# 信用等级公告

联合〔2019〕2104号

联合资信评估有限公司通过对海宁市资产经营公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海宁市资产经营公司主体长期信用等级为AA+，“14海宁资产MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

# 海宁市资产经营公司跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

| 债券简称 | 债券余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 14 海宁资产 MTN001 | 10 亿元 | 2019/9/24 | AA+ | AA+ |

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

**跟踪评级时间：**2019 年 7 月 22 日

## 财务数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 66.89 | 66.25 | 70.84 | 80.05 |
| 资产总额(亿元) | 769.80 | 796.32 | 804.35 | 820.75 |
| 所有者权益(亿元) | 326.41 | 344.35 | 371.86 | 371.15 |
| 短期债务（亿元） | 53.27 | 53.11 | 72.17 | 66.15 |
| 长期债务(亿元) | 254.59 | 248.16 | 227.60 | 256.45 |
| 全部债务(亿元) | 307.86 | 301.27 | 299.78 | 322.60 |
| 营业总收入(亿元) | 49.73 | 64.38 | 70.41 | 13.99 |
| 利润总额(亿元) | 10.38 | 5.09 | 5.71 | 2.82 |
| EBITDA(亿元) | 27.15 | 20.62 | 25.61 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 9.68 | 48.85 | 27.18 | -2.08 |
| 营业利润率(%) | 22.94 | 13.35 | 16.90 | 9.20 |
| 净资产收益率(%) | 2.47 | 0.95 | 0.98 | -- |
| 资产负债率(%) | 57.60 | 56.76 | 53.77 | 54.05 |
| 全部债务资本化比率(%) | 47.29 | 45.91 | 44.63 | 46.10 |
| 流动比率(%) | 256.28 | 222.44 | 208.34 | 222.67 |
| 经营现金流动负债比(%) | 5.66 | 26.78 | 14.66 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 10.79 | 14.18 | 11.71 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.92 | 1.30 | 1.59 | -- |

注：已将其他流动负债和长期应付款中的有息部分计入有息债务核算

**分析师：**文 中　李坤　丁 晓
**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

## 评级观点

海宁市资产经营公司（以下简称“公司”）是海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台。跟踪期内，公司在债务置换、资金资产注入和股权划转等方面持续获得海宁市政府的大力支持，资产和所有者权益规模不断增长。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、资产质量一般和对外担保规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和现金类资产对“14海宁资产MTN001”的保障能力强。

未来公司将继续承担海宁市的基础设施建设和资产运营工作，多元化业务持续发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，“14海宁资产MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

## 优势

1. 跟踪期内，海宁市经济持续发展，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，区域垄断优势明显，跟踪期内，公司在债务置换、资金资产注入和股权划转等方面持续获得政府的大力支持。
3. 跟踪期内，公司EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和现金类资产对存续债券余额保障能力强。

## 关注

1. 跟踪期内，公司资产中存货和其他应收款占比高，对资金形成较大占用，资产流动

性较弱，整体资产质量一般。

2. 公司对外担保规模较大，担保比率高，存在一定或有负债风险。
3. 跟踪期内，公司利润对政府补助依赖较大，公司整体盈利能力弱。
4. 公司在建和拟建项目投资规模较大，未来存在较大的对外筹资压力。

# 声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

# 海宁市资产经营公司跟踪评级报告

## 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（以下简称“联合资信”）关于海宁市资产经营公司（以下简称“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，公司的唯一股东和实际控制人由海宁市国有资产监督管理局（以下简称“海宁市国资局”）变更为海宁市人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“海宁市国资办”）；公司的经营范围、职能定位和组织架构未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元。

截至 2018 年底，公司资产总额 804.35 亿元，所有者权益 371.86 亿元（含少数股东权益 59.58 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 70.41 亿元，利润总额 5.71 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 820.75 亿元，所有者权益 377.15 亿元（含少数股东权益 60.23 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 13.99 亿元，利润总额 2.82 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：蒋雪标。

## 三、存续债券与募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评“14 海宁资产 MTN001”债券余额 10.00 亿元，债券期限为 5 年，按年支付利息，到期一次还本。跟踪期内，“14 海宁资产 MTN001”已足额支付利息，募集资金已全部用于置换公司的银行借款。

表 1　跟踪评级债券情况（单位：亿元、年、%）

| 债券简称 | 债券余额 | 到期日 | 期限 | 票面利率 |
|---|---|---|---|---|
| 14 海宁资产 MTN001 | 10.00 | 2019-9-24 | 5 | 6.20 |

资料来源：联合资信整理

## 四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP

模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继

续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

**行业概况**

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等

通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

**行业政策**

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2018 年 2 月 | 《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号 | 城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩 |
| 2018 年 3 月 | 《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号 | 在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还 |
| 2018 年 9 月 | 《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》 | 首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险” |
| 2018 年 10 月 | 《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号 | 提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、 |

| | | |
|---|---|---|
| | | 压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求 |
| 2019 年 2 月 | 《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号 | 政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信 |
| 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》（财金〔2019〕10 号） | 严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目 |
| 2019 年 3 月 | 《2019 政府工作报告》 | 合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程 |
| 2019 年 5 月 | 《政府投资条例》 | 明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金 |

注：联合资信整理

**行业发展**

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司作为海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，其发展与海宁市经济和财政实力息息相关。

根据《2018年海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，海宁市实现地区生产总值948.73亿元，比上年增长6.10%。其中，第一产业实现增加值17.63亿元，同比下降0.50%；第二产业实现增加值538.02亿元，同比增长7.00%；第三产业实现增加值393.09亿元，同比增长5.20%。三次产业结构调整为1.9：56.7：41.4。2018年，按户籍人口计算，海宁市人均地区生产总值为136701元，同比增长4.9%。

2018年，海宁市实现规模以上工业增加值351.83亿元，比上年增长7.60%；海宁市完成固定资产投资635.97亿元，比上年增长7.60%。其中，基础设施和房地产开发同比分别增长12.8%和29.2%。

根据《海宁市2018年财政预算执行情况和2019年财政预算草案的报告》，2018年，海宁市实现一般预算收入89.00亿元，同比增长14.5%。其中，税收收入在一般预算收入中的占比为93.9%，收入质量好。2018年，海宁市实现政府性基金收入180.53亿元，同比增长56.5%。其中，国有土地使用权出让收入161.14亿元，同比增长60.7%。截至2018年底，海宁市政府债务余额为140.96亿元，债务负担一般。

总体看，跟踪期内，海宁市经济稳步增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的

外部环境。

## 六、基础素质分析

公司作为海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，在跟踪期内持续获得政府在债务置换、资金资产注入和股权划转等方面的大力支持。

**资本支持**

跟踪期内，公司获得财政拨款 10.35 亿元，政府资产划转 0.23 亿元，政府股权划转 0.16 亿元，债务置换资本性投入 12.98 亿元，将其计入“资本公积”；收到政府财政补贴合计 10.65 亿元，计入“其他收益”。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：Q10330481111292316），截至 2019 年 6 月 4 日，公司本部无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员发生调整。根据《海宁市人民政府干部任免通知》（海政干〔2019〕19 号），公司的董事长、总经理由曹立群变更为蒋雪标。

蒋雪标，大学本科学历，经济师、会计师。历任海宁市财政局长，海宁市财政局会计管理科副科长、国库科科长、副局长，公司董事，现任海宁市财政局局长、党委书记，公司董事长、总经理。

本次变更为公司正常人事变更，对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大不利影响。

## 八、经营分析

1. 经营概况

公司作为海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，主要业务包括基础设施建设、土地开发整理和安置房建设等，此外还有房屋租赁、生物制品和污水处理等业务。跟踪期内，公司新增废物清运和石油销售业务。

2018年，受商品销售、燃气销售和其他业务中废物清运收入增长影响，公司实现营业收入70.29亿元，同比增长14.11%，从收入构成来看，房屋销售、房屋租赁和商品销售是公司主要的收入来源。

