

信用等级公告

联合[2018] 2748 号

联合资信评估有限公司通过对海宁市尖山新区开发有限公司及其拟发行的 2018 年度第二期公司债券进行综合分析和评估，确定海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用等级为 AA，2018 年度第二期公司债券信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十月十七日



海宁市尖山新区开发有限公司

2018 年度第二期公司债券信用评级报告

评级结果:

发行人主体长期信用等级: AA
担保方主体长期信用等级: AA⁺
本期债券信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 7 亿元
本期债券期限: 7 年
偿还方式: 按年付息, 分期还本
募集资金用途: 用于海宁国际装备制造产业园
项目建设以及补充营运资金

评级时间: 2018 年 10 月 17 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	6.31	7.06	4.21
资产总额(亿元)	110.03	113.66	122.06
所有者权益(亿元)	62.00	62.95	65.12
短期债务(亿元)	14.63	6.55	11.03
长期债务(亿元)	31.99	42.34	38.84
全部债务(亿元)	46.62	48.89	49.87
营业收入(亿元)	4.29	2.83	4.18
利润总额(亿元)	1.24	0.95	1.72
EBITDA(亿元)	1.35	1.10	1.92
经营性净现金流(亿元)	-4.59	1.82	-0.10
营业利润率(%)	2.84	6.97	14.57
净资产收益率(%)	1.99	1.50	2.65
资产负债率(%)	43.65	44.62	46.65
全部债务资本化比率(%)	42.92	43.72	43.37
流动比率(%)	532.63	1090.13	514.39
经营现金流流动负债比(%)	-29.35	23.44	-0.59
全部债务/EBITDA(倍)	34.60	44.26	25.97
EBITDA 利息倍数	0.43	0.34	0.59

注: 其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务核算。

分析师

崔俊凯 马颖

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

海宁市尖山新区开发有限公司(以下简称“公司”)是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体。近年来,海宁市经济持续发展,海宁市政府在财政补贴和政府债务置换等方面给公司提供了有力支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司存货及在建工程占比较高,资产流动性较弱,自身盈利能力弱,利润对财政补贴依赖性强等因素可能对公司信用状况造成不利影响。

公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体,具有明显的区域垄断性,未来随着海宁经济开发区及尖山新区基础设施建设工程的持续推进,公司资产和收入规模有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置本金分期偿还条款,一定程度上缓解了本期债券未来的集中偿付压力;同时,海宁市资产经营公司(以下简称“海宁资产”)为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,经联合资信评定,海宁资产的主体长期信用等级为 AA⁺,担保实力很强,其担保有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来,海宁市经济稳步发展,为公司提供了良好的外部环境。
2. 近年来,公司在政府债务置换和财政补贴等方面持续获得海宁市政府的有力支持。
3. 本期债券设置了本金分期偿付条款,有效降低了本期债券的集中偿付压力。海宁资

产为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司利润总额对财政补贴依赖性高，整体盈利能力弱。
2. 公司存货及在建工程占比较高，变现能力较差，资产流动性较弱，且仍有部分完工但尚未移交的受托代建工程，整体资产质量一般。
3. 募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性。
4. 公司存在短期支付压力。
5. 公司对外担保规模较大，且无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

海宁市尖山新区开发有限公司

2018 年度第二期公司债券信用评级报告

一、主体概况

海宁市尖山新区开发有限公司原名为海宁市尖山治江围垦开发有限公司，是由海宁市人民政府《关于同意建办海宁尖山治江围垦开发有限公司的批复》（海政发【1998】112号）批准组建的国有独资公司，股东为海宁市治江围垦管理委员会，初始注册资本1.50亿元。2005年6月，根据《企业名称变更核准通知书》（（海工商）名称变核内【2005】第038248号），公司名称变更为现用名。经多次股权变更，截至2017年底，公司注册资本及实收资本均为3.66亿元，其中海宁市财政局持股58.55%，海宁市资产经营公司（海宁市国有资产监督管理局下属独资公司¹）持股41.45%，海宁市财政局为公司实际控制人，其委托海宁市尖山新区管理委员会对公司进行代管。

公司经营范围：尖山段滩涂治江围垦、涂地开发、投资开发；房地产开发经营（凭有效资质证书经营）。

截至2017年底，公司本部内设办公室、计划财务科、投资发展科、工程管理科和资产管理科5个职能部门；合并范围内子公司4家。

截至2017年底，公司资产总额122.06亿元，所有者权益65.12亿元（含少数股东权益0.50亿元）。2017年，公司实现营业收入4.18亿元，利润总额1.72亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市尖山围垦区；
法定代表人：王云开。

