三年海宁市的财政平衡率（财政预算收入/财政预算支出）分别为 102.25%、102.55%和 111.55%，预算收入对支出的覆盖能力较好。

总体来看，近年来海宁市区域经济的快速发展为财政收入提供了较好的税源基础，一般预算收入增长较快，同时财政支出规模也相应扩大，预算收入对财政预算支出的覆盖能力较

好。联合资信认为，海宁市经济在未来几年仍将保持快速发展的态势，地方财政收入将随之提高，但国有土地使用权出让收益的波动将在一定程度上影响海宁市的财政调节能力。

（3）地方政府债务

海宁市地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至 2014 年底，海宁市政府全部债务余额 122.45 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 77.47%，总体债务水平一般。

表 2 2014 年海宁市地方政府债务（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（2014 年）	金额
（一）直接债务余额	1218702	（一）地方一般预算收入	600260
1、外国政府贷款		1. 税收收入	583528

2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	16732
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	174658
3、国债转贷资金		1. 一般性转移支付收入	63776
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	52988
5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	57904
6、国内金融机构借款	813449	(三) 国有土地使用权出让收入	708903
(1) 政府直接借款		1. 国有土地使用权出让金	675284
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	813449	2. 国有土地收益基金	31816
7、债券融资	378000	3. 农业土地开发资金	1803
(1) 中央代发地方政府债券	44000	4. 新增建设用地有偿使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	334000	(四) 预算外财政专户收入	29702
8、粮食企业亏损挂账	2140	(五) 其他基金收入	67013
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	25112		
(二) 担保债务余额	11636		
1、政府担保的国内金融机构借款	11636		
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=(一)+(二)*50%	1224520	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1580536
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		77.47%	

资料来源：海宁市财政局

总体来看，跟踪期内，海宁市经济实力不断增强，税收收入占一般公共预算收入的比重大，一般公共预算收入质量好且增长较快，地方政府债务率一般。海宁市区域经济在未来几年还将保持快速发展的态势，公司作为海宁市基础设施建设主体和国有资产运营主体，业务规模和收入水平有望保持稳定增长。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，海宁市财政局为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

2. 企业规模

公司是经海宁市政府批准，由海宁市财政局出资设立的国有独资公司，是海宁市国有资产经营单位和投资主体。截至 2014 年底，公司拥有 1 级子公司 18 家，主营业务涵盖皮革专业市场的开发经营、城市污水处理和城市基础设施建设及运营，承担了全市市内道路、水务等公用产业资产经营管理任务，担负着自来水供给保障、污水处理、城市基础设施、交通基础设施等重大项目的投资、建设和运营任务。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及员工规模未发生明显变化。

4. 政府支持

公司作为海宁市授权从事地区市政建设的主体，海宁市人民政府在政策、资产和资金方面都给予了公司大力支持。

为了扩大公司对外投资能力，加强资本运作功能，海宁市财政局多次对公司增资，公司注册资本从 0.52 亿元增至 20 亿元。

为壮大公司竞争实力，海宁市政府通过国有资产整合，将海宁皮城、钱江生化等经营性资产置入公司，同时将政府办公楼、建设大楼等国有资产划拨给公司，该部分主要反映在资本公积。同时，公司持续获得海宁市政府的财政拨款，公司根据相关用途分别计入“资本公积”和“营业外收入-补贴收入”。截至 2014 年底，公司资本公积 179.06 亿元，较 2013 年底净增加 10.81 亿元，主要来自公司获得的财政补贴中计入资本公积部分的增长。

根据海宁市人大常委会海人大[2008]37 号文，海宁市人大同意海宁市政府自 2008 年至 2015 年拨付财政补贴总计 25 亿元，前 5 年每年实际补贴额不少于 2 亿元，第 6 年实际补贴额不少于 5 亿元，第 7 年实际补贴额不少于 7 亿元，专项用于海宁市资产经营公司城市基础设施项目建设和公司债券的本息偿付。2013~2014 年，公司获得的政府补助收入分别为 7.74 亿元和 9.78 亿元（2014 年公司收到与收益相关的财政补贴收入合计 8.57 亿元；根据财政部、国家税务总局财税[2011]70 号，公司所获政府补助收入属于不征税收入、免征企业所得税）。

联合资信认为，海宁市财政一般预算收入快速增长，同时，海宁市财政局对公司的支持

力度大且持续稳定，有望为公司尤其是公益性和准经营性业务板块未来发展提供强有力的支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和公司管理体制无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为海宁市基础设施建设投资主体和国有资产运营平台，主要收入来源为商品销售、房屋销售、房屋租赁以及商贸收入（见下表）等。

2014 年，公司实现主营业务收入 48.88 亿元，较 2013 年下降 9.98%，主要来自房屋销售收入（包括商品房、商铺和安置房销售收入）的减少。从收入构成上看，受益于海宁皮城的异地扩张，2014 年公司房屋租赁板块实现营业收入 12.57 亿元，同比增长 8.87%；商品房销售、商铺销售和安置房销售板块分别实现营业收入 2.19 亿元、2.24 亿元和 4.41 亿元，同比分别下降 62.14%、68.45% 和 22.28%；土地出让板块实现营业收入 6.60 亿元，同比增长 107.02%，在主营业务中占比增长至 13.49%；公司其他业务板块由物业管理、燃气、热电、酒店服务、汽车培训收入等构成，2014 年其他业务板块实现营业收入 10.22 亿元，同比增长 13.89%。从毛利率上看，除商贸和商品房销售板块外，2014 年公司各板块毛利率均有所下降，公司综合毛利率下降至 38.49%。

表 3 公司主营业务收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农药兽药	37784.40	6.96	21.08	30818.78	6.30	17.95
商贸	45765.99	8.43	3.56	42524.28	8.70	4.10
商品房销售	57768.74	10.64	39.14	21869.41	4.47	52.21
商铺销售	71118.59	13.10	79.68	22434.96	4.59	46.65

