

信用等级公告

联合[2012] 896 号

联合资信评估有限公司通过对海宁市资产经营公司信用状况进行综合分析和评估，确定

海宁市资产经营公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十月十九日



海宁市资产经营公司主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2012 年 10 月 19 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 6 月
资产总额(亿元)	227.01	288.76	363.26	383.29
所有者权益(亿元)	87.53	127.11	177.55	184.56
长期债务(亿元)	76.64	75.18	88.92	89.95
全部债务(亿元)	112.90	105.62	116.29	103.85
营业收入(亿元)	20.32	20.59	38.60	15.03
利润总额(亿元)	2.72	4.19	10.00	5.41
EBITDA(亿元)	5.66	6.82	13.69	--
营业利润率(%)	8.06	23.73	27.19	34.57
净资产收益率(%)	2.68	2.70	4.53	--
资产负债率(%)	61.44	55.98	51.12	51.85
全部债务资本化比率(%)	56.33	45.38	39.58	36.01
流动比率(%)	208.50	188.85	236.74	198.36
全部债务/EBITDA(倍)	19.95	15.48	8.49	--

注: 2012 年上半年财务数据未经审计。

分析师

李小建 胡 岩

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”)是海宁市从事城建、交通和水务等公益性和准经营性项目建设、投资和运营,以及皮革专业市场、旅游资源、生物农药生产等经营性资产运营的主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在所属区域经济实力、公益性业务区域垄断性以及政府支持等方面的优势,并肯定了其经营性业务已形成的竞争实力。联合资信同时注意到,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,公司治理结构和内控管理有待于进一步强化等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

海宁市经济增长势头良好,政府对公司公益性和准经营性业务支持力度相应不断增强,加之公司经营性业务盈利水平稳步增长,有望进一步支撑其财务及信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

- 1、近年来海宁市区域经济实力和财政实力不断增强,为公司营造了良好的外部发展环境。
- 2、公司作为海宁市重要的国有资产经营公司,承担了海宁市城建、交通、水务等公益性和准经营性基础设施项目建设和运营,政府支持力度大,且长期持续稳定的资金和资源支持为公司发展提供了重要的支撑。
- 3、公司皮革专业市场开发经营等经营性业务盈利水平稳定增长,在业内已形成较强的竞争实力,为公司未来发展形成有力支持。
- 4、公司整体债务负担较轻,债务结构合理。

关注

- 1、近年来,海宁市财政实力增长主要得益于

基金收入增长，受房地产宏观调控政策影响，未来基金收入的增长情况有待观察。

- 2、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。
- 3、公司治理结构和内控管理有待于进一步强化。
- 4、公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。
- 5、公司未来投资规模大，对外融资需求较强。

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、海宁市资产经营公司主体长期信用等级自 2012 年 10 月 19 日至 2013 年 10 月 18 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。

一、主体概况

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2012年6月底，公司注册资本变更至200000万元。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2012年6月底，公司拥有27家一级子公司，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、产权管理部及投资发展部四个职能部门。

截至2011年底，公司资产总额为363.26亿元，所有者权益合计177.55亿元；2011年公司实现营业收入38.60亿元，利润总额为10.00亿元。

截至2012年6月底，公司资产总额383.29亿元，所有者权益合计184.56亿元；2012年1~6月公司实现营业收入15.03亿元，利润总额为5.41亿元。

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：陈金明。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影

响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

2012年上半年实现国内生产总值22.7万亿元，同比增长7.8%，增幅比上年同期回落1.8个百分点。其中二季度同比增长7.6%，增速比上季度回落0.5个百分点，环比增长1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012年1-8月，固定资产投资（不含农户）217958.07亿元，同比增长20.2%。其中，东部地区投资103988.31亿元，同比增长20.2%；中部地区投资60090.23亿元，同比增长25.3%；西部地区投资52375.59亿元，同比增长23.8%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿

元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。2012年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长44.1%和36.4%。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~7月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据2012年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至2012年6月底，中国广义货币供应量M2余额为92.5万亿元，同比增长13.6%。人民

币贷款余额同比增长16.0%，比年初增加4.86万亿元，同比多增6833亿元。上半年社会融资规模为7.78万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为7.06%，比3月份和年初分别下降0.56个和0.95个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、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的影响。

1. 经济实力

从海宁市经济发展情况看，海宁市是浙江省嘉兴市的县级市之一，是嘉兴市重要的经济实体。根据《海宁市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2011年，全市生产总值为531.27亿元，按可比价计算，比上年增长11.0%，连续十二年保持了两位数的较快增长，高于全省平均2.0个百分点，高于嘉兴平均0.4个百分点。其中第一产业增加值24.88亿元，增长3.1%，第二产业增加值319.65亿元，增长10.5%，第三产业增加值186.74亿元，增长13.0%。三次产

业增加值结构比为 4.68: 60.17: 35.15。全市人均生产总值按户籍人口计算为 80286 元, 增长 10.3%。

2011 年海宁市全年完成财政总收入 71.79 亿元, 比上年增长 21.3%, 其中地方财政收入 38.82 亿元, 增长 28.0%。全年财政支出 39.87 亿元, 增长 22.5%, 其中农业支出 3.32 亿元, 教育支出 10.13 亿元。

全年完成固定资产投资 248.97 亿元, 比上年增长 14.1%, 其中工业生产性投资 131.63 亿元, 增长 11.4%。在固定资产投资完成额中, 第一产业投资 0.65 亿元, 增长 61.7%; 第二产业投资 131.75 亿元, 增长 11.5%; 第三产业投资 116.58 亿元, 增长 16.9%。三次产业投资

比重由上年的 0.18: 54.14: 45.68 调整为 0.26: 52.92: 46.82。全年完成房地产开发投资 49.84 亿元, 增长 67.1%。保障性住房建设完成投资 2.95 亿元, 新开工施工面积 13.80 万平方米。全年商品房销售面积 53.34 万平方米, 下降 29.4%, 商品房销售额 39.53 亿元, 增长 28.3%。

2. 财政状况

由于海宁市经济形势持续向好, 其财政实力也逐年增强。2009~2011 年, 海宁市完成一般公共预算收入分别为 23.95 亿元、30.33 亿元和 38.82 亿元, 年均增长 27.31%; 地方可支配收入分别为 61.45 亿元、113.99 亿元和 138.84 亿元, 年均增长 50.32%, 近几年呈快速增长趋势。

表 1 2009 年~2011 年财政收入状况 (单位: 万元/%)

序号	科目	2009 年	2010 年	2011	增长
1	一般公共预算收入	239510	303272	388194	27.31
2	其中: 税收收入	231817	304927	390121	29.73
3	非税收入	7693	-1655	-1927	--
4	上级补助收入	89845	117723	125414	18.15
5	其中: 专项收入	25574	41678	46461	34.79
6	非专项收入	64271	76045	78953	10.83
7	基金收入	285101	718884	874841	75.17
8	地方可支配收入总计	614456	1139879	1388449	50.32

资料来源: 海宁市政府信息公开网站

从构成上看, 一般公共预算收入是地方可支配收入的重要组成部分, 但由于近年来海宁市基金收入的大幅增长, 一般公共预算收入占地方可支配收入比重有所下降, 2011 年为 27.96%; 基金收入对地方可支配收入的贡献近年来逐年上升, 2011 年海宁市实现基金收入 87.48 亿元, 占地方可支配收入比重为 63.01%。

由此可见, 海宁市财政实力的不断增强为公司项目建设提供了可靠的资金支持, 有利于公司各项业务的持续发展。同时联合资信关注到, 海宁市财政收入的增长主要来自基金收入的增长, 受国家房地产调控政策影响, 未来基金收入的增长情况具有一定不确定性。