¹ 根据海宁市资产经营公司2017年9月19日在中国货币网发布的《海宁市资产经营公司控股股东及实际控制人变更公告》，海宁市人民政府将市政府国有资产监督机构由海宁市财政局调整为海宁市服务业发展局，海宁市服务业发展局增挂海宁市国有资产监督管理局（以下简称“海宁市国资局”）牌子，海宁市国资局代表海宁市人民政府行使公司国有资产出资人的职责，公司股东海宁市资产经营公司的实际控制人变更为海宁市国资局。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司于2018年3月注册额度为14亿元的公司债券，2018年9月发行第一期公司债券“18海宁新区债01/18尖山01”，规模为7亿元，利率为6.98%；2018年度第二期公司债券（以下简称“本期债券”）计划发行7亿元，期限7年。本期债券采用固定利率，按年付息，在债券存续期内的第3-7年每年还本20%。

本期债券由海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金额度及用途

本期债券拟募集资金规模7.00亿元，其中4.20亿元用于海宁国际装备制造产业园项目（以下简称“募投项目”），2.80亿元用于补充营运资金，具体情况如下表：

表1 本期债券募集资金投资项目情况

（单位：亿元、%）

资金用途	总投资	募集资金使用额度	占项目总投资比
海宁国际装备制造产业园项目	17.69	4.20	23.74
补充营运资金	--	2.80	--
合计	17.69	7.00	--

资料来源：公司提供

（1）募投项目概况

根据浙江和诚房地产估价有限公司出具的《海宁国际装备制造产业园项目可行性研究报告》，海宁国际装备制造产业园项目位于海宁经济开发区漕河泾分区，东至漕河泾路、南至长山河路、西至杭平申航道、北至盐湖公路，总体规划面积约700亩，规划建设装备产业园、电子产业园、生活配套服务区及物流园区。项目总

建筑面积约为514592平方米，其中重装备产业园厂房建筑面积228310平方米、电子产业园厂房建筑面积120314平方米、物流产业园库房建筑面积140000平方米、园区配套服务用房建筑面积约为25968平方米，同步建设道路、绿化、市政管网、消防设施、铺装等基础设施工程。

项目总投资额为17.69亿元，拟使用“18海

宁新区债01/18尖山01”及本期债券募集资金合计8.40亿元，其余项目建设资金依靠公司自有资金或银行贷款解决。

(2) 项目批复

本期债券募投项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如表2所示：

表2 海宁国际装备制造产业园项目审批情况

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2015-02-13	海宁市规划局	关于海宁国际装备制造产业园建设选址意见书	选字第33068321500013
2015-04-01	海宁市建筑业管理局	关于海宁国际装备制造产业园节能审查意见书	浙建节3396830683201500132号
2015-04-15	中共海宁市委维护稳定工作领导小组办公室	关于社会稳定风险评估报告提出的社会稳定风险结论和防控措施	--
2016-06-22	海宁市国土资源局	关于海宁国际装备产业园项目用地的预审意见	海土预昌字【2016】15号
2016-06-30	海宁市环境保护局	关于海宁国际装备制造产业园项目环境影响报告书的审批意见	海环经审【2017】8号
2016-06-30	海宁市发展和改革委员会	关于海宁国际装备制造产业园项目可行性研究报告的批复	海发【2016】192号

资料来源：公司提供

(3) 项目建设计划

海宁国际装备制造产业园项目于2017年1月开工，计划于2021年竣工，截至2018年9月底，募投项目已完成30%；项目总投资17.69亿元，公司已完成投资5.30亿元。

(4) 项目的社会效益及经济效益

社会效益方面

海宁国际装备制造产业园的建设符合海宁装备制造产业的发展方向，有利于海宁产业结构优化升级，有利于促进海宁经济发展。海宁国际装备制造产业园是海宁经济开发区平台建设、招商引资的新载体，也是海宁经济开发区创业创新的新平台。