安置房销售	56740.53	10.45	7.73	44100.47	9.02	-5.27
房屋租赁	115415.74	21.25	90.09	125657.01	25.71	87.37
水费收入	19235.11	3.54	12.51	21466.39	4.39	4.69
污水处理收入	17602.66	3.24	17.44	11780.59	2.41	-46.72
土地出让	31860.65	5.87	0.33	65958.65	13.49	0.12
其他	89755.00	16.53	82.23	102222.17	20.91	54.72
合计	543047.41	100.00	45.87	488832.70	100.00	38.49

资料来源：公司提供

注：主营业务收入为扣除分部间抵消后数据。

2. 业务板块

公益性业务

公司承担了海宁市城市基础设施、交通基础设施等重大公益性项目的投资、建设和运营任务。

子公司海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）是公司从事海宁市基础设施投资开发，土地整理和保障房建设业务及相关社会事业项目的投资、开发主体。对于公司承担海宁市区道路、绿化等公益性基础设施建设，其主要运营模式为：由政府投入包括预算内资金、土地出让金政府净收益等在内的资金作为项目资本金，资金缺口由公司作为承贷主体进行筹集。根据海政办发[2014]59号文，公司获得的土地出让金返还为公司从事基础设施代建的重要资金来源；此外，市财政通过财政专项资金拨付、财政补贴以及折旧补贴对公司城市基础设施建设给予支持。由于2012年底财政部、国家发改委、人民银行和银监会四部委联合下发《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463号），文件明确不得以委托单位代建并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务，因此公司2013年之后无基础设施代建收入。

2013~2014年城投集团基础设施代建业务分别投入18443万元和46277万元，形成资产主要在在建工程科目反映，根据海宁市地方税务局《关于海宁市城市发展集团有限公司及其子公司收到的公用事业财政专项补贴有关问题的函》，2013~2014年政府拨付的公用事业财政专项补贴分别为6000万元和7000万元，在资本公

积和财政补贴科目体现。

目前城投集团主要在建基础设施投资项目包括鹃湖公园绿化及开发项目一期等合计6项，概算总投资11.10亿元，截至2014年底已完成投资3.84亿元，2015~2017年分别需要投入资金2.71亿元、3.34亿元和0.85亿元。

子公司海宁市交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）是公司进行交通基础设施建设、投资和经营开发的主体。交投集团成立于2007年12月，由海宁市政府授权公司出资组建，注册资金7.8亿元，是在海宁市通程建设开发有限责任公司的基础上改组成立。交投集团公益性基础设施道路项目建设资金主要来源于财政拨款的项目资本金、贷款和第三方投资；待项目建成后，海宁市财政局每年安排交通建设专项资金给交投集团来偿还项目贷款。

未来交投集团主要项目有：硖尖公路北段改建和08省道改建工程、沪杭高速许村互通、硖崇公路等项目，项目预计总投资14.42亿元，截至2015年3月底已完成投资1.90亿元，尚需投资12.52亿元，项目资金来源主要为市财政、自筹以及代建，未来投资规模大。

土地整理

公司土地开发收入的主要来源是城投集团。城投集团的土地整理业务收益由土地开发收入和土地出让收益构成。公司投入资金对土地进行前期整理开发，土地开发完成后，公司将土地交给收储中心收储并进行出让。待土地正式拍卖后，海宁市财政局将土地整理包干费用（计入“营业收入-土地开发收入”）返还给公司，再根据海宁市人民政府文件约定的比例

将土地出让净收益返还给公司（计入“资本公积”）。2012年9月，根据海宁市人民政府办公室《关于提高土地拆迁安置包干经费缴纳标准相关事宜的备忘录》，城投集团的征地拆迁安置包干经费标准由15万元/亩上调至30万元/亩。

会计核算方面，从2013年开始，公司根据收到土地整理包干费用返还款项确认土地开发收入，并同时结转相应的土地开发成本。由于土地整理时涉及拆迁补偿安置房的建设和置换工作，对于已出让并获得土地整理收益的但未完成安置房交付的拆迁地块，公司按照预估成本先行结转，目前公司预估成本接近30万/亩。对于预估成本超出现金成本部分，公司在负债中应付账款科目反映，截至2014年底为8.54亿元。

表 4 城投集团土地整理与出让情况

年度	2013 年	2014 年
整理面积（亩）	1657	2094
投资成本（万元）	48881	61773
出让面积（亩）	1020	616
土地整理收益（万元）	162541	167812

资料来源：公司提供

2014年城投集团整理土地2094亩，其中616亩于2014年出让并获得土地整理收益。2014年公司获得土地整理收益16.78亿元，其中土地开发收入6.60亿元，由于结转成本为预估成本，按照接近30万元/亩预估，公司土地开发收入毛利率仅为0.12%；此外公司获得土地出让收益10.18亿元。2012年以来，对于土地出让收益分成部分，公司以财政资金注入形式在“货币资金”和“资本公积”反映。

截至2014年底，公司整理土地分为23个项目区域，涉及整理面积19417.7亩，已累计整理8131亩。2015~2017年，公司土地整理业务分别需要投入9.01亿元、8.72亿元和9.38亿元。整体看，未来三年公司土地整理业务投资金额较大，同时公司土地资源较为充足，业务具有较好的可持续性。

农药兽药

农药兽药的销售来自公司控股子公司钱江生化。钱江生化是中国最大的生物农药生产基地之一，井冈青霉素系列产品占国内50%以上的市场份额，赤青霉素系列产量居全球第一，出口量占国内同类产品的一半以上；黄霉素产量世界第一，出口量占国内同类产品出口总量的68%左右。