四、公司基础素质

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. 人员素质

目前公司本部高管人员包括董事长、总经理、副总经理、董事、监事、总会计师和总工程师共计 12 名。公司董事长兼总经理陈金明先生, 1955 年生, 大专学历, 经济师职称, 曾任海宁市乡镇党委书记、海宁市人大常委会委员、财经工委主任委员, 现兼任海宁市财政局、地税局局长

和党委副书记；公司董事张月明先生，1968年生，大学本科学历，经济师职称，曾在市财税系统以及市政府办等政府机关工作，现兼任海宁市财政局副局长。公司其他高管人员均具备资产经营公司高管工作经历或者市财政局等政府机关工作背景。

公司主要高管人员与市财政局实行“一套人马、两块牌子”的运作模式，在公司经营管理初期有利于公司以及海宁市国有资产经营的管理。

截至 2012 年 6 月底，公司在职人员 1768 人，按文化程度分，本科及以上占 17.4%，大专占 20.2%，中专及以下 62.4%；按专业结构分，生产人员占 62.9%，技术人员占 23.1%，行政管理人员占 14.0%；按年龄结构分，30 岁以下占 29.8%，30-50 岁占 49.7%，50 岁以上占 20.5%。公司本部员工的整体素质较好，年龄结构满足公司经营管理需要。

3. 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 5200 万元增至 200000 万元。

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——拨款转入，截至 2011 年底，公司资本公积——拨款转入累计 44.42 亿元。

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。

2009~2011 年，公司分别收到财政补贴 6.06 亿元、5.75 亿元和 5.88 亿元。

联合资信认为，海宁市财力的增长较为强劲，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。

4. 下属上市公司

海宁皮城

2010 年 1 月，海宁皮城在深圳证券交易所挂牌上市（“海宁皮城”，股票代码“002344”），截至 2012 年 3 月底，海宁皮城注册资本 5.60 亿元，其中公司控股 58.97%。

海宁皮城主要经营皮城商铺及配套物业的租赁和销售、住宅开发销售、商品销售等业务（详见经营分析）。

截至 2011 年底，海宁皮城资产总计 48.96 亿元，所有者权益合计 24.19 亿元；2011 年海宁皮城实现营业收入 18.56 亿元，利润总额 7.56 亿元。

截至 2012 年 6 月底，海宁皮城资产总计 55.54 亿元，所有者权益合计 26.10 亿元；2012 年 1~6 月，海宁皮城实现营业收入 9.81 亿元，净利润 3.07 亿元。

钱江生化

钱江生化是经浙江省股份制试点工作协调小组浙股（1993）41 号文批准，由原浙江省海宁农药厂、浙江省煤炭运销公司海宁市运销处和海宁市石料厂等单位共同发起设立，1997 年，钱江生化在上海证券交易所上市（股票代码“600796”）。

钱江生化主要经营兽药生产业务、生物农药的制造、销售及技术服务（详见经营分析）。

截至 2011 年底，钱江生化资产总计 12.12 亿元，所有者权益合计 4.99 亿元；2011 年钱江生化实现营业收入 5.59 亿元，利润总额 0.10 亿元。

截至 2012 年 6 月底，钱江生化资产总计 13.52 亿元，所有者权益合计 5.30 亿元；2012

年1~6月,钱江生化实现营业收入2.06亿元,利润总额0.33亿元。

五、公司管理

1. 治理结构

公司自设立以来,建立了符合《公司法》及其他法律法规要求的规范化公司治理结构。根据有关法律、法规以及公司章程,公司制定了董事会议事规则和监事会议事规则,董事会和监事会均按照各自的议事规则独立有效运作。公司实行董事会领导下的经理负责制,由经理负责公司的经营管理工作,并建立了较完善的董事会、监事会和经营管理等工作制度,其产生机制如下:董事会成员7人,其中出资人委派6人,职工代表大会选举产生1人。董事会设董事长一名,董事长是公司的法定代表人;监事会成员5人,其中出资人委派3人,职工代表大会选举产生2人;监事会设主席1人,由出资人在监事会成员中指定产生。

2. 管理水平

公司本部共设四个职能部门,即办公室、资产运营部、产权管理部及投资发展部,基本满足目前管理需要。

由于公司实体化运作起步较晚,公司治理和监管模式有待完善,在公益性和准经营性项目上的管理,主要依托政府行政措施和企业主管部门监管,公司市场化运作程度不高。

从投融资风险控制体系来看,对于公益性和准经营性项目,公司按照市政府当年城市建设计划要求定政策、定盘子、定资金、定监管模式;具体项目执行时,由项目公司按照市政府下达的任务分别融资和分头实施;对于经营性项目,则由子公司按照市场化运作方式自行

筹资,但投资项目须报公司本部决策机制讨论通过。

从公司本部对下属子公司的管控力度看,由于重组时间尚短,公司本部在资产管理和人事等方面还需要进一步整合,但考虑到目前海宁市新的国有资产管理体制是:市政府为全市国有资产的出资人,并分别授权财政局和资产经营公司对所属企业的国有资产分别实施监督管理和经营管理,而海宁市财政局是公司的出资人。基于这种股权和管理关系,公司对下属子公司管控能力的整合趋势向好。

总的来看,目前公司投融资风险控制体系能满足现阶段管理需要。公司对下属企业的整合管理还没有完全到位,但基于目前海宁市委、市政府对国有资产管理 and 公司实体化运作模式的推进,公司对下属子公司未来管控整合趋势向好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务主要包括下属两家上市公司运营、城市污水处理等。公司主要收入来源为商品销售、房屋销售、房屋租赁以及水费收入(见下表)等。

2009~2011年,公司营业收入年均增长37.84%,2011年为38.60亿元。从收入构成上看,2011年各板块收入占比较为平均。从毛利率上看,受海宁皮城商铺销售和房屋租赁业务收入大幅增长影响,2010年和2011年公司综合毛利率较2009年上升较多,分别为31.54%和33.40%。

2012年1~6月,公司实现营业收入15.03亿元,为2011年全年的39.20%;公司实现综合毛利率44.34%,较2011年增长10.94个百分点,主要原因是商品房销售毛利率上升以及房屋租赁收入占比提高所致。

表2 公司营业收入构成情况(单位:万元/%)

项目	2009年		2010年		2011年		2012年1~6月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
农药兽药	28769.62	16.18	35727.20	14.94	40466.31	15.30	13773.5	18.76

商贸	26521.79	6.31	35106.75	4.39	44691.29	3.49	14617.87	3.66
商品房销售	2942.50	25.00	0	-	38509.05	33.46	25462.77	53.8
商铺销售	13661.30	55.34	31465.68	61.03	46660.55	64.24	17766.76	62.37
安置房销售	90788.13	-2.20	28432.18	23.75	52992.91	12.12	11059.02	12.67
房屋租赁	16385.32	85.07	31237.78	81.26	60438.63	87.13	32342.24	91.46
水费收入	11076.15	9.17	13624.78	2.01	15445.58	-1.48	7836.28	0.66
污水处理收入	4390.66	-74.98	6921.93	-26.14	8278.70	-43.52	4543.89	-39.2
其他	8657.25	37.07	23356.95	35.34	78561.18	24.06	22917.23	41.4
合计	203192.72	13.53	205873.25	31.54	386044.20	33.40	150329.54	44.34

资料来源：公司提供

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，旧城改造，土地收购、储备、经营及相关社会事业项目的投资、开发和建设的主体。城投集团成立于2007年12月，由海宁市政府授权公司出资组建，注册资金8.99亿元，是在原15家基础设施建设投资企业基础上通过资源整合而设立。由于城投集团业务性质公益性很强，其主要运营模式：①对于城市道路等公益性基础设施，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，其还款来源主要为财政拨款（反映在资本公积和补贴收入中），或者公司对公益性项目采用BT模式，建成后，由政府采取回购的模式收回建设成本。②对于旧城改造和安置房建设，主要通过周边的土地出让收益以及安置房（配比商品房）（详见商品房、安置房板块）销售收入进行收支平衡。