经济效益方面

根据《海宁国际装备制造产业园项目可行性研究报告》，募投项目建成后，定制厂房及配套设施采取租售结合的方式进行运作。其中销售收入全部来自厂房出售，出租收入来自非生产性用房（服务中心、公寓）及机动车停车位。在本期债券存续期内预计可获得出售收入20.80亿元，出租收入0.39亿元。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年,中国继续实施积极的财政政策,通过减税降费引导经济结构优化转型,继续发挥地方政府稳增长作用,在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月,中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元,收入同比增幅(10.6%)高于支出同比增幅(7.8%);财政赤字7261.0亿元,较上年同期(9177.4亿元)有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境,市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下,2018年1~6月,中国GDP同比实际增长6.8%,其中西部地区经济增速较快,中部和东部地区经济整体保持稳定增长,东北地区仍面临一定的经济转型压力;CPI温和上涨,PPI和PPIRM均呈先降后升态势;就业形势稳中向好。

2018年1~6月,三大产业保持较好增长态势,农业生产基本稳定;工业生产增速与上年全年水平持平,但较上年同期有所回落,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快,但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓,导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月,中国固定资产投资(不含农户)29.7万亿元,同比增长6.0%,增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、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,民间投资同比增速(8.4%)仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响,房地产投资保持较快增速(9.7%),但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧,导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落;由于金融监管加强,城投公司融资受限,加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限,基础设施建设投资同比增速(7.3%)明显放缓;受

到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动,制造业投资同比增速(6.8%)继续加快。

居民消费增速小幅回落,但仍保持较快增速。2018年1~6月,中国社会消费品零售总额18.0万亿元,同比增速(9.4%)出现小幅回落,但仍保持较快增长。具体来看,汽车消费同比增速(2.7%)和建筑及装潢材料消费同比增速(8.1%)明显放缓;化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费,以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长;此外,网上零售保持快速增长,全国网上商品和服务零售额同比增速(30.1%)有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级,消费结构不断优化,新业态和新商业模式发展较快,消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月,中国货物进出口总值14.1万亿元,同比增幅(7.9%)有所回落,主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面,机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大,服装与衣着附件类出口额出现负增长;进口方面,仍以能源、原材料产品为主,受价格涨幅较大影响,原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年,国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性,这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下,中国将继续实施积极的财政政策,货币政策保持稳健中性、松紧适度,同时深入推进供给侧结构性改革,继续加大对外开放力度,促进经济高质量发展。从三大需求来看,投资或呈稳中趋缓态势,主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险,且在房地产行业宏观调控持续影响下,房地产投资增速或将继续放缓。但是,受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用,基础设施建设

投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融

风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 3 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控

资料来源：联合资信综合整理

2. 区域经济环境

公司作为海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，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，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

（1）海宁市经济概况

海宁市位于长江三角洲南翼、浙江省北部，东距上海 100 公里，西接杭州，南临钱塘江，交通便利，客货运输通畅。海宁市是浙北地区重要经济实体，主要体现在海宁市工业、农业经济发展迅猛，拥有众多海宁传统的名特优产品；区域特色经济明显，皮革、家纺、经编、

太阳能光伏、机械装备、食品等区域特色产业加速扩张和提升，在国内乃至国际同行业中具有很强的影响力和竞争力。

根据《海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017 年，海宁市分别实现地区生产总值 700.23 亿元、744.09 亿元和 866.07 亿元，同比分别增长 6.7%、6.4%和 8.0%。三次产业结构从 2015 年的 3.1：54.9：42.0 调整为 2017 年的 2.5：55.4：42.1。

2017 年，海宁市实现规模以上工业增加值 317.98 亿元，比上年增长 10.7%。规模以上工业总产值达 1632.53 亿元，增长 19.5%，其中轻工

业实现产值 891.13 亿元，增长 14.7%，重工业实现产值 741.40 亿元，增长 25.8%。规模以上工业新产品产值 715.16 亿元，增长 24.0%；出口交货值 403.35 亿元，增长 16.3%，出口交货值占销售产值的比重为 25.4%。

2017 年，海宁市完成固定资产投资 591.05 亿元，比上年增长 11.0%，非国有投资 451.91 亿元，增长 19.0%，占固定资产投资的 76.5%，其中民间投资 402.20 亿元，增长 21.3%，占固定资产投资的 68.0%。固定资产投资中，第一产业投资 1.97 亿元，下降 19.6%；第二产业投资 278.31 亿元，增长 10.3%；第三产业投资 310.77 亿元，增长 11.9%。三次产业投资比重为 0.33：47.09：52.58。

根据海宁市财政局提供的数据，2015~2017 年，海宁市地方可控财力分别为 117.10 亿元、142.31 亿元和 214.70 亿元，其中海宁市一般公共预算收入分别为 69.12 亿元、72.00 亿元和 77.72 亿元。2017 年，海宁市上级补助收入为 18.62 亿元，对海宁市地方可控财力起到了一定的支撑作用。海宁市基金收入主要为国有土地使用权出让收入，近三年呈现快速上升趋势，分别为 25.44 亿元、51.89 亿元和 115.35 亿元。