2014年度，公司农药兽药板块实现营业收入3.08亿元，同比下降18.44%。公司各品种产品营业收入均有一定幅度的减少。公司主导产品赤霉素因前几年杂交水稻制种存量较大，处于全国去库存的周期性调整低谷，制种大幅减少；硫酸粘菌素受国内养殖行情持续低迷影响销量大幅下滑。

跟踪期内，公司农药兽药板块生产成本2.53亿元，同比下降15.20%，低于收入的降幅，受此影响，2014年农药兽药板块毛利率为17.95%，同比下降3.13个百分点。

从原材料采购上看，钱江生化的主要生产原材料为原煤、淀粉、碎米，三者占到钱江生化总成本的40%。其中，原煤每月使用量7515吨左右，主要向嘉兴港区浙燃煤炭有限公司、大丰市佳诣电力燃料有限公司采购；淀粉和碎米的年消耗量分别为500吨和710吨左右，淀粉主要向河北德瑞淀粉有限公司采购，碎米主要向安徽省无为县农兴粮油购销有限公司采购。从集中度上看，钱江生化前5名供应商采购金额占采购总额的34.15%左右，集中度较为分散。

从产品结构上看，钱江生化2014年全年实现农药收入2.38亿元，较2013年下降14.01%，实现兽药收入0.45亿元，较2013年下降22.69%。

从产品销售集中度上看，2014年前5名客户销售额占销售总额的21.55%左右。钱江生化农药兽药销售客户较为分散，对主要客户依赖程度较低。

总体看，跟踪期内，受国内整体经济不景气 and 行业景气度下滑影响，钱江生化农药兽药

业务整体销售有所下降。

商贸

商贸销售收入主要来自海宁皮城的控股子公司皮革城进出口公司，主要涉及纺织原料及纺织制品、革、毛皮制品及箱包等商品的出口。截至2015年3月底，皮革城进出口公司注册资本200万元，公司持股74.50%。

跟踪期内，皮革城进出口公司业务规模有所减少。2014年商贸销售收入实现4.25亿元，较上年下降7.08%。同期，公司商贸毛利率较2013年上升至4.10%。

商品房

商品房销售收入主要来自海宁皮城，少部分来自城投集团配比商品房销售（城投集团主要承担海宁市安置房项目的建设和开发，为了覆盖前期资金支出，海宁市政府允许城投集团将其开发的安置房项目的30%左右按照市场价格进行销售）。

2014年，公司商品房实现销售收入2.19亿元，较上年下降62.14%，主要是海宁皮城下东方艺墅已是尾盘销售，当期确认收入较上年同期减少；商品房销售收入主要来自城投集团配比商品房的销售。

从毛利率上看，2014年商品房销售实现毛利率52.21%，同比上升13.07个百分点，主要系城投集团2014年销售的商品房地段较好、价格较高所致。

房屋租赁

公司房屋租赁收入主要来自子公司海宁皮城，还有一部分来自城投集团。

海宁皮城主要从事皮革专业市场的经营，海宁皮城采取租售结合的经营模式，先建立或者改造已有的专业市场经营场所，其次将经营场所进行招租、少许进行销售，最后，将成熟业态的经营模式复制到其他地区，进行业务扩张。近年来，海宁皮城依靠良好的市场形象、品牌效应加速全国范围内的市场扩张。截至2014年底，海宁皮城已开业和在建市场面积超过300万平方米。

2013~2014年，公司房屋租赁实现收入稳步增长，分别为11.54亿元和12.57亿元，主要原因是近年来，随着海宁皮城中国皮革城各期项目的陆续竣工可租面积快速增加。2013~2014年，公司房屋租赁板块毛利率分别为90.09%和87.37%，盈利能力强。

2014年，随着哈尔滨市场及佟二堡二期三期市场的开业，公司可出租商铺面积大幅增长至143.51万平方米。从商铺出租率上看，公司商铺出租情况良好，近年来基本实现100%出租。受地域影响，公司不同区域、不同商铺区位租金差异较大，2014年新增的哈尔滨及佟二堡市场商铺租赁价格较低，导致该年度虽然可出租商铺面积大幅增加，但商铺及配套物业收入增幅较小。截至目前，海宁皮城专业市场业务已经由浙江海宁拓展到辽宁佟二堡、江苏沭阳、河南新乡、四川成都、湖北武汉、黑龙江哈尔滨等地，新疆乌鲁木齐、山东济南市场将于2015年下半年开业，北京、天津、郑州分市场项目正处于前期准备筹划中，公司市场范围不断扩大。截至2015年3月底，海宁皮城在建项目总投资37.27亿元，累计投入19.50亿元，预计还将投入资金近18亿元。

表5 海宁皮城房屋租赁及配套物业情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	2013年	2014年
可出租商铺面积	65.62	143.51
已出租商铺面积	65.62	143.51
商铺租赁及配套物业收入	15.63	17.02

资料来源：公司提供

城投集团租赁业务由其子公司海宁市小商品市场开发有限公司负责，目前市场现有摊位共计389个（东区底楼183个，东区二楼88个，西区118个），店面共计29间，截至2015年3月底公司可租赁面积21942.11平方米。2013~2015年1~3月，分别实现租赁收入0.24亿元、0.24亿元和0.07亿元。

商铺销售

商铺销售主要收入来自海宁皮城。海宁皮城建立了皮革专业市场经营场所之后，大部分物业采取自己持有并招租的方式，少数物业会进行销售。

海宁皮城所经营的专业皮城市场，其前期开发需投入大量资金，为了更好更快的拓展市场，占据市场份额，海宁皮城会将少许的商铺进行销售，加速资金周转。商铺及配套物业的销售业务随着公司各项物业的开发及销售时间不同而具有一定的波动性。