目前城投集团主要在建项目有：环西二路、群利三期安置房、长田区块安置房、群利二期安置房等项目，项目总投资63.05亿元，截至2012年6月底已投资26.11亿元，未来还将投资36.94亿元。

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6.8亿元，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。交投集团主要运营模式：不收费公路由财政通过安排交通建设专项资金、客运中心265亩土地出让金政府净收益、道路周边的广告资源使用费等作为项目资本金，或者银行贷款后，银行贷款还款来源主要为市财政安排的交通建设专项资金（每年市财政安排的交通建设专项资金不少于1.2亿元）；收费公路则通过项目收益或者土地进行质押或抵押，项目建成后，通过收费还贷的方式来平衡支出。海宁市对于收费公路车辆通行费收入和支出实行“财政收支两条线”管理，以确保通行费首先用于还款，专款专用。

未来交投集团主要项目有：嘉海公路海宁01省道至杭浦高速海宁互通改建工程、盐秦公路（杭浦高速海宁互通至联丁公路延伸段）改建工程、沪杭高速许村互通等项目，项目总投资2.24亿元，项目资金来源主要为市财政、自筹以及代建。

农药兽药

农药兽药的销售来自公司控股子公司钱江生化。钱江生化是我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。

2009年下半年以来，钱江生化根据市场变化

趋势，调整产品结构，加大研发投入，进行产品创新和技术革新，增加销售力度和调整营销策略，尤其是对赤霉素产品采取了降低大包装销量、提高制剂市场覆盖率的营销策略，同时受益于近年来产品价格的回升，农药兽药板块业务收入近年来保持稳定增长态势。

2009~2011年，农药兽药板块收入年均增长18.60%，2011年为40466.31万元。2012年1~6月，该板块业务收入为13773.50万元，为2011年全年的34.04%，主要是二分厂关停所致。

从毛利率上看，2009~2011年农药兽药板块毛利率有所波动，主要受产品价格变化、原材料价格波动以及产品结构调整影响，但波动幅度不大，近三年分别为16.18%、14.94%和15.30%。2012年1~6月，该板块实现毛利率18.76%，较2011年上升3.46个百分点，主要原因是公司将盈利能力较弱的二分厂关停所致。

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70%以上。其中，原煤每月使用量1万吨左右，主要向海宁市兴达贸易有限责任公司、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和浙江物产燃料集团有限公司采购；淀粉和碎米的年消耗量分别为8500吨和13000吨左右，淀粉主要向河北德瑞淀粉有限公司采购，碎米主要向林兴米业有限公司和安徽无为农兴粮油供销公司采购。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25%左右，集中度较为分散。

从产品结构上看，钱江生化根据市场需求及自身经营状况适时调整产品结构，增加了植物生长调节剂（赤霉素）的生产与销售，2011年全年实现农药收入3.10亿元，较2010年增长19.77%，实现兽药收入0.94亿元，较2010年下降3.93%。

从产品销售区域上看，钱江生化产品内销占比80%左右。

从产品销售集中度上看，2011年前5名客户销售额占销售总额的20%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，受益于产品价格回升、产品结构调整和营销力度加大，钱江生化农药兽药业务整体经营状况良好。

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。截至2012年6月底，皮革城进出口公司注册资本200万元，公司持股61.07%。

2009~2011年，随着皮革城进出口公司业务规模的扩大，商贸销售收入年均增长13.91%，2011年商贸销售收入实现44691.29万元。2012年1~6月，皮革城进出口公司实现商贸销售收入14617.87万元。

2009年和2010年，公司商贸毛利率基本比较稳定，2010年略有下降，两年分别为6.31%和4.39%，符合商贸类业务经营特点。2011年商贸毛利率3.49%。2012年1~6月，公司商贸毛利率为3.66%。

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）。

公司商品房销售收入2009年为2942.50万元，2010年海宁皮城房地产项目处于前期建设阶段，当年未确认销售收入，2011年东方艺墅项目首次交房确认收入，全年实现收入38509.05万元，2012年1~6月，公司商品房实现销售收入25462.77万元。从商品房销售收入占营业收入的比重看，2009~2010年占比较低，2011年占比提高至9.98%。

从毛利率上看，2011年商品房销售实现毛利率33.46%；2012年1~6月，实现毛利率53.80%。

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。

2009~2011年，公司房屋租赁实现收入分别为16385.32万元、31237.78万元和60438.63万元，年均增长92.06%，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以及皮革城业务经营模式在辽宁、江苏、河南、四川等地的复制，其物业可租面积保持较快增长；另一方面，由于海宁皮城经营模式相

对成熟，为承租方带来稳定收益，受此推动，租金价格呈上涨趋势。

2012年1~6月，公司房屋租赁实现收入3.23亿元，实现毛利率91.46%。

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、四川成都等地，保持较快的扩张速度。2009~2011年，随着海宁皮革城二、三、四期项目和佟二堡皮革城一期等项目的建成并对外招租，公司可出租商铺面积大幅增长，年均增长69.21%，2011年为43.15万平方米。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。

表3 海宁皮城近三年房屋租赁情况（单位：万平方米/万元）

项目名称	2009年	2010年	2011年
可出租商铺面积	15.07	38.28	43.15
已出租商铺面积	15.07	38.28	43.15
商铺租赁收入	13852.14	27827.11	56375.37

资料来源：公司提供

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。

2009~2011年，海宁皮城商铺销售收入保持快速增长态势。2010年实现收入31465.68万元，较2009年大幅增长130.33%，主要是因为三期工程东区块部分进行销售实现销售收入；受佟二堡皮革城一期市场部分商铺出售影响，2011年商铺销售收入同比增长48.29%，增至46660.55万元。

2012年1~6月，海宁皮城商铺销售实现收入1.78亿元，实现毛利率62.37%。

表4 海宁皮城商铺销售情况（单位：万平方米/万元）

项目	2009年		2010年		2011年	
	销售面积	销售总额	销售面积	销售总额	销售面积	销售总额
商铺及配套物业销售	1.99	13661.36	5.57	31465.68	3.65	46660.55
其中：商铺销售	0.31	4917.71	5.48	30976.49	3.65	46660.55
大酒店房产销售	1.15	5776.15	0.00	0.00	0.00	0.00
综合商务楼销售	0.53	2967.50	0.09	489.19	0.00	0.00

资料来源：公司提供

在商铺销售价格方面，海宁皮城商铺主要按照市场价格进行销售，但也会考虑签约商户对公司利润贡献程度以及商户的商业地位、品牌等综合情况给予一定的折扣。受近年来海宁皮城专业市场开发经营模式的日趋成熟，以及居民生活水平提高对皮革制品需求的增加等因素影响，商铺售价整体上呈上升趋势。2011年，商铺销售平均价格为12783.71元/平方米，较2010年的5649.13元/平方米增长126.30%。

总体看，海宁皮城专业皮城市场业务日趋成熟，商铺可出租面积保持较快增长，未来持续稳定的现金流将对该业务复制发展提供有力保障；同时，商铺销售也保证了专业皮革市场项目前期资金投入的回笼，有利于业务的扩张。

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，安置房面积与拆迁户主原住房等面积的部分免费置换，超过户主原住房面积10平方米以内的部分按照安置房成本价格销售，超过户主原住房面积10平方米以及20平方米以内的部分按照经济适用房的价格进行销售，超过原住房面积20平方米以上的部分按照该区域商品房市场价格进行销售。

公司近年来安置房销售情况见下表，由于2011年公司安置房销售面积大幅增加以及2010年基数较小的缘故，2011年安置房销售收入同比大幅增长86.38%，全年实现销售收入52992.91万元。