公司的房屋销售收入主要包括安置房销售、商品房销售以及商业地产销售，2018年，公司房屋销售收入为22.46亿元，同比下降7.24%，主要系安置房和商业地产销售收入下降所致；公司实现房屋租赁收入6.89亿元，同比下降1.52%；公司实现商品销售收入6.98亿元，同比增长93.81%，主要系子公司海宁市通程石油有限责任公司（以下简称“通程石油”）新增石油销售收入所致；公司实现物业管理收入4.52亿元，同比下降5.04%；受车间关停一个月影响，2018年公司生物制品业收入下降至2.74亿元；土地开发收入为5.45亿元，同比增长3.96%；公司实现水务收入5.30亿元，同比增长19.27%，主要系2017年污水处理收益以财政补贴形式体现，2018年重新以收入核算所致。

毛利率方面，2018年，公司毛利率为19.30%，同比增加4.57个百分点。2018年，公司房屋销售毛利率为13.96%，同比增加1.58个百分点；房屋租赁毛利率为46.77%，同比下降5.80个百分点；商品销售毛利率为8.59%，同比增加1.77个百分点；生物制品毛利率为13.59%，同比下降8.24个百分点，主要系子公司浙江钱江生物化学股份有限公司（以下简称“钱江生化”）车间关停一个月所致。

2019年1—3月，公司实现营业收入13.99亿元，相当于2018年的19.90%，毛利率11.66%，其中房屋销售实现收入3.24亿元，毛利率为-24.12%，主要由于安置房建设成本增加，而安置房价格是根据政策制定，安置房业务呈现亏损状态；房屋租赁实现收入3.10亿元，毛利率为56.74%。

表 3　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 2019 年 1—3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 房屋销售 | 24.21 | 39.31 | 12.38 | 22.46 | 31.95 | 13.96 | 3.24 | 23.17 | -24.12 |
| 房屋租赁 | 7.00 | 11.37 | 52.57 | 6.89 | 9.81 | 46.77 | 3.10 | 22.18 | 56.74 |
| 商品销售 | 3.60 | 5.85 | 6.82 | 6.98 | 9.93 | 8.59 | 1.05 | 7.49 | 9.69 |
| 物业管理 | 4.76 | 7.73 | 65.64 | 4.52 | 6.43 | 62.88 | 0.06 | 0.46 | -52.58 |
| 生物制品业 | 3.12 | 5.07 | 21.83 | 2.74 | 3.90 | 13.59 | 0.47 | 3.33 | 9.02 |
| 土地开发收入 | 5.24 | 8.51 | 0.51 | 5.45 | 7.75 | 0.11 | 0.66 | 4.74 | -2.83 |
| 水务收入 | 4.44 | 7.21 | -54.50 | 5.30 | 7.53 | -9.05 | 0.92 | 6.59 | -37.27 |
| 其中：水费收入 | 3.16 | 5.13 | 0.22 | 2.42 | 3.45 | 14.73 | 0.51 | 3.66 | -37.27 |
| 其中：污水处理收入 | 1.28 | 2.08 | -189.32 | 2.87 | 4.09 | -29.11 | 0.41 | 2.93 | -37.27 |
| 燃气收入 | 3.12 | 5.07 | 0.55 | 4.96 | 7.05 | 0.72 | 1.56 | 11.17 | 0.27 |
| 热电行业 | 1.46 | 2.37 | 17.06 | 1.60 | 2.27 | 16.34 | 0.35 | 2.48 | 14.90 |
| 给排水施工 | 3.20 | 5.20 | -7.01 | 4.26 | 6.06 | 37.76 | 0.53 | 3.79 | 12.98 |
| 其他收入 | 1.45 | 2.35 | 47.81 | 5.15 | 7.32 | 38.14 | 2.04 | 14.60 | 38.24 |
| **合计** | **61.60** | **100.00** | **14.73** | **70.29** | **100.00** | **19.30** | **13.99** | **100.00** | **11.66** |

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司是海宁市重要的基础设施建设主体，该部分业务主要由子公司海宁市社会发展建设投资集团有限公司（以下简称“社发集团”）、海宁市城市建设开发投资有限公司（以下简称“城市建设公司”）以及海宁市交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）承担。

城市建设公司和交投集团分别负责海宁市城区和乡镇的基础设施建设。业务模式方面：项目建设的前期资本金由政府支付，资金缺口由公司筹集，项目建设完工后由公司自持，体现在“在建工程”，海宁市财政通过财政专项资金、财政补贴和土地出让金返还的形式来平衡项目支出。2018年，公司收到财政拨款合计10.35亿元。社发集团承接的项目均为代建模式，项目资金全部来源于海宁市财政资金，待项目完工后，社发集团将工程移交给委托方，并收取一定的代建管理费，计入“其他业务收入”，2018年确认0.06亿元。

截至2019年3月底，公司在建项目总投资为26.70亿元，已完成投资6.71亿元，未来仍需投资19.99亿元。

表4　截至2019年3月底公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 所属子公司 | 总投资 | 截至2019年3月底已投资 | 未来尚需投资 |
|---|---|---|---|---|
| 麻泾港滨河绿化 | 城投集团 | 0.90 | 0.73 | 0.17 |
| 西山路西延伸（海宁一中-环西二路） | 城投集团 | 1.95 | 1.88 | 0.07 |
| 平阳路（文苑路-海宁大道） | 城投集团 | 0.79 | 0.27 | 0.52 |
| 农丰路（平阳路-长丰路） | 城投集团 | 0.33 | 0.16 | 0.17 |
| 联合路（还套路-攀龙桥） | 城投集团 | 0.51 | 0.13 | 0.38 |
| 洛塘河新开河段北侧（文苑路-农丰路）景观绿化工程 | 城投集团 | 0.85 | 0.26 | 0.59 |
| 新开洛塘河两侧堤防绿化（海涛路至 08 省道） | 城投集团 | 0.59 | 0.25 | 0.34 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 新建中心菜场西侧绿地 | 城投集团 | 0.29 | 0.05 | 0.24 |
| 浙大国际学院北侧绿化景观一期工程 | 城投集团 | 0.57 | 0.23 | 0.34 |
| 长安镇桑亭路（胡长公路）工程 | 交投集团 | 3.29 | 2.48 | 0.81 |
| 海盐武原至海宁袁花公路 | 交投集团 | 16.18 | 0.21 | 15.97 |
| 海盐武原至海宁袁花公路(嘉绍高速袁花互通连接线工程 | 交投集团 | 0.45 | 0.06 | 0.39 |
| **合计** | -- | **26.70** | **6.71** | **19.99** |

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至2019年3月底，公司拟建项目总投资36.89亿元。总体看，跟踪期内，公司持续推进海宁市的基础设施建设项目，在建和拟建项目投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力。

表5　截至2019年3月底公司拟建项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 所属子公司 | 总投资 | 未来投资计划 | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
| 南苑路（海昌路—文苑路）提升改造项目 | 城投集团 | 0.32 | 0.07 | 0.25 | -- |
| 水月亭路（文苑路-海昌路）拓宽改造工程 | 城投集团 | 0.29 | 0.18 | 0.11 | -- |
| 文宗路（联新桥匝道南侧-海州路）拓宽改造工程 | 城投集团 | 0.16 | 0.02 | 0.14 | -- |
| 碧云路南延（城南大道-石南路） | 城投集团 | 1.20 | 0.18 | 1.02 | -- |
| 康乐路北延（竦秀路-赵家漾路） | 城投集团 | 0.43 | 0.07 | 0.36 | -- |
| 赞山路东延（宗海路-08 省道） | 城投集团 | 0.26 | 0.14 | 0.12 | -- |
| 鹃湖国际科技城科研示范基地市政道路工程 | 城投集团 | 0.35 | 0.04 | 0.31 | -- |
| 沪杭高速许村段改建工程 | 交投集团 | 31.56 | 5.00 | 10.00 | 10.00 |
| 盐官度假区（翁金线至潮涌路）连接线工程 | 交投集团 | 0.55 | 0.28 | 0.27 | -- |
| G524 秀洲王店至海宁海昌段工程（海宁段） | 交投集团 | 1.77 | 0.10 | 1.20 | 0.47 |
| **合计** | -- | **36.89** | **6.08** | **13.78** | **10.47** |