2014年，受市场景气度影响，公司商铺销售收入2.24亿元，同比下降68.45%，公司商铺销售收入主要来自海宁皮革城时尚产业园和成都海宁皮革城部分商铺的销售。海宁皮革城时尚产业园为公司于2012年9月开工建设的斜桥皮革产品加工区，项目计划投资2亿元，截至2014年底，该工程已完工。因时尚产业园内主要为加工厂房，房屋销售价格较其他市场低。因此2014年公司商铺销售均价较低。受此影响，2014年公司商铺销售板块毛利率下降至46.65%。

表6 海宁皮革城商铺销售情况

项目	2013年	2014年
销售面积（万平方米）	5.11	7.20
销售均价（万元/平方米）	1.39	0.34
结转收入（亿元）	7.11	2.24

资料来源：公司提供

公司主要销售的商铺项目包括海宁皮革城三期、四期及成都海宁皮革城等项目。海宁皮革城三期位于海宁市海州路南侧、嘉海线西侧，集展示销售、设计研发、品牌销售、总部管理、商务办公于一体的皮革行业总部商务区。项目总投资6亿元，占地面积150亩，建筑面积22万平方米。2010年开始销售，截至2014年底，已销售8.20万平方米。海宁皮革城四期位于海宁市海州路北侧、嘉海线西侧，主要为裘皮服装

展示及销售商务区。项目总投资3.38亿元，占地面积74亩，建筑面积12万平方米。2010年开始销售，截至2015年3月底，已全部实现销售。成都皮革城分三期建设，其中成都皮革城一期位于成都新都区北星大道二段877号。项目总投资6.63亿元，占地面积59亩，建筑面积22万平方米。2012年开始销售。目前已接近销售尾声。

安置房

公司安置房建设主体为城投集团。安置房建设土地由公司通过摘牌所得，安置房销售价格实行分档计价，合理补偿。根据海宁市政府的有关规定，2013年起海宁城区的安置方式为货币补偿或房产权调换，改建地段或就近地段安置时原面积部分按安置房市场价80%计价，超原面积50%（含）以内部分按安置房市场价85%计价，超原面积50%以上部分按安置房市场价计价。

公司近年来安置房销售情况见下表。2014年公司安置房销售收入为4.41亿元，同比下降22.28%。由于市场通货膨胀加剧，近年来安置房建设成本逐年增加，同时公司安置价格是根据市场评估价格进行确定，安置价格增长幅度明显低于安置房建设成本增长，因此，毛利率总体呈下降趋势。

表7 公司近年来安置房销售情况一览表

（单位：万平方米、万元）

项目	2013年	2014年
安置房开工面积	60.52	12.15
安置房竣工面积	20.22	28.98
安置房销售面积	12.95	8.16
安置房销售收入	56740.53	44001.67

资料来源：公司提供

2014年，城投集团在安置房建设方面，全年完成新开工面积12.15万平方米，完成竣工面积28.98万平方米。在建安置房建设项目主要包括江南世家一期（原城南大道南侧安置房一期）、月亮湾景苑（群利三期安置房）、伊桥二期安置房等项目，预计总投资75.16亿元，截

至2014年底已投资38.13亿元，2015~2017年分别需要投资12.66亿元、12.17亿元和6.86亿元，投资规模较大。

安置房项目属于公益性项目，公司在该板块业务上盈利能力一般，主要靠配比商品房销售实现收支平衡。

水务

子公司海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）是公司水务板块业务的经营主体，其在海宁市具有垄断优势。水务集团收入来自自来水销售和污水处理费收入。

2014年，公司实现水费收入2.15亿元，同比上升11.60%；实现污水处理收入1.18亿元，同比下降33.07%。

截至2015年3月底，水务集团拥有自来水厂2个，日供水能力60万立方米；拥有污水处理厂3个，日污水处理能力36万立方米。

2014年，水务集团完成自来水供应量9264.00万吨，售水量8661.00万吨，完成污水收集处理量8118.00万吨；自来水出厂水水质综合合格率99.89%，污水处理厂出水水质达标率100%；供水产销差率6.51%，污水产销差率为0。

表8 公司近年来水务处理能力一览表

项目	2013年	2014年
自来水厂数量（个）	2	2
供水能力（万立方/天）	40	60
污水处理厂数量（个）	2	3
处理能力（万立方/天）	26	26

资料来源：公司提供

海宁市自来水水源来自长山河。海宁市水费价格由政府实行价格指导。2014年8月，根据海宁市物价局公告第三号发布的《海宁市水价改革实施方案》，自来水销售价格分“三类8档”。三类为：居民生活用水、非居民生活用水、特种用水；8档为：居民生活用水4档，非居民生活用水3档(差别水价2档)，特种用水1档。水价调整为1.7元每吨至4.5元每吨不等。

从盈利能力上看，公司水务板块业务毛利

率偏低，主要系一方面水务的公益性质决定了其经营不以盈利为目的，另一方面是海宁市政府为提高海宁市对外来企业及投资的吸引力及竞争力，保持较低的价格所致。2014年公司加大管网建设投入，受管网折旧成本影响，公司水费和污水处理板块毛利率快速下降。

其他业务

公司其他收入主要包括酒店服务、给排水工程、景区收入、物业管理、技术服务、汽车培训、燃气收入、广告宣传及管理收入等。海宁皮城拥有全资子公司海宁皮都锦江大酒店有限公司，该酒店自主经营，同时由锦江集团派驻职业经理人协助管理；公司还全资拥有海宁市盐官景区综合开发有限公司，负责海宁市盐官景区的开发。

2014年公司实现其他收入10.22亿元，同比增长13.89%，在主营业务收入中占比为20.91%，2014年其他收入增长主要来自物业管理收入的增加。

3. 未来发展

公司将围绕海宁市“接轨杭州、融入上海、汇合苏甬”的发展战略，通过自我发展、自主经营，不断扩大企业规模和效益，积极推进基础设施项目的市场化运营，加大土地整理开发和储备力度，扩大经营性业务规模，逐步成为有核心竞争力的跨行业集团公司。