表5 公司近年来安置房销售情况一览表（单位：万平方米）

项目	2009 年	2010 年	2011 年
完成拆迁面积	34.38	24.87	31.7
安置房开工面积	55.13	79.05	45.00
安置房竣工面积	35.15	35.12	14.81
安置房销售收入（万元）	90788.13	28432.18	52992.91

资料来源：公司提供

2009~2011年，城投集团拆迁面积累计完成90.95万平方米，安置房新开工面积累计完成179.18万平方米，安置房竣工面积累计完成85.08万平方米。

2011年城投集团在安置房建设方面：从竣工项目看，洛洲二期、伊桥、南郊、高丰排屋等区块安置房顺利竣工，竣工面积14.81万平方米；从开工项目情况看，海宁丝厂、高丰、长田、硖北里等安置房工程先后开工，城南大道南侧、群利二期、三期、民和三期、伊桥集镇等区块安置房2011年底开工建设，海昌路东侧基本完成地下室工程、高丰公寓房部分进入配套施工，2011年开工面积达45万平方米。

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。

近三年，随着供水管网、供水量和污水处理量的增加，公司水费收入及污水处理收入均保持稳定增长，年均复合增长率分别为24.82%和24.36%，截至2011年末，水费收入及污水处理收入分别为15445.58万元和8278.70万元。

截至2011年底，水务集团拥有自来水厂2个，日供水能力40万立方米；拥有污水处理厂2个，日污水处理能力21万立方米。

2011年，水务集团完成自来水供应量9918.83万

吨，售水量8486.76万吨，完成污水收集处理量6287.18万吨；自来水出厂水水质综合合格率

99.96%，污水处理厂出水水质达标率100%；供水产销差率14.44%，污水产销差率4.92%。

表 6 公司近年来水务处理能力一览表

项目	2009	2010	2011
自来水厂数量（个）	2	2	2
供水能力（万立方/天）	25	25	40
污水处理厂数量（个）	2	2	2
处理能力（万立方/天）	21	21	21

资料来源：公司提供

海宁市水费价格由政府实行价格指导，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，近几年保持了较低的水价。2007年8月普遍上调了各种用水的价格后，水价至今未发生变化，其中，目前居民生活用水价格1.5元/吨，经营性用水价格2.3元/吨。污水处理价格执行2007年8月调整之后的价格，居民生活用水污水处理价格0.5元/吨，经营性用水污水处理价格1.8元/吨。

从盈利能力上看，公司水务板块业务近三年毛利率呈下降趋势且毛利率偏低，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。

其他业务

公司其他收入主要包括物业管理、酒店服务、给排水工程、景区收入等。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。

2011年公司实现其他收入78561.18万元，同比大幅增长236.35%，占比上升至20.35%，主要是因为2011年公司将获得的土地开发收入40041.31万元计入其他收入中所致。2012年1~6月，公司实现其他收入22917.23万元。

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，逐步成为有核心竞争力的跨行业集团公司。

截至2012年6月底，公司重点在建项目主要有：群利三期安置房、长田区块安置房、群利二期安置房、海宁皮革城五期项目、海宁市第二水厂扩建工程、长水塘湿地工程、沿江农业生态园等项目（详见附件），项目总投资90.90亿元，截至2012年6月底已投资42.80亿元，后续投资48.10亿元；项目资金来源主要有：经营性业务在建项目资金来源主要为自筹、银行贷款和募投（海宁皮革）；公益性业务在建项目资金来源主要为自筹、银行贷款、财政拨款和各区管委会财政资金等。

未来，公司还将重点投资的项目有鹃湖水库拆迁安置房、八方布业安置房一期等安置房项目以及一些城市道路项目，项目总投资20.84亿元，资金来源主要为自筹（5.98亿元）和银行贷款（14.86亿元）。

总体看，公司未来投资规模大，对外融资需求较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009~2011 年财务报表已经

天健会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2012 年 1 季度财务报表未经审计。本报告财务分析以 2009~2011 年财务数据为主，2012 年上半年财务数据作为参考。

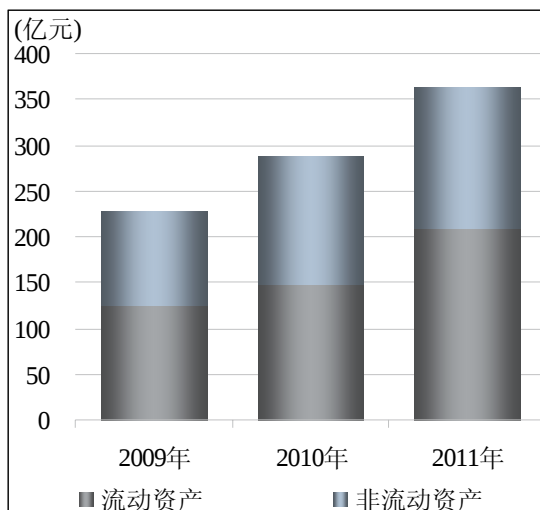
截至 2011 年底，公司资产总额为 363.26 亿元，所有者权益合计 177.55 亿元；2011 年公司实现营业收入 38.60 亿元，利润总额为 10.00 亿元。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额 383.29 亿元，所有者权益合计 184.56 亿元；2012 年 1~6 月公司实现营业收入 15.03 亿元，利润总额为 5.41 亿元。

2. 资产质量

2009~2011 年，公司资产规模快速增长，年复合增长率为 26.50%，其中，流动资产的增长率为 29.07%，非流动资产的增长率为 23.29%。截至 2011 年底，公司资产合计为 363.26 亿元，其中流动资产占 57.20%，非流动资产占 42.80%。

图 1 2009~2011 年 公司资产构成情况

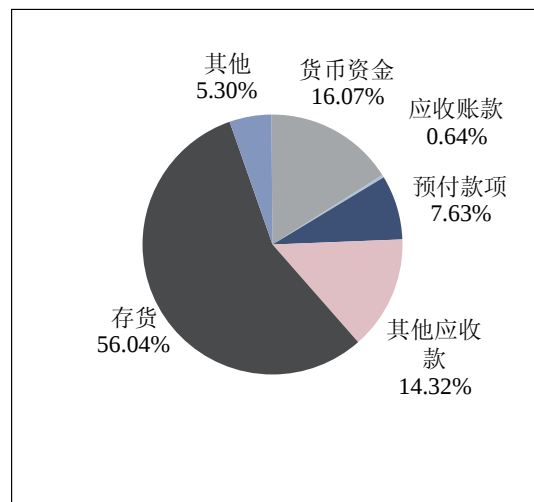


资料来源：公司年报

截至 2011 年底，公司流动资产 207.80 亿元，其中占比较高的主要为货币资金（占 16.07%）、其他应收款（占 14.32%）、预付款项（占 7.63%）和存货（占 56.04%）。

截至 2011 年底，公司货币资金 33.39 亿元，其中银行存款占 95.12%，其他货币资金占 4.85%，其他货币资金主要是使用权受限制的货币资金，公司货币资金（剔除使用权受限制的货币资金）占流动资产的 15.29%，公司货币资金充足率尚可。

图 2 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2011 年底，公司短期投资 8.29 亿元，为公司对青年汽车集团（7.00 亿元）和海宁市交投集团有限公司（1.29 亿元）的委托贷款。

截至 2011 年底，公司应收账款账面余额为 1.55 亿元，从账龄上看，1 年以内的占 80.08%，1~2 年的占 7.59%，2~3 年的占 5.31%，3 年以上的占 7.02%。公司计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例为 13.55%。

2009~2011 年，公司预付账款年均增长 14.28%，截至 2011 年底，公司预付账款余额 15.85 亿元，主要为预付许村临杭区征迁工作组（11.38 亿元）的征迁款。公司未提取预付款项减值准备。