资料来源：公司提供

（2）土地整理

公司土地整理业务由城投集团下属子公司海宁市土地开发有限公司（以下简称“土地开发公司”）负责，包括市区规划范围内的征地拆迁和土地整理工作。

海宁市土地收储中心与土地开发公司签订《海宁市市区一级土地开发项目委托协议》，委托其对海宁市城市规划控制区 55 平方公里（扣除经济开发区、马桥街道）进行土地一级开发，包括对上述范围内的土地征收、拆迁、安置和三通一平等工作。土地开发公司根据项目进度对土地实行滚动开发，前期土地整理的资金由土地开发公司负责，待土地整理完成后，土地开发公司将土地交由收储中心进行出让，海宁市财政局向土地开发公司支付土地整理包干费用（即土地整理收入），一般而言，费用在土地出让后的 3~6 个月内可以结清。

根据海政办发〔2017〕37 号文，自 2017 年 4 月 1 日起，海宁市区城市规划控制区内农村拆迁安置包干经费标准为 50 万元/亩。此外，对于老城区的土地整理项目，由于整理成本较高，海宁市财政局将公司实际整理成本返还给土地开发公司，土地开发公司将其确认为土地整理收入。

2018 年，公司完成土地整理 280 亩，出让土地 256 亩，实现土地整理收入 5.45 亿元。2019 年 1—3 月，公司完成土地整理 42 亩，出让土地 93 亩，实现土地整理收入 0.66 亿元。

表 6　土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

| 年度 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|
| 整理面积 | 336.00 | 280.00 | 42.00 |
| 整理支出 | 1.04 | 0.86 | 0.13 |
| 出让面积 | 599.00 | 256.00 | 93.00 |
| 土地整理收入 | 5.24 | 5.45 | 0.66 |

资料来源：公司提供

公司土地资源储备充足，未来完成整理和出让后可形成一定的土地整理收入。截至 2018 年底，公司存货中土地整理成本账面价值 65.57 亿元，2019 年全年公司计划对外出让土地 692 亩，公司将获得相应的土地整理收入，但土地实际出让情况易受当地经济景气度及土地出让市场行情等因素的影响。

总体看，公司作为海宁市城市规划控制区范围（扣除经济开发区、马桥街道）内唯一的土地开发整理主体，具有区域垄断优势。未来随着储备土地的逐步出让，公司将产生一定的土地整理收入。但同时联合资信关注到，公司土地出让情况受当地房地产市场以及政策环境影响较大，公司土地整理收入具有一定的波动性。

（3）房屋销售

公司房屋销售业务主要由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”）、海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮革城”）和钱江生化负责。

2018年和2019年1—3月，公司分别实现房屋销售收入22.46亿元和3.24亿元，毛利率分别为13.96%和-24.12%；其中2018年房屋销售收入同比下降7.24%，主要由于安置房和商业地产销售下降，受房屋销售价格低而成本逐渐增长影响，2019年1一季度毛利率为负。

**安置房销售**

公司安置房销售业务主要由城投集团负责。目前城投集团安置房建设运营工作主要由海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司（以下简称“旧改公司”）和海宁市城郊建设投资有限公司（以下简称“城郊公司”）负责，其中旧改公司主要负责海宁市区的旧城改造项目投资及房地产开发建设，城郊公司主要负责海宁城郊结合部的安置房开发建设任务。

城投集团每年按照海宁市政府的建设计划安排当年的安置房建设任务，安置房建设土地由公司通过摘牌获得，安置房销售价格实行分档计价，合理补偿。按照海宁市政府的有关规定，海宁市以货币补偿或房屋产权调换的方式对拆迁户进行安置，现主要以产权调换为主，安置销售对象为各拆迁区域的拆迁户。根据海政办发〔2014〕59号文，由城投集团承担的安置房项目，海宁市政府将根据公司运作情况择时批准一定比例的房屋进入市场销售，销售收入也可用于城市基础设施等项目建设。

表 7　安置房销售情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|
| 安置房开工面积 | 15.52 | 11.50 | -- |
| 安置房竣工面积 | 25.50 | 4.30 | -- |
| 安置房销售面积 | 21.26 | 10.27 | 4.90 |
| 安置房销售收入 | 8.79 | 5.81 | 2.01 |

资料来源：公司提供

安置房建设方面，2018 年公司新开工安置房 11.50 万平方米，竣工 4.30 万平方米。2018 年，公司安置房销售收入 5.81 亿元，主要来自于月亮湾景苑、江南世家一期和人民花苑项目，毛利率为-19.22%，较 2017 年大幅下降，主要由于当期安置房销售对象为农村征迁户，销售价格较低。2019 年 1—3 月，公司实现安置房销售收入 2.01 亿元，毛利率为-51.64%。公司该业务毛利率为负主要由于安置房建设成本逐年增加，而安置价格是根据安置政策确定，安置价格低于其建设成本。政府通常会对公司安置房业务进行补贴，2018 年公司获得安置房业务补助为 2.13 亿元（计入“其他收益”），能够弥补亏损。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司在建安置房项目进展及未来投资计划（单位：万元）

| 项目名称 | 建设期间 | 总投资 | 截至 2019 年 3 月底已投资 | 预计投资额 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2019 年 4—12 月 | 2020 年 | 2021 年 |
| 长田区块安置房 | 2012.10—2019.6 | 24996.00 | 24896.00 | 100.00 | -- | -- |
| 双凤二期安置房 | 2013.3—2019.6 | 102343.00 | 101029.00 | 1314.00 | -- | -- |
| 红纸坊安置房 | 2016.11—2019.8 | 15106.00 | 14920.00 | 186.00 | -- | -- |
| 怡景湾 | 2017.12—2020.1 | 105000.00 | 67166.00 | 32500.00 | 5334.00 | -- |
| 碌北里二期 | 2018.11—2021.12 | 85046.97 | 20500.00 | 7500.00 | 42500.00 | 14546.97 |
| **合计** | -- | **332491.97** | **228511.00** | **41600.00** | **47834.00** | **14546.97** |

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司主要在建安置房项目总投资为33.25亿元，已完成投资22.85亿元，2019—2021年分别投资4.16亿元、4.78亿元和1.45亿元。

公司目前主要的拟建安置房项目包括碌南区块公寓房、建材市场北和伊桥二期南区，总投资规模28.60亿元，预计2019投资13.60亿元。

总体看，公司主要在建及拟建安置房项目未来需投资规模较大，公司存在较大的筹资压力。

**商品房销售**

公司商品房销售业务主要由城投集团、钱江生化和海宁皮革城负责。跟踪期内，公司商品房销售收入主要来自城投集团剩余安置房的市场化销售收入。2018年和2019年1—3月，公司分别实现商品房销售收入9.28亿元和0.82亿元，毛利率分别为17.97%和31.72%。

公司在售的商品房有华府景苑，该项目位于市区塘南路南侧、碧云路西侧，目前已完工。截至 2019 年 3 月底，该楼盘剩余住房 247 套，预计可实现销售收入 2.50 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建商品房项目为荷园项目，该项目位于海宁大道北侧、康乐路东侧，总投资 1.25 亿元，建设周期为 2016—2019 年，设计建筑面积 71809.48 平方米。截至 2019 年 3 月底，荷园项目已完成投资 1.09 亿元。公司无拟建商品房项目。

公司商品房项目未来投资规模不大，商品房销售业务的可持续性较差。

**商业地产销售**

公司商业地产销售收入主要来自城投集团的安置房配套商铺销售、工人路商业中心一期出售和海宁皮革城的商铺销售，此外海宁市盐官景区综合开发有限公司（以下简称“盐官综合”）也有少量的安置房商铺出租。2018 年和 2019 年 1—3 月，公司商业地产分别确认收入 7.37 亿元和 0.41 亿元，毛利率分别为 35.01%和-0.47%。2018 年，该业务板块收入同比增加主要系工人路商业中心一期项目和海宁皮革城商铺销售增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司安置房配套商铺规划可销售面积为 114793.57 平方米，已确认收入面积为 46522.31 平方米。工人路商业中心一期项目总投资 19.49 亿元，截至 2019 年 3 月底，该项目已完工并实现销售，2018 年确认销售收入 2.97 亿元；工人路商业中心二期项目处于征迁阶段，预计 2019 年底开工建设，计划总投资 8 亿元。