公司安置房及道路投资规模大，未来重点投资的项目有伊桥二期安置房、双凤二期安置房、江南世家一期以及一些城市道路项目，项目总投资规模超过150亿元，资金来源主要为自筹和银行贷款。

公司经营性业务子公司之一海宁皮城加速异地扩张，在建和拟建项目较多，若多个市场同时开工建设，资金需求大。

总体看，公司未来投资规模大，对外融资需求较强。

八、募集资金使用情况

1. 本期债券概况

公司于2009年4月27日发行12亿元公司债券，债券简称“09海宁国资债”（以下简称“本期债券”），债券期限5+2年，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5年票面利率为5.50%。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

根据《2009年海宁市资产经营公司公司债券投资人回售选择权行使公告》，投资人于2014年4月14日至2014年4月18日期间进行回售申请，回售的债券已于2014年4月27日进行兑付，兑付额度为6.20亿元。截至2015年6月底，本期债券余额为5.80亿元，票面利率为6.50%。

2. 本期债券投资项目进展情况

本期债券募集资金主要用于8个项目，总投资29.12亿元，其中本期债券募集资金占41.21%；上述项目已全部完工。截至2015年3月底，募集资金已全部用于项目投资。

九、财务分析

公司提供的2012~2014年财务报表已经天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司2015年一季度财务报告未经审计。

截至2014年底，公司资产总额合计601.74亿元，所有者权益合计257.56亿元（少数股东权益25.85亿元）；2014年，公司实现营业收入50.21亿元，利润总额13.62亿元。

1. 盈利能力

2014年公司实现营业收入50.21亿元，较2013年下降9.42%，主要系房屋销售业务收入下滑所致；公司营业利润率为32.38%，较2013年下降1.43个百分点。

从期间费用看，跟踪期内，公司销售和管

理费用均有所增长，2014年分别为1.77亿元和3.96亿元，同比增加0.29亿元和0.19亿元；受有息债务规模大幅增加影响，公司财务费用快速增长，2014年为6.96亿元，较2013年增长55.77%。2014年受收入规模下降影响，期间费用在营业收入中占比有所增加，为25.28%。期间费用对公司利润侵蚀较大，公司费用控制能力一般。

海宁市财政局对公司及下属子公司的财政补贴是公司利润的重要来源，2013~2014年，公司收到财政补贴分别为7.74亿元和9.78亿元。

跟踪期内，公司利润总额有所下降，2014年为13.62亿元，较上年下降21.52%。公司总资产收益率和净资产收益率有所下降，2014年分别为4.08%和3.97%。

跟踪期内，受房屋销售收入减少影响，公司收入规模有所下降，公司公益性及准经营性业务盈利能力偏弱，海宁市财政局的财政补贴是公司利润总额的重要组成部分。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014年公司经营活动产生的现金流入量为147.33亿元，其中主要来源是公司销售商品、提供劳务所收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要是往来款以及收到保证金、购房定金和财政拨款）；2013~2014年公司现金收入比分别为86.08%和96.42%，收入获现能力有所改善；公司经营活动现金流出主要是支付其他与经营活动有关的现金和购买商品、接收劳务支付的现金，2014年分别为79.07亿元和38.53亿元。公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流入，2014年为18.48亿元。

投资活动方面，2014年公司投资活动现金流入56.98亿元，主要是收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金，分别为42.54亿元和13.29亿元；公司投资活动现金流出保持较大规模，2014年购建固定资产、无形

资产等支付的现金和投资支付的现金分别为 47.67 亿元和 41.52 亿元，主要是对城市市政工程、水利工程、交通工程等所进行的投资，2014 年公司投资活动现金流出 97.71 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，跟踪期内其规模有所减小，2014 年为 -40.73 亿元。

从筹资活动来看，2014 年筹资活动现金流入量为 106.47 亿元，主要为银行借款和发行债券收到的现金；公司筹资活动现金流出主要是偿还债务，分配股利、利润和偿付利息支付的现金。2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 26.61 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动仍保持较强的获现能力，投资支出保持较大规模，存在一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至 2014 年底，公司资产合计为 601.74 亿元，较 2013 年底增长 13.94%；资产结构方面，2014 年底公司流动资产和非流动资产在资产总额中占比分别为 53.35% 和 46.65%。公司资产以流动资产为主，流动资产占比较 2013 年底略有下降。

截至 2014 年底，公司流动资产 321.04 亿元，较 2013 年底增长 12.64%，主要来自其他应收款、存货和货币资金的增长。公司流动资产主要由货币资金（占 18.80%）、其他应收款（占 26.01%）和存货（占 44.60%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金合计 60.35 亿元，同比增长 9.13%。其中库存现金占 0.01%，银行存款占 85.95%，其他货币资金占 14.04%。其他货币资金中，质押的定期存单 6.47 亿元、投标保证金 0.92 亿元、担保保证金 0.66 亿元、承兑汇票保证金 0.33 亿元、贷款保证金 0.08 亿元和存放于海宁市住房资金管理中心和桐乡市房地产管理处的住房资金 0.01 亿元，合计 8.47 亿元。期末货币资金中使用受限的资金合计 8.47 亿元。

截至 2014 年底，公司其他应收款净额合计 83.51 亿元，计提坏账准备 1.03 亿元。其他应收款较 2013 年底增长 23.34%。单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占其他应收款账面余额的 36.10%，是公司同海宁市财政局和海宁市海州投资开发有限公司的往来款，公司对其不计提坏账。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款（占其他应收款账面余额的 0.83%）中，1 年以内的占 38.18%，1 至 2 年的占 23.91%，2 年以上的占 37.91%。对于单项金额不重大但单项计提坏账准备的其他应收款（占其他应收款账面余额的 63.07%），公司共计提 1.03 亿元的坏账准备，计提比率为 1.50%。公司其他应收款前五名主要为海宁市财政局、海宁市海州投资开发有限公司、盐官镇人民政府等，前五名合计金额为 48.76 亿元，占其他应收款总额的 57.68%，集中度一般。