2009~2011 年，公司其他应收款净额波动增长，三年分别为 21.37 亿元、19.50 亿元和 29.76 亿元。截至 2011 年底，公司其他应收款主要为应收嘉兴市嘉绍高速公路有限责任公司、海宁市尖山汽车产业基地开发有限公司、嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司等

的往来款。从账龄看，56.30%的其他应收款的账龄在 1 年以内，1~2 年的占 27.14%，2~3 年的占 14.46%，3 年以上占 2.10%。公司计提坏账准备 0.24 亿元，计提比例 0.80%。公司其他应收款账龄 1 年以上所占比重较高，公司计提坏账准备较低。

2009~2011 年，公司存货大幅增加，年复合增长率为 37.88%，主要是城投集团拆迁安置房项目增加以及海宁皮城皮革城四期、五期工程、灯塔佟二堡皮革城二期、成都皮革城一期市场项目建设增加所致。截至 2011 年底，公司存货账面价值为 116.45 亿元，主要由开发成本（占 85.24%）、开发产品（占 12.66%）和库存商品（占 1.65%）构成，其中拆迁安置房等项目竣工验收结转后反映在开发产品，尚未竣工完成则反映在开发成本中。

2009~2011 年，公司非流动资产持续增长，年复合增长率为 23.29%，增长主要来自其他非流动资产和在建工程的大幅增加，截至 2011 年底，公司非流动资产为 155.46 亿元，其中占比较高依次为固定资产（30.19%）、在建工程（28.42%）、其他非流动资产（20.30%）、投资性房地产（10.03%）、长期股权投资（6.76%）与无形资产（3.03%）。

截至 2011 年底，公司长期股权投资 10.50 亿元，公司长期股权投资企业 30 余家，其中主要有海宁连杭科教新城开发有限公司（1.67 亿元）、嘉兴市嘉绍高速公路有限责任公司（1.17 亿元）、浙江金海州建设开发有限公司（1.10 亿元）、扬州市中远房产有限公司（0.91 亿元）等公司。

2009~2011 年，公司投资性房地产快速增长，年均增长 72.34%，主要是随着海宁皮城各期皮革城项目陆续完工，用于出租的店铺等资产价值增长；截至 2011 年底，公司投资性房地产账面价值 15.60 亿元，其中，房屋及建筑物 13.46 亿元、土地使用权 2.14 亿元；公司投资性房地产累计折旧（摊销）1.73 亿元。公司投资性房地产中有 8.44 亿元（账面原值）的房屋

及建筑物正在办理产权证书。

2009~2011 年，公司固定资产账面净额波动增长，年复合增长率为 2.15%。截至 2011 年底，公司固定资产原值 58.71 亿元，其中房屋 36.13%，城建市政资产占 21.05%，公路资产占 18.12%，管网资产占 12.76%。截至 2011 年底，公司累计计提折旧 11.78 亿元，固定资产净额为 46.93 亿元，公司固定资产成新率 79.94%。

根据海宁市财政局有关文件规定，城建基础建设工程、城市防洪工程和河道整治工程等项目在竣工验收并经海宁市财政局确认前暂列入在建工程项目。2009~2011 年，公司在建工程大幅增加，年均增长 36.98%，截至 2011 年底，公司在建工程 44.19 亿元，主要是城市基础建设工程、安置房及拆迁工程等城市市政工程（20.41 亿元）、水利工程（9.64 亿元）、交通工程（13.03 亿元）以及生产线技改项目等。

截至 2011 年底，公司无形资产 6.53 亿元，较 2010 年大幅减少 14.39 亿元，主要原因是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，把原来属于海宁市交通投资集团有限公司的价值 14.54 亿元的土地划转到其他非流动资产所致。公司无形资产主要为土地使用权。

截至 2011 年底，公司其他非流动资产 31.55 亿元，主要是海宁市交通投资集团有限公司等公司非经营性相关资产（根据海宁市财政局海财会[2008]438 号、海财会[2011]619 号文及其补充规定拨入公司，截至 2011 年底该部分资产价值 26.83 亿元，非流动资产中还包括教育园区资产（2.24 亿元）、建筑安装工程（0.92 亿元）等。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额较 2011 年底增长 5.51%，达到 383.29 亿元，增长主要是公司非流动资产增长所致。流动资产方面，货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货分别占比 18.63%、0.69%、17.26%、21.36%和 38.18%。非流动资产方面，长期股权投资较 2011 年底大幅增加 27.53 亿元，主要是

2012年5月财政局对子公司海昌投资有限公司和尖山新区开发有限公司增资控股,故2012年6月上述两家公司未纳入公司合并报表,公司对其投资在长期股权投资中反映;在建工程较2011年底增长27.85%;无形资产大幅增加14.82亿元;其他非流动资产较2011年底下降41.92%,主要是海宁市交通投资集团有限公司将年初其他非流动资产的14.53亿元土地在本期计入无形资产。

公司资产以流动资产为主,但流动资产中存货和往来款占比较大,资产流动性尚可。

3. 负债及所有者权益

2009~2011年,公司所有者权益快速增长,年复合增长率为42.42%,主要是公司资本公积、未分配利润和少数股东权益增长所致。公司资本公积的增长主要来源于土地出让金返还(根据海政发[2011]19号《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》返回的土地出让金)、工程建设项目拨入款和注入的土地资产等,其中2010年公司资本公积29.08亿元,2011年增加43.96亿元。公司少数股东权益2010年增加8.86亿元,主要是子公司皮革城公司于2010年1月13日向社会公开发行A股7000万股所致。截至2011年底,公司所有者权益为177.55亿元,其中归属于母公司权益162.97亿元,少数股东权益14.58亿元;归属于母公司权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占8.77%、81.50%、0.10%和9.63%。

截至2012年6月底,公司所有者权益合计184.56亿元,其中实收资本20.00亿元,较2011年底增长39.86%,主要是公司2012年上半年以资本公积转增资本5.70亿元所致,未分配利润较2011年底增长17.99%,其余科目变化不大。

总体看,公司所有者权益结构稳定性较好。

2009~2011年,公司负债合计快速增长,年复合增长率为15.39%,截至2011年底,公

司负债合计185.72亿元,其中流动负债占47.26%,非流动负债占52.74%。

2009~2011年,公司流动负债逐年增长,年复合增长率21.13%,截至2011年底,公司流动负债为87.78亿元,其中占比较高的有短期借款(占10.72%)、应付账款(占6.85%)、预收款项(占23.49%)、其他应付款(占35.31%)和一年内到期的非流动负债(占19.70%)。

2009~2011年,公司短期借款呈下降趋势,截至2011年底,公司短期借款为9.41亿元,其中信用借款、保证借款、抵押借款、质押借款和委托借款分别占36.88%、29.22%、4.57%、6.06%和23.27%。

截至2011年底,公司应付票据0.67亿元,为银行承兑汇票。

2009~2011年,公司应付账款逐年增长,年均增长20.68%,截至2011年底,公司应付账款为6.01亿元。

2009~2011年,公司预收款项波动增长,截至2011年底,公司预收款项为20.62亿元;2010年,公司预收款较2009年大幅增长180.14%,主要是子公司海宁皮革城预收商铺租金、佟二堡皮革城一期市场及皮革城三期商铺销售所预收的款项大幅增长所致。

2009~2011年,公司其他应付款快速增长,年复合增长率为67.49%,截至2011年底,公司其他应付款为31.00亿元,主要系与海州投资开发有限公司、海宁市财政局、海宁经济开发区管委会、土地收储中心等往来款。