截至2019年3月底，海宁皮革城主要销售的商铺包括海宁总部市场、总部商务楼、总部其他物业，并涵盖辽宁、江苏、河南、山东、湖北、重庆、四川和黑龙江等地的皮革城商铺，2018年，海宁皮革城商铺销售实现收入3.51亿元，毛利率59.57%。公司在建商铺为海宁时尚创业园项目，该项目计划投资8.60亿元，建设周期为3年，已投资3.74亿元，尚需投资4.86亿元。

总体看，跟踪期内，公司房屋销售收入有所下降，但仍为公司的主要收入来源，公司在建和拟建安置房及商业地产项目规模较大，未

来面临较大的资本支出压力。

（4）房屋租赁

公司的房屋租赁业务主要由海宁皮革城、城投集团负责。

海宁皮革城目前已经在海宁、辽宁佟二堡、江苏沭阳、河南新乡、四川成都等地建立了自己的物业基地，以租赁为主；城投集团出租的物业主要是工人路商业中心一期。截至2019年3月底，公司可出租全部物业面积总计158.33万平方米，其中海宁皮革城155.00万平方米，城投集团面积共计3.33万平方米。

2018年，公司实现房屋租赁收入6.89亿元，同比下降1.57%，主要系海宁皮革城出租价格下降所致，毛利率为46.77%。2019年1—3月，公司实现房屋租赁收入3.10亿元，毛利率为56.74%。

（5）商品销售

商品销售业务主要由海宁皮革城的子公司海宁中国皮革城进出口有限公司（以下简称“海宁皮革进出口”）和交投集团的子公司通程石油负责。

海宁皮革进出口负责海宁皮革城全部的进出口业务，商品主要包括家纺经编产品、服装、汽车灯泡和进口水貂皮等。商品销售业务分为自营和代理两种模式，其中，自营业务是海宁皮革进出口通过询盘、接单、与购买方签订《购货合同》之后，自行向工厂下单，安排生产，海宁皮革进出口收取买卖货物的价差。代理业务为海宁皮革进出口的主要收入来源，具体模式为生产企业与境外购买方签订《购货合同》后，委托海宁皮革进出口办理相关的进出口手续，并向海宁皮革进出口支付代理费。通程石油收入来源为加油站业务。

2018年，公司实现商品销售收入6.98亿元，同比增长93.81%，主要系通程石油新增石油销售收入所致，当期，商品销售毛利率为8.59%；2019年1—3月，公司实现商品销售收入1.05元，毛利率为9.69%。

（6）物业管理

公司的物业管理业务由海宁皮革城承担，主要是海宁皮革城的商铺形成的物业管理。

2018年，物业管理实现收入4.52亿元，同比下降5.04%，毛利率为62.88%；2019年1—3月，物业管理实现收入0.06亿元，受一季度物业管理收入较低影响，毛利率为-52.58%。

（7）生物制品

公司生物制品业务经营主体为钱江生化。钱江生化是国家重点高新技术企业、中国农药100强企业和国内规模最大的新型生物农药、兽药生产企业之一，生产销售产品主要包括生物农药、生物兽药以及生物医药中间体，具体为赤霉素（植物生长调节剂），阿维菌素（农用杀虫剂），井冈霉素（农用杀菌剂类产品），硫酸粘杆菌（兽药类产品）、黄霉素及兽药黄霉素预混剂等三十多个产品。

钱江生化采取以销定产的模式，生产成本主要包括淀粉、碎米等原材料及原煤等原料动力成本。产能利用率方面，2018年和2019年1—3月，赤霉素产能利用率分别为89.21%和95.33%，2018年下降主要系公司关停生产一个月所致，其他制药的产能利用率较低。

2018年和2019年1—3月，公司分别实现生物制品业务收入2.74亿元和0.47亿元，毛利率分别为13.59%和9.02%。

表9　近年钱江生化生产情况（单位：万吨、吨、%）

| 产　品 | 2017年 | | | 2018年 | | | 2019年1—3月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 产能 | 产量 | 利用率 | 产能 | 产量 | 利用率 | 产能 | 产量 | 利用率 |
| 井冈霉素（万吨） | 1.00 | 0.36 | 36.00 | 1.00 | 0.45 | 45.00 | 0.25 | 0.16 | 64.00 |
| 阿维菌素（吨） | 30.00 | 10.65 | 35.50 | 30.00 | 6.64 | 22.13 | 7.50 | 0.71 | 9.47 |
| 赤霉素（吨） | 150.00 | 167.68 | 111.79 | 150.00 | 133.81 | 89.21 | 37.50 | 35.75 | 95.33 |
| 硫酸粘菌素（吨） | 500.00 | 342.22 | 68.44 | 500.00 | 11.42 | 2.28 | 125.00 | -- | -- |

资料来源：公司提供

跟踪期内，受钱江生化车间停产一个月影响，生物制品业务收入有所下降；生物制品经营情况受需求端影响较大，未来发展具有一定不确定性。

（8）水务

公司水务业务包括自来水销售业务和污水处理业务，由子公司海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责。

2018年，公司实现水务收入5.30亿元，同比增长19.27%，主要系公司2017年污水处理收益以财政补贴形式获取，而2018年公司将污水处理收益调入收入核算所致，毛利率为-9.05%。2019年1—3月，公司实现水务收入0.92亿元。

**供水**

经海宁市政府批准同意，跟踪期内，水务集团所属的子公司海宁上塘水务有限公司（以下简称“上塘水务”）吸收合并海宁市第二水厂有限公司。水务集团自来水销售业务由子公司海宁钱塘水务有限公司（以下简称“钱塘水务”）和上塘水务负责。

截至2019年3月底，水务集团拥有2个自来水厂，日供水能力为60万立方米，供水管道总长8100公里，供水人口近百万，供水普及率市区以及农村地区均达到100%，供水区域覆盖海宁近700平方公里全部行政区域。

2018年，水务集团实现水费收入2.42亿元，同比下降23.33%，主要由于2017年的水表等销售计入该部分收入，2018年将其剔除所致；毛利率为14.73%。2019年1—3月，水务集团实现水费收入0.51亿元。

**污水处理**

公司污水处理业务主要由水务集团下属子公司海宁紫光水务有限责任公司（以下简称“紫光水务”）和海宁紫薇水务有限责任公司（以下简称“紫薇水务”）负责，主要承担海宁市污水设施的建设和污水收集、处理、运营管理等工作。

截至2019年3月底，水务集团拥有3座污水处理厂，日污水处理能力达36万立方米，污水管道总长1702公里。2018年，水务集团污水处理量为10686吨，管网建设232公里，覆盖海宁全部区域。

2018年，水务集团污水处理收入大幅增加至2.87亿元，毛利率为-29.11%；2019年1—3月，公司实现污水处理收入0.41亿元。

总体看，跟踪期内，受公司改变污水处理费确认方式影响，水务业务收入规模快速增长。

（9）燃气销售

公司燃气业务由城投集团的子公司海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“海宁燃气”）负责，主要负责城市供气管网与国家供气网络的城市主管网的建设运营以及海宁市管道天然气的供应。截至2019年3月底，公司燃气管道长度4.88千米。

公司燃气销售业务收入主要由天然气高压管道运输收入和天然气销售收入构成。根据浙江省物价局 2013 年价格批复，天然气高压管道运输进出气差价为 0.03 元/立方米，气源价格随上游供应商浙江省天然气开发有限公司燃气供应价变动进行调整。目前公司燃气业务上游供应商为浙江省天然气开发有限公司，下游客户主要为海宁新奥燃气发展有限公司（以下简称“新奥发展”）。结算方式方面，公司与上游供应商气款结算方式为每周结清，与下游客户气款结算方式为每月底 25 日结清当月气款。

2018 年，公司天然气供气量为 23281.40 万立方米，同比增长 47.06%，主要源于工业用气的增长。受此影响，跟踪期内公司燃气销售收入快速增加至 4.96 亿元。2018 年，公司燃气销售业务毛利率为 0.72%，同比小幅增加，主要系新奥发展根据供气情况给与的补贴服务费增加所致。2019 年 1—3 月，公司燃气销售收入为 1.56 亿元，毛利率为 0.27%，主要系补贴服务费一般于年底结算所致。

2018 年 9 月，根据海国资〔2018〕67 号文件，海宁市国资办同意将万通燃气 100%股权无偿划转至公司，目前该股权划转工作已完成。万通燃气持有海宁新奥燃气有限公司（其持有