截至 2017 年底，海宁市政府全部债务余额为 108.16 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 50.38%，债务负担处于合理水平。

根据《2018 年上半年海宁市国民经济运行情况通报》，2018 年上半年，海宁市实现地区生产总值 430.61 亿元，按可比价格计算，增长 7.9%；海宁市财政总收入 93.51 亿元，同比增长 14.4%，其中，一般公共预算收入 55.47 亿元，增长 19.0%，主要系增值税及城镇土地使用税大幅增加所致。税收收入 52.61 亿元，增长 20.6%，占一般公共预算收入的 94.8%。

（2）海宁经济开发区和尖山新区概况

根据中共海宁市委文件《中共海宁市委、海宁市人民政府关于建立海宁经济开发区（尖

山新区）、黄湾镇联动开发体制的意见》（海委【2012】5 号），为进一步深化海宁经济开发区整合提升工作，促进海宁经济开发区（尖山新区）、黄湾镇的发展，经海宁市委、市政府研究，决定建立海宁经济开发区（尖山新区）、黄湾镇联动开发体制，由海宁经济开发区与黄湾镇分工合作、联动实施尖山新区开发建设和经济社会管理服务。具体操作为：建立一个党工委统一领导、海宁经济开发区和尖山新区行政主要负责人一人兼任、两套班子分工合作、一个主体对外招商的联动开发体制，海宁经济开发区党工委书记、管委会主任、尖山新区管委会主任由一人兼任，海宁经济开发区党工委设副书记两名，其中一名为黄湾镇（尖山新区）党委书记；一名为海宁经济开发区管委会常务副主任，设委员若干，其中一名由黄湾镇（尖山新区）党委副书记、黄湾镇镇长担任。

尖山新区

海宁市尖山新区位于海宁市域东南 20 公里，杭州湾钱塘江北岸尖山河口段，总面积 42 平方公里，东北与海盐南北湖风景名胜区相连，西与南隔钱塘江口，和萧山、海宁、上虞相望，东临杭州湾，直面东海。

2017 年，尖山新区实现地区生产总值 57 亿元，完成固定资产投资 78.71 亿元，规模以上工业总产值达 308 亿元；同年，完成地方财政总收入 8.05 亿元，其中一般公共预算收入和基金预算收入分别为 3.17 亿元和 4.88 亿元。

2018 年上半年，尖山新区实现地区生产总值 34.58 亿元，完成固定资产投资 20 亿元，完成财政总收入 7.20 亿元，其中一般公共预算收入 2.30 亿元，基金预算收入 4.90 亿元。

海宁经济开发区

海宁经济开发区位于海宁市区北侧，规划面积约 50 平方公里，现已开发面积约 20 平方公里，尚需开发面积 30 平方公里。开发区成立于 1992 年 8 月，1997 年 12 月被批准为省级开发区，2006 年 3 月通过国务院审核，2010 年被认定为省级高新技术产业园区。

海宁经济开发区地理位置优越，交通便捷，区内规划合理：东区拥有全国最先进的制革技术和规模最大的制革企业，兼有袜业、纺织染整、机械制造、生物化工等企业的集聚地；西区主要由皮革工业园区、袜业园区及目前正在建设中的品牌园区等组成；北区将积极发展电子信息、机械制造等产业，着力建设科技含量较高的产业集聚区。海宁经济开发区自建设以来得到了海宁市政府的大力支持，享有税收及土地、资金等一系列优惠政策。

2017年，海宁经济开发区实现地区生产总值72亿元，完成固定资产投资85.2亿元，规模以上工业总产值达265亿元；同年，完成财政总收入16.53亿元，其中一般预算收入7.46亿元、基金预算收入9.07亿元。

2018年上半年，海宁经济开发区实现地区生产总值44.10亿元，完成固定资产投资25亿元；完成财政总收入11.09亿元，其中一般预算收入5.20亿元、基金预算收入5.89亿元。

总体看，海宁市经济总量稳步增长，固定资产投资增幅明显，尖山新区和海宁经济开发区经济实力和财政实力逐步增强，公司外部环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2017年底，公司注册资本和实收资本均为3.66亿元，其中海宁市财政局持股58.55%，海宁资产（海宁市国资局下属独资公司）持股41.45%。海宁市财政局为公司实际控制人，其委托海宁市尖山新区管理委员会对公司进行代管。