截至2011年底,公司一年内到期的非流动负债17.29亿元,为一年内到期的长期借款。

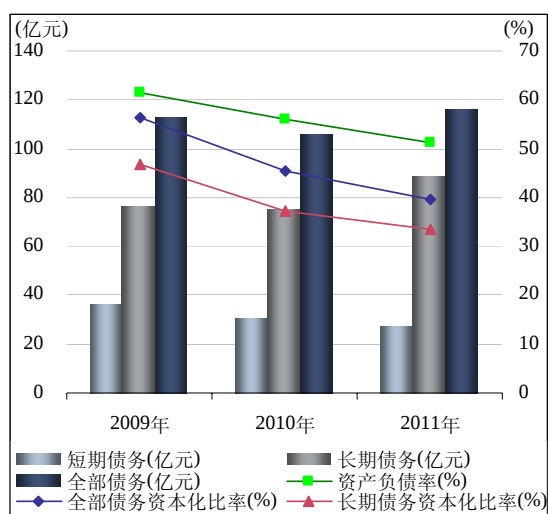
截至2011年底,公司其他流动负债0.92亿元,为皮革城公司及其控股子公司预提的土地增值税。

2009~2011年,公司非流动负债保持增长,主要系2011年9月公司发行15亿元公司债券所致。截至2011年底,公司非流动负债为97.94亿元,其中,长期借款占63.47%,应付债券占27.32%。

截至 2012 年 6 月底，公司负债总额为 198.73 亿元，较 2011 年底增长 7.00%，主要是公司其他应付款（往来款）增长所致。

2009~2011 年，公司有息债务保持一定规模，截至 2011 年底公司债务总额为 116.29 亿元。从债务期限结构看，短期债务占比下降，长期债务占比上升，截至 2011 年底，短期债务占比 23.54%，长期债务占比 76.46%。截至 2012 年 3 月底，公司债务规模为 113.98 亿元，其中短期债务占比进一步下降为 17.92%。

图 3 2009 年~2011 年公司债务负担



资料来源：公司年报

2009~2011 年，受公司资本公积增长、子公司发行 A 股以及未分配利润增长的影响，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈下降趋势，2011 年底分别为 51.12%、39.58%和 37.17%。截至 2012 年 6 月底，上述指标分别为 51.85%、36.01%和 32.77%，公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

2009~2011 年，随着业务规模的扩大，公司收入快速增长，2011 年公司实现营业收入 38.60 亿元；受此影响，公司营业成本亦快速上升，2011 年为 25.71 亿元；近三年公司营业利润率呈上升趋势，分别为 8.06%、23.73%和 27.19%。

从期间费用看，2009~2011 年受收入规模上升影响，公司销售费用（广告宣传费）和管理费用（职工薪酬、代理费）有所增长，2011 年分别为 1.12 亿元和 3.12 亿元，公司财务费用基本保持稳定，2011 年为 2.32 亿元；公司期间费用占营业收入比重近三年分别为 25.93%、28.05%和 16.99%，2011 年得益于营业收入大幅增长，期间费用占比有所下降，但仍处于较高水平。

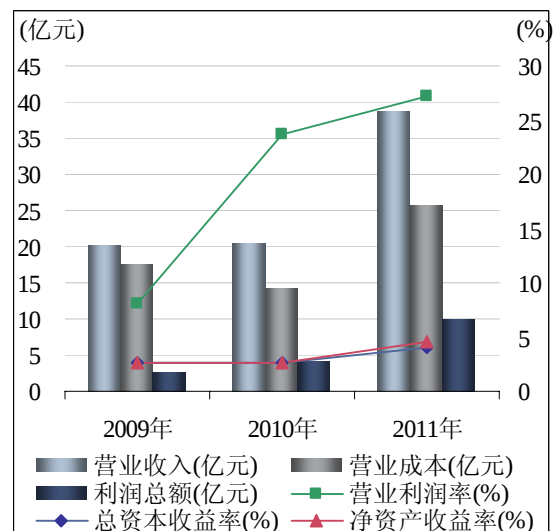
2009 年和 2010 年，受期间费用支出大影响，公司营业利润为负，分别为 -3.29 亿元和 -0.16 亿元；2011 年，公司营业利润为 4.35 亿元。

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，2009~2011 年，公司收到财政补贴分别为 6.06 亿元、5.75 亿元和 5.88 亿元。

2009~2011 年，公司利润总额保持快速增长，年均增长 91.72%，2011 年为 10.00 亿元。2009~2011 年，得益于利润总额的大幅增长，公司总资本收益率和净资产收益率有所上升，2011 年分别为 3.99%和 4.53%。

2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 15.03 亿元，利润总额 5.41 亿元（其中营业外收入 3.22 亿元），实现营业利润率 34.57%。

图 4 2009~2011 年公司盈利能力情况



资料来源：公司年报

总体看,随着皮革城商铺租赁、销售业务、商贸业务等发展,公司收入规模整体保持了良好的增长态势,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,公司盈利能力逐年提升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看,2009~2011年,公司流动比率和速动比率波动变化,2011年底分别为236.74%和104.07%。截至2012年6月底,两项指标分别为198.36%与122.63%。近三年公司经营现金流动负债比分别为2.94%、34.10%和23.42%;公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看,2009~2011年,受公司利润规模上升影响,EBITDA保持增长,2011年为13.69亿元;公司全部债务/EBITDA逐年下降,2011年为8.49倍,但仍处于较高水平。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2012年6月底,公司对外担保42.87亿元,担保比率为23.23%,被担保企业主要为海宁市新市镇开发建设有限公司、财经学院东方学院长安小区、海宁斜桥新市镇建设开发有限公司和温岭市投资发展有限公司(2009年12亿元公司债券)等企业(单位),目前被担保企业(单位)经营正常。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2012年6月底,公司共获各家银行授信额度人民币86亿元,尚未使用额度12亿元。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。

6. 征信情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(报告编号为:B-201210552097),截至2012年10月11日,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。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点,以及海宁市区域及财力状况、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。

八、结论

公司是海宁市从事城建、交通和水务等公益性和准经营性项目建设、投资和运营,以及皮革专业市场、旅游资源等经营性资产运营的主体。近年来海宁市县域经济实力和财政实力不断增强,为公司提供了良好的外部发展环境。