新奥发展70%股权）15%股权。海宁新奥燃气有限公司在海宁市天然气终端供应市场具有垄断地位，运营情况稳定，预计划转完成后将发挥协同作用，并为公司贡献较为稳定的投资收益。

总体看，跟踪期内，燃气销售业务收入有所增加，公司获得万通燃气100%股权划入后，预计将会发挥一定的协同作用。

（10）其他业务

公司其他收入来源主要包括热电、酒店服务、给排水工程、景区收入、技术服务、汽车培训、广告宣传及废物清运等，是公司收入的重要补充部分。

2018年，公司实现其他业务收入合计11.01亿元，同比增长80.14%，主要系环保废物清运收入增长所致；2019年1—3月，公司上述业务实现收入2.92亿元。

3. 未来发展

公司作为海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，一方面，公司将持续发挥平台优势，部署国有资产运营工作，另一方面，公司将探索新型化经营道路，对海宁市的优质公司实现并购重组和上市，来增强企业活力和竞争力。

## 九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年和2019年一季度合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对其合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

从合并范围看，截至2019年3月底，公司合并范围内一级子公司共16家。2018年，公司合并范围内减少7家二级子公司，新增一家子公司，变动的子公司资产和所有者权益规模较小，对合并口径数据影响较小。

截至2018年底，公司资产总额804.35亿元，所有者权益371.86亿元（含少数股东权益59.58亿元）；2018年，公司实现营业收入70.41亿元，利润总额5.71亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额820.75亿元，所有者权益377.15亿元（含少数股东权益60.23亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入13.99亿元，利润总额2.82亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额804.35亿元，与2017年底持平，其中流动资产占48.05%，非流动资产占51.95%。

表10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科　目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年3月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 65.89 | 8.27 | 70.43 | 8.76 | 80.05 | 9.75 |
| 其他应收款 | 93.65 | 11.76 | 79.74 | 9.91 | 88.95 | 10.84 |
| 存货 | 214.51 | 26.94 | 207.23 | 25.76 | 205.02 | 24.98 |
| **流动资产** | **405.72** | **50.95** | **386.46** | **48.05** | **402.42** | **49.03** |
| 可供出售金融资产 | 49.59 | 6.23 | 45.97 | 5.72 | 45.97 | 5.60 |
| 长期股权投资 | 25.45 | 3.20 | 40.18 | 5.00 | 37.58 | 4.58 |
| 投资性房地产 | 70.27 | 8.82 | 74.59 | 9.27 | 71.27 | 8.68 |
| 固定资产 | 67.28 | 8.45 | 107.99 | 13.43 | 98.04 | 11.95 |
| 在建工程 | 125.99 | 15.82 | 67.41 | 8.38 | 82.17 | 10.01 |
| 其他非流动资产 | 19.13 | 2.40 | 44.20 | 5.50 | 44.20 | 5.39 |
| **非流动资产** | **390.60** | **49.05** | **417.89** | **51.95** | **418.33** | **50.97** |
| **资产总额** | **796.32** | **100.00** | **804.35** | **100.00** | **820.75** | **100.00** |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

**流动资产**

2018 年底，公司流动资产为 386.46 亿元，同比下降 4.75%，主要系其他应收款和存货下降所致；流动资产主要由货币资金（占 18.22%）、其他应收款（占 20.63%）和存货（占 53.62%）构成。

2018 年，公司货币资金为 70.43 亿元，同比增长 6.89%；货币资金主要由银行存款（占 92.29%）和其他货币资金（占 7.70%）构成。其他货币资金主要是保证金和结构性存款，为受限资金，受限金额 5.42 亿元，规模较小。

其他应收款主要为往来款，2018 年，公司其他应收款为 79.74 亿元，同比下降 14.85%，主要系公司收回部分往来款所致。2018 年底，公司其他应收款前五名合计占 62.21%，主要是公司对海宁市财政局和海宁市土地收储中心等部门的款项，回收风险较低。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中 1 年以内的占 49.75%，1—2 年的占 23.72%，2—3 年的占 11.88%，3 年以上的占 14.65%。

表 11　2018 年底公司其他应收款前 5 名

（单位：亿元、%）

| 单位名称 | 款项性质 | 账面余额 | 占其他应收款比例 |
|---|---|---|---|
| 海宁市财政局 | 往来款 | 24.87 | 30.86 |
| 海宁市土地收储中心 | 往来款 | 11.51 | 14.28 |
| 海宁市文化旅游科技有限公司 | 往来款 | 5.50 | 6.82 |
| 海宁盐官旅游度假区管理委员会 | 往来款 | 4.41 | 5.47 |
| 杭州至海宁城际铁路建设指挥部 | 往来款 | 3.85 | 4.78 |
| **合计** | -- | **50.14** | **62.21** |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年底，公司存货为 207.23 亿元，同比下降 3.39%，主要由开发成本（占 65.32%）和开发产品（占 32.61%）构成，其中开发成本主要为土地整理、安置房、商品房和商业地产建设成本，开发产品为部分安置房建设成本。存货中开发成本有 28.14 亿元用于抵押借款。

**非流动资产**

2018 年底，公司非流动资产合计为 417.89 亿元，同比增长 6.99%，主要来自其他非流动资产的增长；非流动资产中可供出售金融资产占 11.00%、长期股权投资占 9.61%、投资性房地产占 17.85%、固定资产占 25.84%、在建工程占 16.13%、其他非流动资产占 10.58%。

2018 年底，公司可供出售金融资产为 45.97 亿元，同比下降 7.30%，主要由于水务集团向嘉兴市原水投资有限公司委派了董事成员，公司对嘉兴市原水投资有限公司的核算方法转为权益法核算。

2018 年底，公司长期股权投资为 40.18 亿元，同比增长 57.90%，主要由于对海宁盐官古城旅游股份有限公司、浙江海宁鹃湖科技城开发投资有限责任公司和嘉兴市原水投资有限公司等联营企业追加投资；长期股权投资主要是公司对联营企业的投资。

2018 年底，公司投资性房地产为 74.59 亿元，同比增长 6.14%，主要是海宁皮革城的对外出租商铺，其中受限部分为 1.37 亿元，用于抵押借款。

2018 年底，公司固定资产为 107.99 亿元，同比增长 60.51%，主要系基础设施建设和公路等资产由在建工程转入固定资产以及增加了长水塘湿地工程和泰山港湿地工程[1]所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 19.61%）、城建市政及公路资产（占 52.90%）和管网资产（占 12.22%）构成，其中受限部分为 5.84 亿元，用于抵押借款。

2018 年底，公司在建工程为 67.41 亿元，同比下降 46.50%，主要系公司道路和城市基础建设工程转入固定资产所致；在建工程主要由城市基础建设工程（占 32.16%）、道路整修工程（占 34.89%）和城市防洪工程（占 18.05%）

[1] 系水务集团净水业务的项目

构成，其中受限部分金额为 0.74 亿元，用于抵押借款。

2018 年底，公司其他非流动资产为 44.20 亿元，同比增长 131.00%，主要由于浙江大学国际校区完工，公司将其作为教育园区资产结转至其他非流动资产。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 820.75 亿元，较 2018 年底增长 2.04%，其中流动资产占 49.03%，非流动资产占 50.97%。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 43.09 亿元，包括质押金和保证金 5.42 亿元、应收票据质押 0.04 亿元、存货抵押 28.14 亿元、投资性房地产抵押 1.37 亿元、固定资产抵押 5.84 亿元、无形资产抵押 1.54 亿元、在建工程抵押 0.74 亿元。

跟踪期内，公司资产规模小幅增长；资产中存货和其他应收款占比高，对公司资金形成较大占用；非流动资产中投资性房地产、固定资产和在建工程占比较大。总体看，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

**所有者权益**

2018 年底，公司所有者权益为 371.86 亿元，同比增长 7.99%，主要系资本公积增长所致；所有者权益主要由实收资本（占 5.38%）、资本公积（占 64.91%）、未分配利润（占 11.66%）和少数股东权益（占 16.02%）构成。