2. 企业规模与竞争力

公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，负责海宁经济开发区和尖山新区基础设施项目的投资、开发和资产管理。

2012年10月15日，海宁市人民政府文件

《关于明确海宁经济开发区相关政策的意见》（海政发【2012】92号）提出，海宁经济开发区是海宁市重要的基础设施建设平台，明确海宁经济开发区管委会的组织领导和工作职能，尖山新区和经济开发区主要负责人一人兼任、一个主体对外招商的联动开发体制，整合海宁市尖山新区开发有限公司和浙江钱塘江投资开发有限公司（以下简称“钱塘江公司”）²作为海宁市负责尖山新区和经济开发区基础设施建设的主体，强化国有公司作为海宁市政府主要投融资主体的作用，以委托代建方式参与经济开发区建设，以国有公司为运作平台筹措建设资金，以未来土地开发收益为主要偿还保证的筹资运作模式。

该文件明确了公司在尖山新区和海宁经济开发区中的投资建设主体地位，并在运营模式、土地出让金收入、授权开展土地一级开发、盘活存量土地资源以及财政体制等方面给予公司相应的扶持政策，公司在尖山新区及海宁经济开发区内具有明显的区域垄断性。

3. 人员素质

截至2017年底，公司高管人员共3名，包括总经理1名、财务总监1名、总会计师1名。

王云开先生，1976年1月出生，大学学历，助理工程师；曾任海宁尖山新区管委会经济建设服务中心副主任等职务；2016年2月至今任公司董事长兼总经理。

截至2017年底，公司在职人员53人，从文化程度看，本科及以上学历45人，大专学历5人，高中、中专学历3人；从职称看，高级职称3人、中级职称36人；从年龄构成看，50岁以上2人，30~50岁36人，30岁以下15人。

总体看，公司高级管理人员拥有多年政府任职和开发区管理经验；员工年龄结构适宜，整体素质较高，能够满足目前经营需要。

4. 外部支持

² 2012年9月，海宁市政府将海宁资产持有的钱塘江公司100%股权划转给公司。

公司作为海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，在财政补贴、政府债务置换等方面得到海宁市政府大力支持。

财政补贴

2015~2017年，公司分别获得补贴收入1.30亿元、1.01亿元和1.58亿元，系政府拨付公司用于市政基础设施建设（如城市道路、桥梁、污水防治工程、绿化景观等）的补助款，其中2015~2016年计入“营业外收入”科目，2017年计入“其他收益”科目。

债务置换

截至2017年底，公司共获得政府债务置换资金14.05亿元，计入“其他非流动负债”科目。

总体看，公司获得的外部支持持续稳定，为公司可持续发展提供了重要保障。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1033048100030950E），截至2018年10月11日，公司本部不存在未结清的关注类信贷信息。公司有5笔已结清的关注类贷款，均与银行认定有关，中国农业银行海宁市袁花支行出具相关说明文件，根据系统内相关行业政策，农行将该公司的信用风险分类为关注类，贷款于2006年2月7日前已全部归还，未出现逾期、欠息等情况。已结清利息中有3笔欠息记录，主要为公司与中国建设银行股份有限公司海宁支行、中国银行股份有限公司嘉兴市分行公司业务部的贷款，相关机构已出具相关说明，上述欠息属于付息资金到账后银行系统未即时扣息造成，公司无恶意欠息情况。公司不存在关注类和不良类对外担保信息。

六、管理分析

1. 法人治理

公司依法制定了公司章程，设立了股东会、董事会、监事会和经理层，形成了各司其职、各负其责的监督和制衡机制。

公司股东会由全体股东组成，是公司权力机构，决定公司的经营方针、投资计划，选举和更换非职工代表董事、监事，决定有关董事、监事的报酬以及对公司增加或者减少注册资本作出决议等。

公司董事会由3人组成，其中2名股东代表和1名公司职工代表。设董事长1人。公司董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生，每届任期3年，任期届满连选可以连任。

公司设立监事会，监事会成员3人，其中股东代表监事2人，由股东会选举产生，职工代表监事1人，由职工代表大会选举产生。监事会主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事任期每届为3年，任期届满，可以连任。

公司设总经理1名，对董事会负责。总经理由董事会决定聘任或者解聘，执行董事会决议，组织领导公司的日常经营管理工作。

2. 管理体制

公司本部内设办公室、计划财务科、投资发展科、工程管理科、资产管理科5个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理制度。