截至 2014 年底，公司存货账面价值合计 143.19 亿元，同比增长 6.00%，公司共计存货跌价准备 201.24 万元。公司存货主要以开发成本（占比 87.11%）和开发产品（占比 11.23%）为主。公司保障安置房等项目竣工验收结转后反映在开发产品，尚未竣工完成的则反映在开发成本中。截至 2014 年底，公司存货中有价值 18.40 亿元的土地使用权已用于抵押担保。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 280.69 亿元，同比增长 15.47%；非流动资产中可供出售金融资产占 14.03%，投资性房地产占 16.37%，固定资产占 18.50%，在建工程占 31.26%，其他非流动资产占 6.07%。

截至 2014 年底，公司长期股权投资合计 15.74 亿元，同比下降 69.92%，主要系会计准则变更，公司将原持有的不具有控制、共同控制、重大影响，且公允价值不可能靠计量的股权投资由长期股权投资转入按成本计量的可供出售金融资产核算。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产账面价值合计 39.38 亿元。

截至 2014 年底，公司投资性房地产净值合计 45.95 亿元，同比增长 44.01%。对投资性房

地产公司共计提折旧和摊销 5.21 亿元。公司投资性房地产主要是房屋建筑物和土地使用权，2014 年账面价值分别为 36.92 亿元和 9.03 亿元。截至 2014 年底，有账面价值 19.71 亿元的投资性房地产产权证书正在办理。

截至 2014 年底，公司固定资产原值合计 69.50 亿元，其中房屋建筑物占 31.31%，城市市政资产占 14.91%，机器设备占 12.55%，公路资产占 15.61%，输水管道占 20.08%，余下为部分水利设施及运输设备。公司累计折旧共计提 17.56 亿元，减值准备 18.06 万元，固定资产净值为 51.94 亿元。截至 2014 年底，有账面价值为 9.32 亿元的固定资产用于抵押，另有账面价值 4.08 亿元的固定资产产权证书正在办理。

截至 2014 年底，公司在建工程合计 87.74 亿元，同比增长 34.78%；其中城市基础建设工程占 33.06%，城市防洪工程占 44.68%，河道整治工程占 7.74%，污水处理工程占 10.92%，道路整修工程占 2.77%以及部分其他工程。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产 17.02 亿元，主要为根据海宁市财政局海财会〔2008〕438 号、海财会〔2011〕619 号文及其补充规定，相应拨入的交投集团等公司的非经营性相关资产，余下还有部分教育园区资产、海宁皮城预付的皮革城相关项目款项和建筑安装工程等。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额较 2014 年底增长 1.41%，为 610.23 亿元，主要来自于在建工程和固定资产的增加。公司流动资产主要以货币资金、其他应收款和存货为主，分别占 16.21%、27.17%和 46.75%；公司非流动资产主要以可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产为主，分别占 13.43%、15.58%、19.47%、32.36%和 5.81%。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模不断增长，资产构成较 2013 年变化较小；流动资产中其他应收款和存货占比较大，其他应收款对公司资金形成占用，公司资产流动性一般。

负债及所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 257.56 亿元（少数股东权益 25.85 亿元），其中实收资本 20 亿元、资本公积 179.06 亿元、盈余公积 0.56 亿元、未分配利润 32.08 亿元。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 260.00 亿元（少数股东权益 26.58 亿元），以资本公积（占比 76.89%）和未分配利润（占比 14.31%）为主。总体来看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2014 年底，公司负债合计 344.17 亿元，其中流动负债占 43.03%，非流动负债占 56.97%，流动负债占比较 2013 年有所下降。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 148.11 亿元，同比增长 3.58%，主要来自其他应付款的增长。公司流动负债中短期借款占 11.95%，应付账款占 21.83%，预收款项占 10.85%，其他应付款占 38.34%，一年内到期的非流动负债占 7.96%。

截至 2014 年底，公司短期借款 17.70 亿元，同比下降 19.42%；其中信用借款占 85.55%，抵押借款占 1.86%，保证借款占 8.37%，质押借款占 4.22%。

截至 2014 年底，公司应付账款 32.34 亿元，同比下降 3.83%。其中 1 年以内的占 51.82%，1~2 年占 42.69%，2 年以上占 5.49%。

截至 2014 年底，公司预收款项 16.07 亿元，同比增长 0.51%。其中 1 年以内的占 79.74%，1~2 年占 14.48%，2 年以上占比 5.78%。账龄 1 年以上的预收款项主要系子公司预收的物业租赁、管理款项等和预收房款。

截至 2014 年底，公司其他应付款 56.79 亿元，同比增长 38.31%，2014 年其他应付的增加主要系往来款的增长所致。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 11.79 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，截至 2014 年底，公司非流动负债 196.06 亿元，同比增长 33.53%；其中长期借款占 46.62%，应付债券占 46.85%。

截至 2014 年底,公司长期借款 91.41 亿元,同比增长 15.87%;其中信用借款占 3.22%,抵押借款占 41.53%,保证借款占 34.58%,质押借款占 20.67%。

截至 2014 年底,公司应付债券 91.85 亿元,公司应付债券详细情况如下:

表 9 截至 2014 年底公司应付债券情况

项 目	发行日期	期限	发行金额
09 海宁债	2009-04-27	7 年	12.0 亿元
11 海宁债	2011-09-20	7 年	15.0 亿元
13 海宁债	2014-03-06	7 年	15.0 亿元
12 年海宁 MNT1	2012-12-14	5 年	10.0 亿元
13 海城债	2014-09-18	2 年	1.5 亿元
13 海交投	2014-07-04	3 年	3.0 亿元
13 海交债	2014-09-27	2 年	1.5 亿元
14 海宁债	2014-07-31	2 年	3.6 亿元
14 招商银行 MTN	2014-09-24	5 年	10.0 亿元
14 中信银行定向债	2014-07-17	3 年	10.0 亿元
14 海宁城投债	2014-10-22	7 年	13.0 亿元
14 海宁皮革 MTN001	2014-03-27	3 年	2.0 亿元
14 海宁皮革 MTN002	2014-09-17	3 年	2.0 亿元
合 计	--	--	98.6 亿元

资料来源:审计报告

截至 2014 年底公司全部债务 213.33 亿元,同比增长 21.40%;从债务期限结构看,跟踪期内,短期债务占比快速下降,截至 2014 年底,短期债务占比 14.09%,长期债务占比 85.91%。截至 2015 年 3 月底,公司债务规模为 224.60 亿元,其中短期债务占 13.32%,长期债务占 86.68%。

从债务指标来看,跟踪期内,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均有所上升,2014 年分别为 57.20%、45.30%和 41.57%。截至 2015 年 3 月底,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分别为 57.39%、46.35%和 42.82%。总体来看,跟踪期内,公司债务规模不断扩大;债务结构上,公司通过增加长期借款和发行债券缓解短期偿债压力;公司整体债务负担尚可。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看,2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 216.75%和 120.07%。近两年公司经营现金流动负债比分别为 25.49%和 12.47%;截至 2015 年 3 月底,公司流动比率及速动比率分别为 227.75%和 121.28%。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看,跟踪期内,受营业收入下降影响,EBITDA 有所下降,2014 年为 27.17 亿元;公司全部债务/EBITDA 有所上升,2014 年为 7.85 倍。考虑到公司经营规模大,综合竞争力强,政府财政支持力度大,公司长期偿债能力尚可。

截至 2014 年底,公司对外担保 144.22 亿元,担保比率为 55.99%,被担保企业主要为海宁市尖山新区开发有限公司、海宁市钱塘江投资开发有限公司、海宁市新市镇开发建设有限公司、温岭市投资开发有限公司和海宁市城南新市镇开发建设有限公司等。公司担保比率较高,存在一定或有负债风险。

公司与银行建立了长期的合作关系,截至 2014 年底,公司共获各家银行授信额度人民币 95.28 亿元,尚未使用额度 33.06 亿元。公司具备间接融资渠道。子公司海宁皮城和钱江生化为上市公司,具备直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:Q10330481111292316,报告时间 2015 年 4 月 2 日),截至报告期,公司无

未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及海宁区域及财力状况、海宁市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续债券保障能力分析

公司存续期企业债券“09 海宁国资债”发行额度 12 亿元，已于 2014 年 4 月 27 日回售 6.20 亿元。截至 2015 年 6 月底，上述存续期债券待偿还本金为 5.8 亿元，将于 2016 年 4 月 27 日到期。

2014 年，公司 EBITDA、经营活动产生现金流入量和经营活动产生现金流量净额分别为 27.17 亿元、147.33 亿元和 18.48 亿元，分别为“09 海宁国资债”待偿还本金余额的 4.68 倍、25.40 倍和 3.19 倍。截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产 51.59 亿元，为“09 海宁国资债”待偿还本金的 8.89 倍。整体看，公司 EBITDA、现金类资产及经营活动现金流对“09 海宁国资债”待偿还本金的保障能力强。

十一、债权保护情况分析

1. “09 海宁国资债”担保分析

“09 海宁国资债”由温岭市国有资产投资集团有限公司（原名“温岭市投资发展有限公司”，以下简称“温岭投资”）提供无条件不可撤销的连带责任担保。

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，温岭投资主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”。

2. “09 海宁国资债”其他增信保护条款分析

公司在交通银行股份有限公司嘉兴海宁支行开立专用结算账户，作为本期债券的偿债基

金专户，用于本期债券各期利息和本金的统一支付。偿债基金专户实行封闭式运作，专项基金除用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用外，仅可以投向人民币国债、央行票据，以保证专项基金在安全的基础上实现保值、增值，不得用于其他用途。

偿债基金分为利息偿债基金和本金偿债基金两部分。利息偿债基金按年计提，公司在相应年度的付息首日之前的第十个工作日，将本年度约定计提金额的资金划入偿债基金专户。本金偿债基金从第四年开始计提，第四个付息日前提取金额不低于本金的 5%；第五个付息日前提取金额不低于本金的 15%（累计不低于 20%）；第六个付息日前提取金额不低于本金的 20%（累计不低于 40%）；第七个付息日前提取金额不低于本金的 30%（累计不低于 70%）；第七个付息日前五个工作日提取完毕（累计 100%）。按规定要求，公司 2015 年度应计提金额 11600 万元已于 2015 年 5 月 13 日以定期存款形式划入公司偿债基金专户。2015 年度的债券利息已于利息兑付日前 4 个工作日计提完毕，并于 2015 年 4 月 23 日划至公司债券兑付资金专户。公司本期债券本期利息已于 2015 年 4 月 27 日支付。

根据《代建回购合同》的相关条款约定，公司负责海宁市第三水厂建设项目、湖盐线海宁段改建工程、08 省道（01 省道—新湖盐公路）改建工程、赵家漾路道路工程项目、水月亭路东延项目及市区林荫大道工程项目的投资建设，海宁市规划建设局负责回购该项目并按期支付项目回购资金。该代建回购合同总额为 15.69 亿元。回购资金的支付方法是从各项目竣工验收合格之日起，五年内，即在本期债券存续期后 5 年按回购总价分年等额向公司支付。2014 年，公司收到回购资金 3.2 亿元（反映在营业外收入中的“政府补助”）。此外，海宁市财政局提供回购资金支付的连带保证责任担保。