2018 年底，公司实收资本为 20.00 亿元，与 2017 年底持平；资本公积为 241.39 亿元，同比增长 9.19%，主要来自财政拨款 10.35 亿元、资产划转 0.23 亿元、股权划转 0.16 亿元、置换债转入 12.98 亿元和其他划转 2.80 亿元。

2019 年 3 月底，公司所有者权益为 377.15 亿元，较 2018 年底增长 1.18%。

跟踪期内，受海宁市置换债转入和财政拨款影响，公司所有者权益持续增长，以资本公积为主，稳定性较好。

**负债**

2018 年底，公司负债总额为 432.49 亿元，同比下降 4.31%，其中流动负债占 42.89%，非流动负债占 57.11%。

2018 年底，公司流动负债为 185.50 亿元，同比增长 1.70%，主要由短期借款（占 9.76%）、应付账款（占 10.35%）、预收款项（占 10.79%）、其他应付款（占 33.20%）、一年内到期的非流动负债（占 18.10%）和其他流动负债（占 12.62%）构成。

2018 年底，公司短期借款为 18.11 亿元，同比增长 151.65%；短期借款由信用借款（占 48.08%）、抵押借款（占 12.00%）和保证借款（占 39.92%）构成。

2018 年底，公司应付账款为 19.20 亿元，同比下降 38.73%，主要系公司结算工程款所致。

2018 年底，公司预收款项为 20.02 亿元，同比下降 6.96%，主要系海宁皮革城商铺租金和房地产项目预缴定金下降所致。

2018 年底，公司其他应付款为 61.58 亿元，同比下降 2.90%，主要由单位往来款构成。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 33.58 亿元，同比下降 7.00%，由一年内到期的长期借款（占 29.27%）、一年内到期的应付债券（占 68.46%）和一年内到期的融资租赁借款（占 2.27%）构成。

2018 年底，公司其他流动负债为 23.40 亿元，同比增长 67.31%，主要系公司发行“18 海宁 SCP001”、“18 海宁城投 CP001”、“18 海宁城投 CP002”和“18 海宁城投 CP003”所致。

2018 年底，公司非流动负债为 246.99 亿元，同比下降 8.38%，主要系应付债券和长期应付款减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 29.30%）、应付债券（占 46.21%）和长期应付款（占 16.65%）构成。

2018 年底，公司长期借款为 72.36 亿元，同比增长 4.44%，主要由保证借款和质押借款构成。

2018 年底，公司应付债券为 114.13 亿元，同比下降 11.33%，主要系公司将“14 海宁资产 MTN001”、“14 海宁国资 PPN001”、“15 海宁城投 PPN001”转到一年内到期的非流动负债所致。

2018 年底，公司长期应付款为 41.11 亿元，同比下降 18.04%，主要由于部分置换债券调整至资本公积；长期应付款主要由转贷的政府置换债券构成，本次报告将长期应付款计入有息债务核算。

2019 年 3 月底，公司负债总额为 443.60 亿元，较 2018 年底增长 2.57%，其中流动负债占 40.74%，非流动负债占 59.26%；其他流动负债为 35.54 亿元，较 2018 年底增长 51.87%，主要由于公司发行超短期融资券“19 海宁资产 SCP001”所致。

有息债务方面，2018 年底，公司有息债务同比小幅下降至 299.78 亿元，其中短期债务占 24.08%，长期债务占 75.92%；2019 年 3 月底，公司有息债务为 322.60 亿元，较 2018 年底增长 7.61%，其中短期债务占 20.50%，长期债务占 79.50%。公司债务结构以长期债务为主。

表 12 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 短期债务 | 53.11 | 72.17 |
| 长期债务 | 248.16 | 227.60 |
| 全部债务 | 301.27 | 299.78 |
| 资产负债率 | 56.76 | 53.77 |
| 全部债务资本化比率 | 45.91 | 44.63 |
| 长期债务资本化比率 | 41.88 | 37.97 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

债务指标方面，2018 年底，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 53.77%、44.63%和 37.97%，分别同比下降 2.99 个、1.28 个和 3.91 个百分点；2019 年 3 月底，上述指标分别为 54.05%、46.10%和 40.47%，较上年底有所提高。

有息债务到期分布方面，2019—2021 年，公司需偿还的有息债务（含永续债 5.97 亿元）分别为 72.17 亿元、38.39 亿元和 194.85 亿元。

总体看，跟踪期内，公司全部债务略有下降，债务负担一般，但短期债务规模快速增长，未来面临一定的集中兑付压力。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 70.41 亿元，同比增长 9.37%，主要系商品销售、燃气收入和环保废物清运收入增长所致；同期，公司营业成本为 56.72 亿元，同比增长 6.44%，营业利润率为 16.90%，同比增加 3.55 个百分点。

期间费用方面，2018 年公司期间费用为 17.51 亿元，同比增长 22.56%，主要系财务费用增长所致，期间费用率为 24.88%。

2018 年，公司营业利润和利润总额分别为 7.87 亿元和 5.71 亿元；非经常性损益主要来自投资收益和其他收益，其中投资收益主要是长期股权投资收益，其他收益为政府补助。2018 年投资收益和其他收益分别为 3.50 亿元和 10.65 亿元，对利润总额的贡献较大。从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.72%和 0.98%，总资本收益率同比下降 0.34 个百分点，净资产收益率同比增加 0.03 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 13.99 亿元，相当于 2018 年全年营业总收入的 19.87%，实现利润总额 2.82 亿元；同期，公司营业利润率为 9.20%，较 2018 年下降 7.70 个百分点。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 营业总收入 | 64.38 | 70.41 |
| 营业成本 | 53.29 | 56.72 |
| 投资收益 | 3.16 | 3.50 |
| 其他收益 | 15.84 | 10.65 |
| 营业利润 | 12.71 | 7.87 |
| 营业外收入 | 0.21 | 0.11 |
| 利润总额 | 5.09 | 5.71 |
| 营业利润率 | 13.35 | 16.90 |

| | | |
|---|---|---|
| 总资本收益率 | 2.06 | 1.72 |
| 净资产收益率 | 0.95 | 0.98 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理.

跟踪期内，受商品销售和燃气收入增长影响，公司整体营业收入有所上升；公司利润对政府补助和投资收益依赖大，整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 387.40 亿元，同比增长 21.39%，其中收到其他与经营活动有关的现金流 317.27 亿元，同比增长 30.33%，主要系公司收到的投标保证金和购房订金增长所致；2018 年，公司现金收入比为 98.42%，较 2017 年下降 17.66 个百分点，收入实现质量有所下降。2018 年，公司经营活动现金流出 360.21 亿元，同比增长 33.27%，其中支付其他与经营活动有关的现金为 300.23 亿元，同比增长 41.74%，主要系公司归还的投标保证金和购房订金增加所致。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 27.18 亿元。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 75.04 亿元，同比下降 10.33%，其中收回投资收到的现金为 49.61 亿元，同比下降 29.47%，主要是公司赎回的理财产品；收到其他与投资活动有关的现金为 23.72 亿元，同比增长 56.00%，主要是公司收回资金拆借款；公司投资活动现金流出为 99.67 亿元，同比下降 15.56%，主要是公司购买理财产品的投资支出。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-24.64 亿元。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 319.14 | 387.40 |
| 经营活动现金流出量 | 270.39 | 360.21 |
| 经营活动现金流量净额 | 48.85 | 27.18 |
| 现金收入比 | 116.08 | 98.42 |
| 投资活动现金流量净额 | -34.36 | -24.64 |
| 筹资活动现金流量净额 | -13.73 | 1.60 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 96.32 亿元，同比增长 8.16%，其中公司取得借款收到的现金为 88.21 亿元，同比增长 114.85%；同期，公司筹资活动现金流出 94.72 亿元，同比下降 7.84%，主要为公司偿还本息。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 1.60 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-2.08 亿元，投资活动现金流量净额为-6.17 亿元，筹资活动现金流量净额为 22.01 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量净额有所下降，投资活动持续净流出，随着未来在建和拟建项目投入增加，公司面临较大的对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 208.34%和 96.62%，分别较 2017 年底下降 14.10 和 8.21 个百分点。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别增长至 222.67%和 109.23%，较 2018 年底分别增长 14.33 和 12.61 个百分点。2018 年底和 2019 年 3 月底，公司现金类资产分别为 70.84 亿元和 80.05 亿元，为同期短期债务的 0.98 倍和 1.21 倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 25.61 亿元，同比增长 24.21%；全部债务/EBITDA 为 11.71 倍；EBITDA 利息倍数为 1.59 倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 162.79 亿元，担保比率为 43.78%，目前被担保企业主要为海宁市地方性国企（见附件 4），均未设置反担保措施，但由于对外担保规模较大，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得授信额度 104.17 亿元，尚未使用额度 54.22 亿元。公