公司财务管理方面实行法定代表人负责制，法定代表人对公司财务工作负总责，计划财务科负责具体财务工作。公司遵照《关于企业试行财务预算管理的指导意见》（财政部财企【2002】102号）规定和要求，对公司财务、业务、投资、筹资进行预算管理。

公司集中统一根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，以提高资金在整个公司内的利用效率。

投资管理方面，公司规定凡进行长期投资项目，须先进行效益分析和论证，并对其经济活动有一定调控手段和措施，保证投资安全。具体的项目评估包括：市场预测、项目可行性分析、财

³ 其中1.25亿元因2018年到期，已转入“一年内到期的非流动负债”科目。

务评估（现金流量、财务内部收益率、投资回收期、投资利润率）。

担保方面，公司进行内外担保，必须严格遵守法律法规，并按管理权限逐级审批。充分考虑被担保单位的资信和偿债能力，按照权限审议规定，手续程序做到制度化、规范化。

另外，公司还制定了牵制、稽核制度，以及具体的财务规范化流程。

总体看，公司初步建立了较为完备的管理体系及制度，形成了内部决策和管理的有章可循，但由于公司主要承担政府对开发区的建设管理职能，目前市场化运作程度不高，内部管理水平有提升空间。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，在海宁市经济开发区（含尖山新区）的基础设施建设领域处于垄断地位。

2015~2017年，公司营业收入波动较大，三年分别为4.29亿元、2.83亿元和4.18亿元。从收入构成看，受托代建工程是公司营业收入的

主要来源，近三年占营业收入的比重快速下降但依然较高，分别为92.91%、90.40%和58.70%，2017年公司受托代建工程收入为2.46亿元，同比下降3.91%，主要系当年竣工结算的项目较少所致。2015~2017年，公司安置房销售收入波动较大，分别为0.07亿元、0.02亿元和1.00亿元，2017年安置房收入较高主要系硖仲路安置房开始实现销售且销售的均为配套建设的商品房所致。2017年，公司新增普通商品房销售业务，当期收入为0.44亿元。公司另有物业管理、广告服务、房屋土地租赁等业务，整体规模不大。

从毛利率看，2015~2017年，公司综合毛利率快速上升，主要系安置房销售收入及毛利率大幅提高以及新增业务普通商品房毛利率较高所致。近三年，公司受托代建工程毛利率分别为8.26%、7.83%和7.50%，公司按照委托代建协议以投资成本的9%确认相关管理服务收入，受营改增影响，2016~2017年该业务毛利率有所下降；2015~2017年，公司安置房业务毛利率波动较大，2015~2016年毛利率为负，系当年公司安置部分销售占比大，其价格低、成本高所致，2017年毛利率为正，主要系硖仲路安置房2017年开始销售，其销售的均为配套建设的商品房所致。

表4 公司2015~2017年营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
受托代建工程	39867.50	92.91	8.26	25555.54	90.40	7.83	24556.24	58.70	7.50
安置房	657.73	1.53	-341.39	189.88	0.67	-268.16	10021.45	23.96	25.60
普通商品房	--	--	--	--	--	--	4433.61	10.60	52.26
房屋土地租赁	949.92	2.21	38.79	1147.57	4.06	29.06	1358.28	3.25	36.87
工程施工	587.99	1.37	-4.88	891.77	3.15	8.66	979.15	2.34	0.86
物业管理	731.14	1.70	66.63	466.17	1.65	75.96	480.08	1.15	76.33
广告服务	30.89	0.07	37.16	19.08	0.07	37.92	5.55	0.01	54.27
劳务派遣	83.80	0.20	100.00	--	--	--	--	--	--
合 计	42908.97	100.00	4.59	28270.00	100.00	8.00	41834.37	100.00	18.17

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）受托代建工程

受托代建工程是公司营业收入的主要来源，由公司本部和子公司钱塘江公司分别负责尖山新区及海宁经济开发区的建设、运营和管理。

2012年9月15日，海宁市财政局与公司签订了《海宁经济开发区基础设施建设项目委托代建协议》，海宁市财政局授予公司对海宁经济开发区（含尖山新区）基础设施项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地，

并独家享有代建项目管理费收益权，并向公司支付投资项目实际成本以及按投资成本的9%计算的管理服务费。

海宁市政府委托公司实施的代建基础设施项目采取“公司垫款、资产移交、分期偿还”的委托代建模式，由公司先期垫付建设款项，项目建成后移交海宁经济开发区管委会和海宁尖山新区管委会，管委会再予以分期回款，公司在收到回款时确认收入。