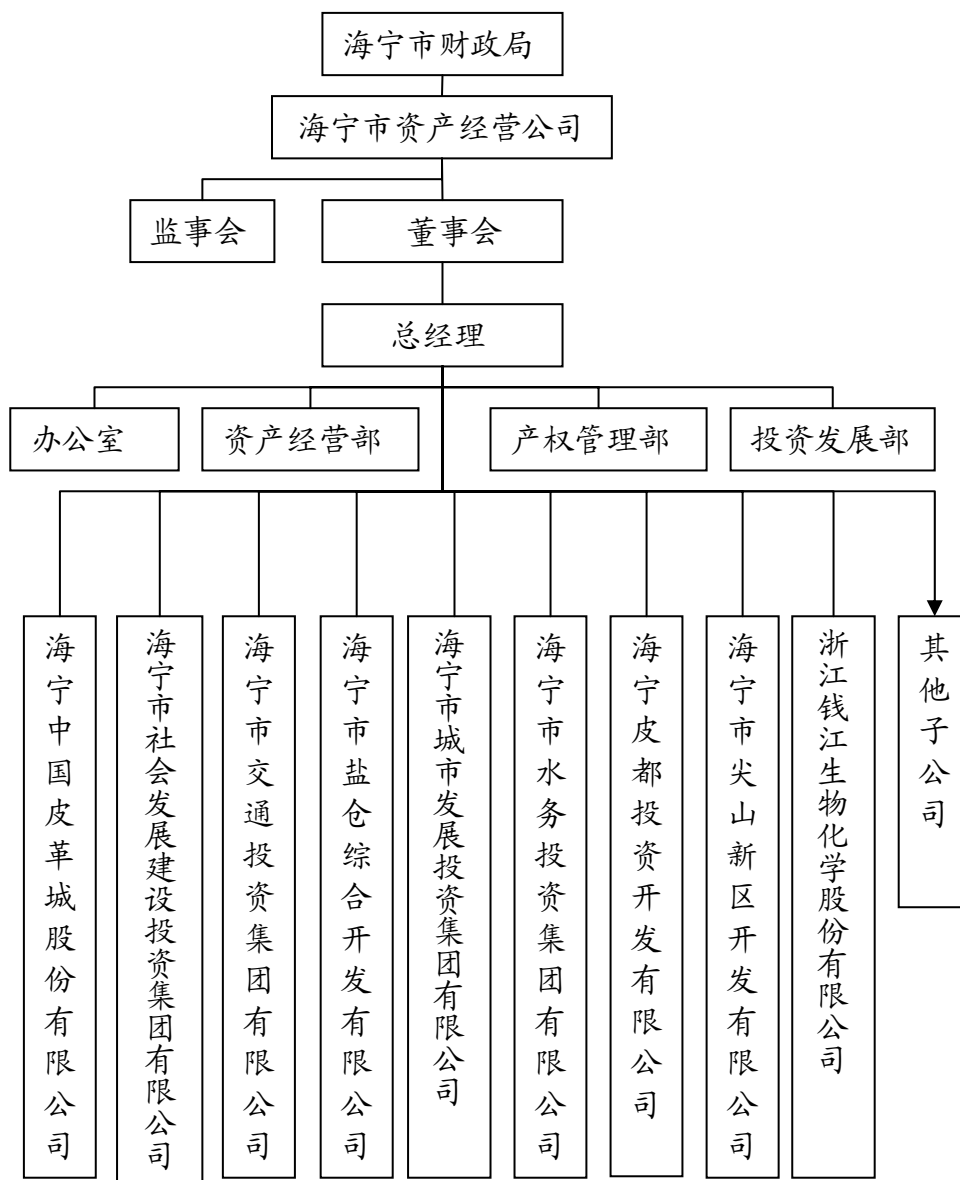
公司作为海宁市重要的国有资产经营公司,其承担的海宁市城建、交通、水务等公益性和准经营性项目区域垄断经营优势较强,政府支持力度大,且长期持续稳定的资金和资源支持为公司发展提供了重要的支撑;此外,公司承担的皮革专业市场开发经营等经营性业务在业内已形成较强的竞争实力,其良好的市场形象、品牌效应以及稳定增长的盈利水平仍将为公司未来发展提供有力支持。同时联合资信也关注到公司公益性和准经营性业务对政府支持依赖性较强,内控机制有待于强化。综合看,公司整体抗风险能力强,信用风险低。

附件 1 截至 2012 年 6 月末公司部分重点在建项目情况

项目名称	总投资	已投资	未投资额	文号
海昌路东侧区块保障性住房项目（城投）	55657.42	34865	20792.42	海发改投[2010]207 号初设、海环审[2010]43 号
海宁丝厂区块保障性住房项目（城投）	36301.12	19392	16909.12	海发改投[2011]98 号项建、海环审[2011]30 号
群利二期保障性住房项目（城投）	101872.92	31478	70394.92	海发改投[2011]498 号初设、海环审[2011]124 号
海宁市尖山污水厂一期工程（水务）	14825.74	11558	3267.74	海发改投[2009]353 号、海环审[2009]08 号、海土预字[2009]18 号
海宁市“城乡一体化”农民安置房及配套基础设施建设工程（一期）项目	163077.81	97615.56	65462.25	海发改投[2010]111 号、海环审[2010]50 号、海土预字(2010)-10 号
长水塘湿地工程（水务）	33650.04	10825	22825.04	海发改投[2011]197 号初设、海环审[2011]113 号、海土资源[2012]011 号
第二水厂扩建配套出厂总管工程（水务）	12223.91	2107	10116.91	海发改投（2011）426 号转发浙发改设计（2011）127 号、海环审（2011）87 号
赵家漾路（北关桥路至水月亭路）拓宽改造工程（城投）	2494.00	1860	634.00	海发改投[2010]483 号初设、海环审[2007]74 号、海土预字[2009]第 122 号
钱江西延（南北大道~环西二路）（城投）	4252.00	3890	362.00	海发改投[2007]149 号初设、海环审[2007]141 号、海土预字[2007]第 177 号
环西二路（城南大道-铁路下穿南平台）（城投）	10279.00	4380	5899.00	海发改投[2010]588 号初设、海环审[2010]133 号、海土预字[2010]第 48 号码
硖北里一期安置房（城投）	12600.00	7810	4790.00	海发改投[2011]642 号项建、海国用[2012]第 01617 号
群利三期安置房（城投）	114346.00	24521	89825.00	海发改投[2011]163 号项建
长田区块安置房（城投）	86251.00	16770	69481.00	海发改投[2011]589 号项建
农丰区块安置房（城投）	27455.00	10600	16855.00	海发改投[2012]33 号项建
伊桥集镇拆迁安置房（城投）	15917.00	7940	7977.00	海发改投[2010]88 号部分、海环审[2011]81 号、海国用[2012]第 02250 号
海宁皮革城五期项目（海宁皮城）	66133.90	48303.72	17830.18	海发改投[2011]159 号、海环审[2011]112 号、海国用[2011]第 07866 号、07913 号
海宁市东部二、三级供水管道工程（水务）	3571.00	1509	2062.00	海发改投[2011]330 号初设、海环审（2011）109 号
西部二、三级供水管道工程（水务）	5896.24	1417	4479.24	海发改投[2011]413 号初设、海环审[2011]117 号
镇级生活污水收集管网工程（水务）	13026.00	9094	3932.00	海发改投[2009]452-463 号调整

项目名称	总投资	已投资	未投资额	文号
盐仓污水厂三期工程 (水务)	24381.59	16873	7508.59	浙发改设计〔2010〕68号初 设、浙发改投资[2010]250号、 浙环建[2009]131号、浙土资 预[2008]057号
沿江农业生态园(盐 官)	88800.00	54388	34412.00	海发改投[2008]90号
蚕种场安置房(盐官)	10223.50	6805	3418.50	海发改投[2010]469、海环盐 审[2010]72号、海国用 [2010]04468号
农发区春澜路北段及 启潮路东段道路改建 工程(盐仓)	5793.69	3981.04	1812.65	海连管[2011]38号、海环连审 [201]32号
合计	909028.88	427982.32	481046.56	-

附件 2 公司组织机构图



附件 3-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	270330.79	347405.17	333890.37	11.14	366660.30
交易性金融资产	12018.78	46208.91	82875.00	162.59	73000.00
应收票据	772.60	1105.51	2242.40	70.36	2164.47
应收账款	7508.83	12566.17	13339.50	33.29	13665.44
预付款项	121396.88	132881.39	158531.61	14.28	339630.95
应收利息	1180.13	1505.65	3754.38	78.36	869.39
应收股利			76.00		
其他应收款	213672.29	194982.45	297598.86	18.02	420377.91
存货	612509.48	735048.36	1164488.94	37.88	751297.65
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	7989.46	15709.09	21201.03	62.90	160.93
流动资产合计	1247379.23	1487412.70	2077998.09	29.07	1967827.04
非流动资产：					
可供出售金融资产	476.86				
持有至到期投资			100.00		100.00
长期应收款			14000.00		14000.00
长期股权投资	76234.54	72708.44	105046.65	17.39	380251.15
投资性房地产	52510.35	128893.38	155966.68	72.34	153303.54
固定资产	449750.59	518571.41	469305.46	2.15	366810.85
在建工程	235509.93	325537.79	441890.83	36.98	564968.25
工程物资	308.32	341.04	472.20	23.75	642.78
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	164021.96	190994.20	47124.63	-46.40	195326.57
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	3138.70	2855.73	2510.82	-10.56	2808.47
递延所得税资产	1202.79	2331.12	2697.48	49.76	3597.81
其他非流动资产	39591.21	157982.16	315533.02	182.31	183269.55
非流动资产合计	1022745.24	1400215.29	1554647.77	23.29	1865078.97
资产总计	2270124.47	2887627.99	3632645.86	26.50	3832906.01