司间接融资渠道畅通。

考虑到公司是海宁市重要的基础设施建设和资产运营平台，受到海宁市政府在债务置换、资金资产注入和股权划转方面的大力支持。综合来看，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额为 240.28 亿元，较 2018 年底增长 4.03%。其中流动资产占 40.40%，非流动资产占 59.60%。从构成上看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资和其他非流动资产构成。

截至 2019 年 3 月底，母公司所有者权益为 95.52 亿元，较 2018 年底保持稳定。其中，资本公积占 68.25%，实收资本占 20.94%。母公司所有者权益较为稳定。

截至 2019 年 3 月底，母公司负债总额为 144.76 亿元，较 2018 年底增长 6.86%，主要由非流动负债构成。其中非流动负债主要由应付债券和长期借款构成。2019 年 3 月底，母公司资产负债率为 60.25%，负债水平较高。

2018 年，母公司未实现营业收入和营业成本，净利润为 1.33 亿元。

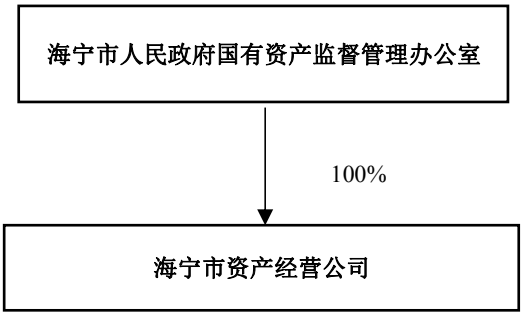
## 十、存续债券保障能力分析

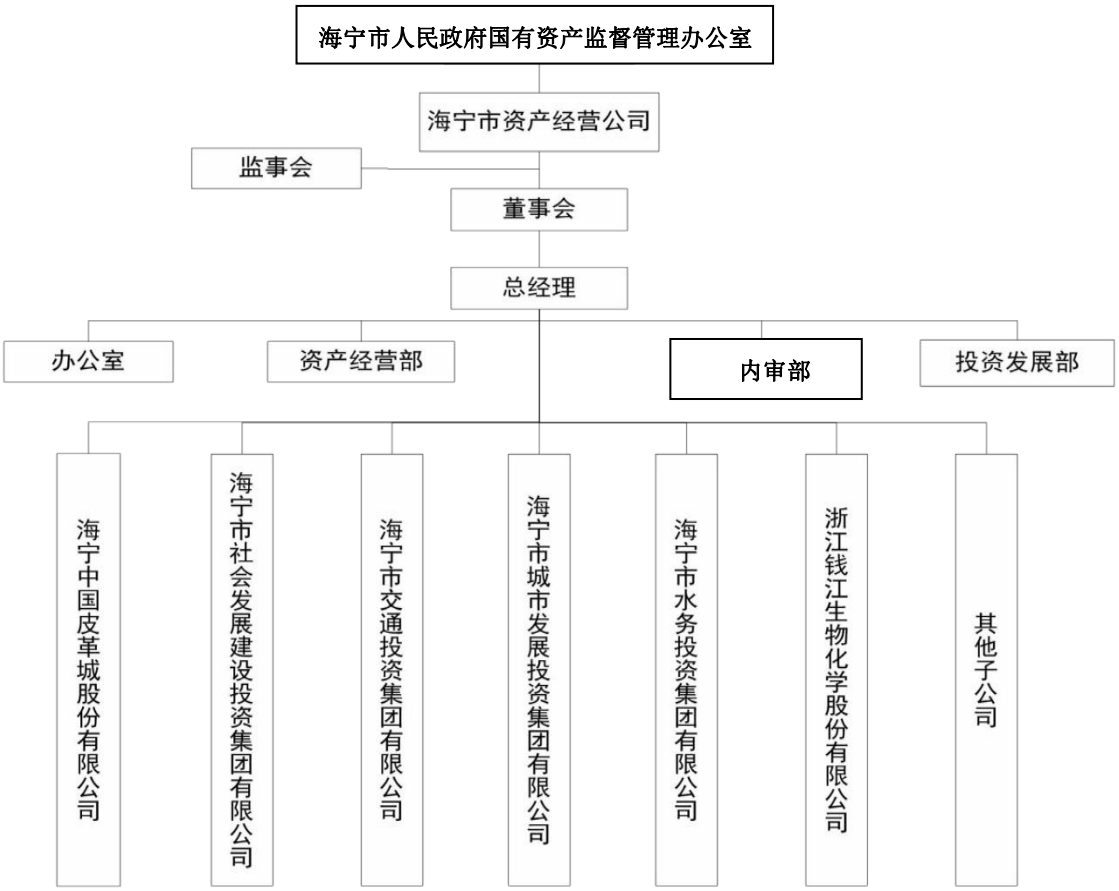
截至评级报告出具日，由联合资信所评“14海宁资产MTN001”债券余额10亿元，将于2019年9月24日到期。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和现金类资产分别为25.61亿元、387.40亿元、27.18亿元和70.84亿元，分别是“14海宁资产MTN001”债券余额10亿元的2.56倍、38.74倍、2.72倍和7.08倍，对债券余额的覆盖能力强。

## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA$^{+}$，“14海宁资产MTN001”的信用等级AA$^{+}$，评级展望为稳定。

# 附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



# 附件 2 截至 2019 年 3 月底公司一级子公司情况

| 企业名称 | 注册资本（万元） | 主营业务 | 持股比例（%） |
|---|---|---|---|
| 海宁市城市发展投资集团有限公司 | 200000.00 | 城市基础设施投资开发、安置房建设及销售、商品房及商业房地产销售 | 100.00 |
| 海宁市交通投资集团有限公司 | 78000.00 | 交通基础设施投资开发 | 100.00 |
| 海宁市水务投资集团有限公司 | 94920.96 | 水务类项目投资开发 | 100.00 |
| 海宁中国皮革城股份有限公司 | 128274.50 | 市场开发建设经营管理 | 33.76 |
| 浙江钱江生物化学股份有限公司 | 30140.21 | 生物农药生产 | 33.30 |
| 海宁市水利建设投资开发有限责任公司 | 14781.20 | 水利设施投资 | 100.00 |
| 海宁市盐官景区综合开发有限公司 | 93500.00 | 基础设施建设 | 100.00 |
| 海宁市九方机动车驾驶员培训学校 | 328.00 | 机动车驾驶员培训 | 100.00 |
| 海宁市广联信息网络有限责任公司 | 300.00 | 光纤网络综合开发应用等 | 100.00 |
| 海宁市越剧团有限公司 | 200.00 | 文艺表演团体 | 70.00 |
| 海宁市金融投资有限公司 | 5000.00 | 投资经营 | 100.00 |
| 海宁市基础设施投资基金有限公司 | 150000.00 | 基础设施项目的投资；实业的投资以及投资管理 | 60.00 |
| 浙江金海洲建设开发有限公司 | 17000.00 | 建筑工程施工；房地产经营；物业管理；投资咨询（不含证券、期货） | 58.82 |
| 海宁市产业投资有限公司 | 200000.00 | 股权投资、投资管理、投资咨询 | 70.00 |
| 海宁市市委党校培训咨询有限公司 | 5.00 | 海宁市委委托承接市内外各类干部培训及咨询服务 | 100.00 |
| 海宁市弄潮儿股权投资合伙企业（有限合伙） | 10060.36 | 股权投资、实业投资、创业投资、投资管理、资产管理、投资咨询等业务 | 48.48 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