2015~2017年，公司受托代建工程收入持续下降，分别为3.99亿元、2.56亿元和2.46亿元，其中2016~2017年收入与2015年相比较低，主要系当年竣工结算的项目较少所致。

公司受托代建工程业务包括土地整理以及道路桥梁、河道整治等项目。账务处理方面，公司将土地整理投入计入“存货”科目；将道路桥梁、河道整治等项目投入计入“在建工程”科目，并于项目完工时结转至“其他非流动资产”科目。

截至2017年底，公司在建受托代建工程（除土地整理外）项目约69个，项目类型涵盖房屋建筑物、道路桥梁等，总投资20.41亿元，已完成投资17.69亿元，未来仍需支出2.72亿元。详见表5。

表5 2017年底公司在建受托代建工程投资情况
(单位: 亿元)

项目类别	具体工程	总投资	截至2017年底已投资
房屋建筑物	尖山初级中学、尖山幼儿园高点分园、城管用房工程等	3.48	2.23

道路桥梁	经开区零星基础设施、尖山新区步行街、滨海路等	10.43	8.92
河道整治	新塘河治理一期工程、河道整治一期工程等	3.30	3.07
绿化、雨污水管网等	新区绿化、高压电网一期工程、电力、路灯工程等	3.21	3.48
合计		20.41	17.69

资料来源：公司提供

政府拨付公司受托代建工程项目的资金来源：公司对海宁经济开发区和尖山新区授权的土地进行整理，土地出让后土地出让金上交给海宁市财政局，海宁市财政局在扣除相关税费后，余下的土地出让金净收益作为海宁市财政局与公司结算受托代建业务的资金来源，公司根据代建业务的进度和完成情况，向财政要求代建业务拨款。

一般情况下，工业用地净收益占土地出让金总价的50%左右；房地产和其他商业用地的净收益占土地出让金总价的70%左右，当土地出让净收益无法满足当期的受托代建项目的工程款时，不足部分的资金由财政税收分成和历年留存对公司予以拨付。

2015~2017年，海宁经济开发区和尖山新区土地出让总收入分别为4.58亿元、3.01亿元和21.15亿元，土地出让净收益分别为2.50亿元、2.62亿元和13.40亿元，2015~2016年财政将上述资金全部拨入公司，作为公司的代建业务收入和财政补助收入，2017年财政拨入公司2.46亿元作为公司代建业务收入，拨入公司1.58亿元作为财政补助收入。

表6 2015~2017年海宁经济开发区和尖山新区土地整理及出让情况

指标		2015年	2016年	2017年
土地开发	开发面积(亩)	1080.00	880.00	1960.00
	开发总投入(万元)	27000.00	22000.00	49000.00
	平均开发投入(万元/亩)	25.00	25.00	25.00
土地出让	出让面积(亩)	2442.00	1628.00	2592.00
	土地出让总价格(万元)	45800.00	30100.00	211500.00
	平均出让价格(万元/亩)	18.76	18.49	81.60

资料来源：公司提供

注：1. 2015~2016年，土地平均出让价格较低系当年出让的土地中工业用地占比较大所致，2017年平均出让价格较高系当年出让的土地中住宅用地占比较大所致；2. 尖山新区无土地整理业务，之前整理的土地每亩投入较低；3. 土地出让相关数据统计范围涵盖海宁经济开发区和尖山新区。

截至2017年底，公司拟建项目主要包括文化活动中心和人才公寓项目，总投资合计1.60亿元，2018~2019年分别计划投资0.60亿元和1.00亿元。

截至2017年底，公司共拥有土地27宗，总面积134.07万平方米，账面价值29.64亿元。公司土地资产权属明确，性质均为出让地，用途为商住、工业用地、商业用地等。其中，已抵押的土地资产账面价值为1.13亿元，占公司土地资产的比例为3.81%。

总体看，随着尖山新区和海宁经济开发区基础设施的不断完善，公司受托代建工程投资规模有所缩减，联合资信将持续关注公司受托代建工程业务的持续性。

(2) 安置房

公司安置房业务由钱塘江公司负责，业务模式为公司出资购买土地，自主投资进行安置房建设，待项目建成后，针对超出安置部分和商业配套进行公开市场化销售，并获取收入。公司将安置房项目的建设成本计入“存货”科目。