附件 3-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	176114.63	140480.00	94079.00	-26.91	117916.00
交易性金融负债					
应付票据	11499.33	3283.65	6726.07	-23.52	21089.15
应付账款	41281.73	51164.67	60120.23	20.68	59655.32
预收款项	75152.92	210535.18	206210.18	65.65	238982.87
应付职工薪酬	542.49	898.56	1248.03	51.68	330.62
应交税费	4401.81	8632.68	17307.15	98.29	-204.16
应付利息					576.47
应付股利		27.85	24.57		16.71
其他应付款	110489.84	204023.99	309951.75	67.49	516633.68
预计负债					
一年内到期的非流动负债	174950.00	160648.21	172897.00	-0.59	
其他流动负债	3838.72	7917.16	9203.02	54.84	37033.37
流动负债合计	598271.47	787611.96	877767.00	21.13	992030.04
非流动负债：					
长期借款	647728.42	632810.88	621640.00	-2.03	631938.21
应付债券	118695.00	118997.00	267538.00	50.13	267538.00
长期应付款	6311.66	33094.65	33137.10	129.13	52360.70
专项应付款	23731.27	43760.61	56843.67	54.77	43155.53
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	65.98	82.81	77.87	8.64	76.52
其他非流动负债		207.60	177.00		177.00
非流动负债合计	796532.33	828953.54	979413.64	10.89	995245.96
负债合计	1394803.80	1616565.50	1857180.64	15.39	1987276.00
所有者权益：					
实收资本(或股本)	143000.00	143000.00	143000.00		200000.00
资本公积	597679.63	888545.90	1328125.95	49.07	1309551.38
减：库存股					
盈余公积	335.39	836.04	1714.35	126.09	1714.35
未分配利润	87864.51	103570.44	156883.80	33.62	185114.06
外币报表折算差额	-19.67	-20.26	-29.51	22.47	-84.35
归属于母公司权益合计	828859.85	1135932.12	1629694.59	40.22	1696295.45
少数股东权益	46460.81	135130.37	145770.62	77.13	149334.56
所有者权益合计	875320.66	1271062.49	1775465.22	42.42	1845630.01
负债和所有者权益总计	2270124.47	2887627.99	3632645.86	26.50	3832906.01

附件 4 公司利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	203192.72	205873.25	386044.21	37.84	150329.54
减: 营业成本	175691.37	140938.85	257087.08	20.97	83666.41
营业税金及附加	11118.45	16089.37	23981.54	46.86	14700.49
营业费用	4670.85	9008.71	11212.81	54.94	6161.83
管理费用	21807.82	26550.34	31215.30	19.64	11210.26
财务费用	26216.71	22182.30	23156.48	-6.02	15031.22
资产减值损失	1352.91	2155.53	507.71	-38.74	613.75
加: 公允价值变动收益			-8.91		
投资收益	4798.84	9497.14	4658.59	-1.47	3173.63
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	-32866.55	-1554.71	43532.98		22119.22
加: 营业外收入	64767.00	59596.85	59585.20	-4.08	32241.62
减: 营业外支出	4684.83	16128.34	3086.67	-18.83	247.20
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	27215.62	41913.80	100031.51	91.72	54113.65
减: 所得税费用	3784.39	7563.12	19547.23	127.27	10560.33
四、净利润	23431.24	34350.68	80484.28	85.34	43553.32

附件 5 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	253309.35	340095.63	335904.14	15.15	183428.18
收到的税费返还	12036.08	9254.57	9647.33	-10.47	2832.60
收到其他与经营活动有关的现金	264773.27	417404.42	740057.28	67.18	256214.94
经营活动现金流入小计	530118.69	766754.62	1085608.75	43.10	442475.72
购买商品、接受劳务支付的现金	355836.66	235327.94	403383.58	6.47	64300.84
支付给职工以及为职工支付的现金	9979.19	11588.76	17922.56	34.01	9238.92
支付的各项税费	12091.93	18543.30	39202.57	80.06	23482.93
支付其他与经营活动有关的现金	134595.45	232698.48	419559.09	76.56	200775.18
经营活动现金流出小计	512503.23	498158.48	880067.79	31.04	297797.86
经营活动产生的现金流量净额	17615.46	268596.14	205540.96	241.59	144677.86
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	13915.71	28079.42	14043.64	0.46	
取得投资收益收到的现金	3655.76	1567.18	6663.94	35.01	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	11346.75	229.93	173.36	-87.64	678.01
处置子公司及其他单位收到的现金净额	1322.16	1200.00			
收到其他与投资活动有关的现金	55234.92	54734.40	14895.62	-48.07	
投资活动现金流入小计	85475.30	85810.94	35776.56	-35.30	678.01
购建固定资产、无形资产等支付的现金	237822.95	285100.56	274185.34	7.37	113327.04
投资支付的现金	102224.99	91653.30	96189.76	-3.00	21555.12
取得子公司等支付的现金净额	5400.00	1887.69			
支付其他与投资活动有关的现金	37584.05	9421.66	11455.21	-44.79	6008.00
投资活动现金流出小计	383031.98	388063.21	381830.31	-0.16	140890.16
投资活动产生的现金流量净额	-297556.68	-302252.28	-346053.75	7.84	-140212.15
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	68703.15	142067.94	1470.00	-85.37	1345.76
取得借款收到的现金	762829.03	337247.41	352430.57	-32.03	123991.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	118494.72	120314.41	225564.38	37.97	19223.60
筹资活动现金流入小计	950026.89	599629.77	579464.95	-21.90	144560.36
偿还债务支付的现金	436135.22	412982.79	357663.48	-9.44	89855.79
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	57530.53	72407.50	83044.64	20.15	30616.56
支付其他与筹资活动有关的现金	1194.84	3681.62	3444.04	69.78	
筹资活动现金流出小计	494860.58	489071.91	444152.15	-5.26	120472.35
筹资活动产生的现金流量净额	455166.31	110557.85	135312.79	-45.48	24088.01
四、汇率变动对现金的影响	16.40	-262.37	-109.36		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	175241.48	76639.35	-5309.35		28553.72

附件 6 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	24.54	18.76	26.39	--
存货周转次数(次)	0.29	0.21	0.27	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.08	0.12	--
现金收入比(%)	124.66	165.20	87.01	122.02
盈利能力				
营业利润率 (%)	8.06	23.73	27.19	34.57
总资本收益率(%)	2.63	2.61	3.99	--
净资产收益率(%)	2.68	2.70	4.53	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	46.68	37.17	33.37	32.77
全部债务资本化比率(%)	56.33	45.38	39.58	36.01
资产负债率(%)	61.44	55.98	51.12	51.85
偿债能力				
流动比率(%)	208.50	188.85	236.74	198.36
速动比率(%)	106.12	95.52	104.07	122.63
经营现金流动负债比(%)	2.94	34.10	23.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.95	15.48	8.49	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.25	-0.03	-0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-9.53	-1.28	-3.81	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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（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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

注：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

联合资信评估有限公司关于 海宁市资产经营公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在海宁市资产经营公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

海宁市资产经营公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。海宁市资产经营公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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宁市资产经营公司的经营管理状况及相关信息，如发现海宁市资产经营公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如海宁市资产经营公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如海宁市资产经营公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送海宁市资产经营公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一二年十月十九日
评级业务专用章