# 附件3 主要财务数据及指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 66.89 | 66.25 | 70.84 | 80.05 |
| 资产总额(亿元) | 769.80 | 796.32 | 804.35 | 820.75 |
| 所有者权益(亿元) | 326.41 | 344.35 | 371.86 | 377.15 |
| 短期债务(亿元) | 53.27 | 53.11 | 72.17 | 66.15 |
| 长期债务(亿元) | 254.59 | 248.16 | 227.60 | 256.45 |
| 全部债务(亿元) | 307.86 | 301.27 | 299.78 | 322.60 |
| 营业总收入(亿元) | 49.73 | 64.38 | 70.41 | 13.99 |
| 利润总额(亿元) | 10.38 | 5.09 | 5.71 | 2.82 |
| EBITDA(亿元) | 27.15 | 20.62 | 25.61 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 9.68 | 48.85 | 27.18 | -2.08 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 13.30 | 18.23 | 19.40 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.17 | 0.24 | 0.27 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.07 | 0.08 | 0.09 | -- |
| 现金收入比(%) | 103.53 | 116.08 | 98.42 | 79.82 |
| 营业利润率(%) | 22.94 | 13.35 | 16.90 | 9.20 |
| 总资本收益率(%) | 2.93 | 2.06 | 1.72 | -- |
| 净资产收益率(%) | 2.47 | 0.95 | 0.98 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 43.82 | 41.88 | 37.97 | 40.47 |
| 全部债务资本化比率(%) | 47.29 | 45.91 | 44.63 | 46.10 |
| 资产负债率(%) | 57.60 | 56.76 | 53.77 | 54.05 |
| 流动比率(%) | 256.28 | 222.44 | 208.34 | 222.67 |
| 速动比率(%) | 124.02 | 104.83 | 96.62 | 109.23 |
| 经营现金流动负债比(%) | 5.66 | 26.78 | 14.66 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 10.79 | 14.18 | 11.71 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.92 | 1.30 | 1.59 | -- |

注：已将其他流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算

# 附件 4 截至 2018 年底公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保单位 | 担保借款金额 | 借款到期日 |
|---|---|---|
| 财经学院东方学院长安校区 | 6,000.00 | 2020-4-8 |
| 海宁市环西城镇化开发建设有限公司 | 4,800.00 | 2019-4-19 |
| 海宁连杭发展集团有限公司 | 15,000.00 | 2020-4-24 |
| 海宁连杭科教新城开发有限公司 | 35,700.00 | 2021-12-31 |
| 海宁连杭现代服务业综合开发有限公司 | 13,000.00 | 2019-12-22 |
| 海宁临杭水利建设开发有限公司 | 10,000.00 | 2019-1-3 |
| 海宁市城南新市镇开发有限公司 | 18,000.00 | 2019-11-8 |
| 海宁市鼎青绿化投资有限公司 | 5,000.00 | 2019-2-5 |
| 海宁市海洲街道资产经营中心 | 6,900.00 | 2019-8-3 |
| 海宁市尖山新区开发有限公司 | 20,000.00 | 2021-1-28 |
| 海宁市尖山新区开发有限公司 | 30,000.00 | 2021-1-29 |
| 海宁市尖山新区开发有限公司 | 70,000.00 | 2025-9-9 |
| 海宁市尖山新区开发有限公司 | 70,000.00 | 2025-11-15 |
| 海宁市临杭新市镇开发建设有限公司 | 13,125.00 | 2019-9-25 |
| 海宁市钱江兴业投资开发有限公司 | 4,000.00 | 2020-3-14 |
| 海宁市钱江兴业投资开发有限公司 | 9,000.00 | 2021-9-1 |
| 海宁市钱江兴业投资开发有限公司 | 7,000.00 | 2026-9-29 |
| 海宁市钱塘新农村开发有限公司 | 7,000.00 | 2019-1-9 |
| 海宁市钱塘新农村开发有限公司 | 11,600.00 | 2022-1-7 |
| 海宁市钱塘新农村开发有限公司 | 5,000.00 | 2022-2-10 |
| 海宁市人民医院 | 9,000.00 | 2019-1-31 |
| 海宁市人民医院 | 3,800.00 | 2021-1-1 |
| 海宁市铁北新城有机更新有限公司 | 42,370.00 | 2019-7-25 |
| 海宁市文化旅游科技有限公司 | 20,000.00 | 2019-12-21 |

| | | |
|---|---|---|
| 海宁市文化旅游科技有限公司 | 30,000.00 | 2020-3-17 |
| 海宁市文化旅游科技有限公司 | 25,000.00 | 2022-12-20 |
| 海宁市斜桥文化产业发展有限公司 | 27,710.00 | 2020-1-2 |
| 海宁市斜桥新市镇建设有限公司 | 12,600.00 | 2020-7-28 |
| 海宁市新市镇开发建设有限公司 | 274,252.06 | 2026-10 |
| 海宁市许村新市镇投资开发有限公司 | 20,000.00 | 2021-1-21 |
| 海宁市许村新市镇投资开发有限公司 | 20,000.00 | 2021-1-21 |
| 海宁市盐仓综合开发有限公司 | 25,000.00 | 2020-9 |
| 海宁市永青绿化投资有限公司 | 4,000.00 | 2019-6-8 |
| 海宁市永青绿化投资有限公司 | 12,000.00 | 2019-12-26 |
| 海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司 | 17,000.00 | 2019-3-31 |
| 海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司 | 19,000.00 | 2021-10-10 |
| 海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司 | 15,000.00 | 2021-12-15 |
| 海宁市长安古镇小城市建设有限公司 | 25,000.00 | 2021-3-8 |
| 浙江海宁经编产业园区开发有限公司 | 5,000.00 | 2019-6-29 |
| 浙江海宁经编产业园区开发有限公司 | 7,955.00 | 2022-5-25 |
| 浙江海宁经编产业园区开发有限公司 | 790.00 | 2022-5-25 |
| 浙江海宁经编产业园区开发有限公司 | 10,000.00 | 2022-11-1 |
| 浙江海宁经编产业园区开发有限公司 | 22,709.00 | 2022-11-25 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 5,600.00 | 2019-1-13 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 3,900.00 | 2020-9-25 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 17,333.00 | 2021-1-21 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 8,667.00 | 2021-1-21 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 20,000.00 | 2023-11-9 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 28,000.00 | 2023-3-25 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 8,000.00 | 2024-8-2 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 14,500.00 | 2024-8-2 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 17,500.00 | 2024-8-2 |

| | | |
|---|---|---|
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 10,000.00 | 2024-8-2 |
| 浙江钱江潮旅游开发有限公司 | 6,300.00 | 2025-4-10 |
| 浙江钱江湾区投资开发有限公司 | 8,000.00 | 2019-3-5 |
| 浙江钱塘江投资开发有限公司 | 6,873.10 | 2019-12-12 |
| 浙江钱塘江投资开发有限公司 | 21,000.00 | 2019-12-13 |
| 浙江钱塘江投资开发有限公司 | 10,000.00 | 2020-9-1 |
| 海宁市临杭新区建设投资有限公司 | 20,948.00 | 2022-4-14 |
| 海宁市斜桥文化产业发展有限公司 | 20,000.00 | 2022-12-5 |
| 海宁市钱塘新农村开发有限公司 | 20,000.00 | 2022-12-5 |
| 海宁市临杭新市镇开发建设有限公司 | 20,000.00 | 2025-12-27 |
| 海宁市尖山新区开发有限公司 | 10,000.00 | 2020-3-26 |
| 海宁市钱江兴业投资开发有限公司 | 17,400.00 | 2022-10-13 |
| 海宁仰山实业集团有限公司[注 1] | 120,000.00 | 2032-3-16 |
| 海宁市旧区有机更新开发有限公司 | 15,000.00 | 2033-12-20 |
| 海宁中通石油有限公司 | 16,479.33 | 2019-12-31 |
| 海宁市旧区有机更新开发有限公司 | 38,800.00 | 2034-9-19 |
| 以按揭方式购房的业主 | 34,358.96 | 房贷日至权证办妥前、办理正式抵押后 |
| 购置商铺及住宅的业主 | 21,839.95 | 房贷日至权证办妥前、办理正式抵押后 |
| 海宁皮革城市场经营户等 | 58,057.86 | -- |
| 海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司 | 20,000.00 | 2023-4-7 |
| **合计** | **1,627,868.26** | **--** |

资料来源：公司审计报告

# 附件 5　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%<br>（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 6-1　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 6-2　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 6-3　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 |