根据海宁市人大常委会【2008】37 号文精

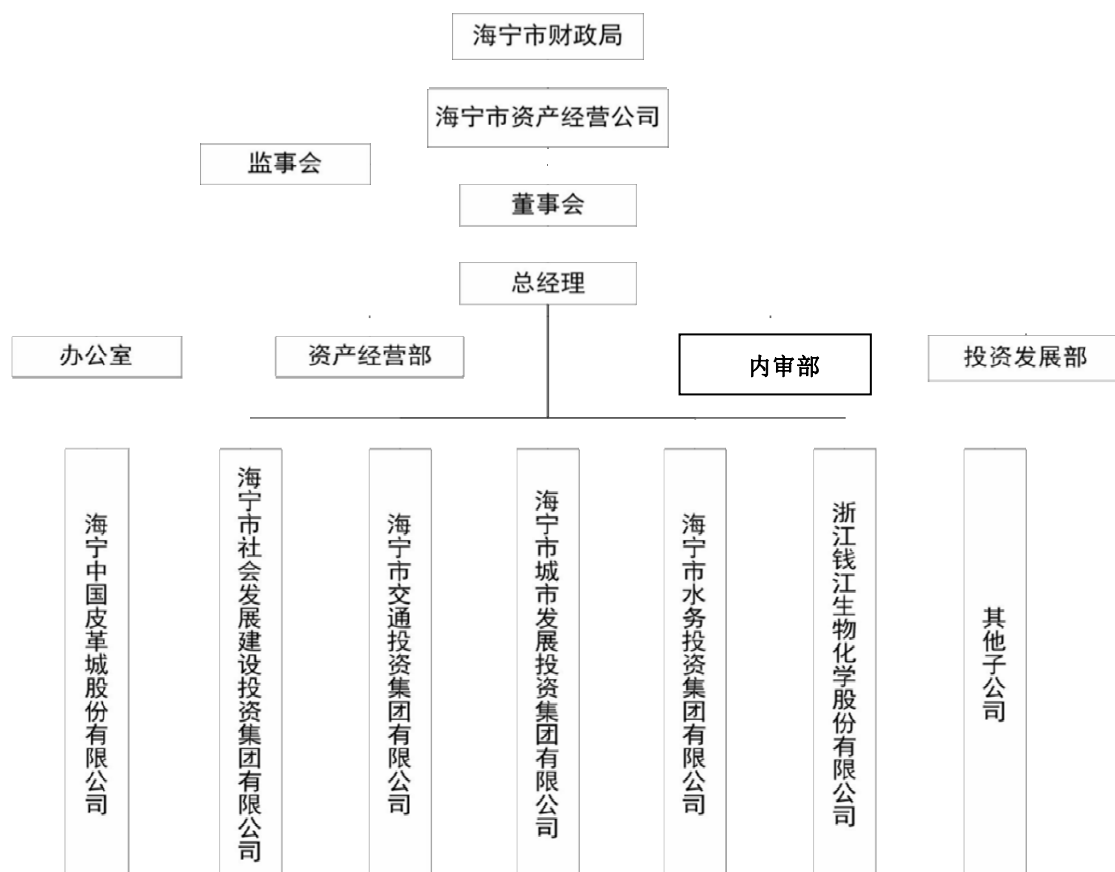
神，海宁市人大同意海宁市政府自 2008 年至 2015 年拨付财政补贴总计 25 亿元，前 5 年每年实际补贴额不少于 2 亿元，第 6 年实际补贴额不少于 5 亿元，第 7 年实际补贴额不少于 7 亿元，专项用于海宁市资产经营公司城市基础设施项目建设和公司债券的本息偿付。以上补贴收入纳入每年的财政预算，2013~2014 年，公司获得的政府补助收入分别为 7.74 亿元和 9.78 亿元。

综上所述，温岭投资公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保，有助于保障“09 海宁国资债”的偿付；而海宁市规划建设局对于公司投资项目的回购安排、海宁市人大决议安排的财政补贴及对本期债券提供的备用兑付安排、以及封闭式偿债基金专户的设置和管理有效增强本期债券本息偿还的安全性。

十二、结论

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺，评级展望为稳定；将“09 海宁国资债”的信用等级由 AA 调整为 AA⁺。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	36.73	55.76	60.53
资产总额(亿元)	402.35	528.11	601.74
所有者权益(亿元)	203.94	238.29	257.56
短期债务(亿元)	34.74	39.11	30.06
长期债务(亿元)	79.41	136.60	183.26
全部债务(亿元)	114.15	175.72	213.33
营业收入(亿元)	40.92	55.43	50.21
利润总额(亿元)	12.29	17.35	13.62
EBITDA(亿元)	19.91	29.41	27.17
经营性净现金流(亿元)	21.06	36.45	18.48
财务指标			
销售债权周转次数(次)	23.09	23.46	13.10
存货周转次数(次)	0.23	0.26	0.22
总资产周转次数(次)	0.11	0.12	0.09
现金收入比(%)	98.99	86.08	96.42
营业利润率(%)	31.46	33.81	32.38
总资本收益率(%)	4.52	5.09	4.08
净资产收益率(%)	4.75	5.68	3.97
长期债务资本化比率(%)	28.02	36.44	41.57
全部债务资本化比率(%)	35.89	42.44	45.30
资产负债率(%)	49.31	54.88	57.20
流动比率(%)	180.35	199.32	216.75
速动比率(%)	88.04	104.85	120.07
经营现金流负债比(%)	19.87	25.49	12.47
全部债务/EBITDA(倍)	5.73	5.98	7.85

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
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%

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
 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 4 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等级设置及其含义同主体长期信用等。