2015~2017年，公司安置房板块分别实现收入657.73万元、189.88万元和10021.45万元，毛利率分别为-341.39%、-268.16%和25.60%。2015~2016年，公司安置房业务收入较低、毛利率为负，主要系当年该板块收入主要来源于安置房部分，其建设成本远高于销售价格。2017年，公司安置房业务收入较高、毛利率由负转正，主要系2017年硖仲路安置房开始销售，其全部为商品房，销售价格较高所致。

截至2017年底，公司正在销售的安置房主要为硖仲路安置房，文苑路安置房另有少量余房。其中，硖仲路安置房可供销售面积合计54600平方米，预计可实现收入24000万元；其中配套建设的商品房面积合计14000平方米，预计可实现收入8800万元，商铺8700平方米，预计可实现销售10400万元，用于安置部分31900平方米，预计可实现销售4800万元。文苑路安置房剩余销售面积为4100平方米，预计销售收

入4000万元。

公司无在建、拟建安置房项目。

(3) 普通商品房

2017年，公司新增普通商品房业务，其收入和毛利率均较高，对公司盈利贡献较大，但该业务可持续性较差。

公司子公司钱塘江公司2010年购入普通商品房一“亲亲家园”小区住宅和商铺。“亲亲家园”位于海宁经济开发区内，土地挂牌时明确用于职工公寓的开发，但取得土地使用权的房地产公司擅自公开对外销售，违背了土地出让的条件，因此海宁市政府指定钱塘江公司按成本价（2500元/平方米）购入“亲亲家园”小区尚未对外公开出售部分。

为有效盘活公司不动产资产，2017年公司决定对外销售上述普通商品房（销售之前处于出租状态），截至2017年底，除32套住宅继续用于出租外，其余住宅和商铺已全部出售。2017年，公司普通商品房销售收入为0.44亿元，毛利率为52.26%。

(4) 其他业务

除上述业务外，公司经营板块还包括房屋土地租赁、工程施工、物业管理、广告服务等。2015~2017年，公司分别获得上述业务收入合计2383.74万元、2524.58万元和2823.07万元，上述业务对公司整体收入形成有益补充。

其中，公司房屋土地租赁业务涉及的资产包括公租房、金牛路厂房等。2017年，该业务收入为1358.28万元，同比增长18.36%，主要系公租房投入使用以及金牛路厂房改造完成，导致出租率增加所致。

(5) 公司在建自营项目

公司主要在建自营项目共1个，即本期债券募投项目，计划总投资17.69亿元，截至2018年9月底已完成投资5.30亿元。

3. 未来发展

未来五年，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，加大土地整理开发力度，逐步形成自身的核心竞争力。

公司近期发展规划包括，积极推进海宁市基础设施建设的市场化运营，减少公司承担的公共基础设施建设任务，加快基础设施建设，寻求国有企业股份制改造途径，以公开方式吸收社会资本，加快海宁市基础设施建设进程。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年三年连审报告以及2017年合并财务报告，天衡会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至2017年底，公司合并范围内子公司共4家，2015~2016年合并范围未变动，2017年合并范围新增1家子公司即海宁市众力产业投资有限公司，该公司资产、收入规模小，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司资产总额122.06亿元，所有者权益65.12亿元(含少数股东权益0.50亿元)。2017年，公司实现营业收入4.18亿元，利润总额1.72亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额有所增长，年均复合增长5.32%，2017年底为122.06亿元，同比增长7.39%，主要系存货及在建工程增长所致。近三年公司流动资产比重略有下降，2017年底占73.17%，公司资产结构以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	83.29	75.69	84.58	74.41	89.31	73.17
货币资金	6.31	5.73	7.06	6.21	4.21	3.45
其他应收款	13.47	12.25	11.04	9.71	10.92	8.95
存货	62.93	57.19	66.03	58.09	73.59	60.29
非流动资产	26.75	24.31	29.09	25.59	32.74	26.83
在建工程	9.99	9.08	13.49	11.87	17.69	14.50
其他非流动资产	10.68	9.70	9.30	8.19	7.71	6.32
资产合计	110.03	100.00	113.66	100.00	122.06	100.00

资料来源:公司审计报告,联合资信整理

注:尾差系四舍五入所致。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产有所增长，年均复合增长3.56%，2017年底为89.31亿元，同比增长5.60%，主要系存货快速增长所致。

2015~2017年，公司货币资金波动下降，年均复合下降18.33%，主要系公司受托代建工程项目支出及偿还债务本息所致。2017年底，公司货币资金4.21亿元，主要为银行存款，无受限货币资金。

2015~2017年，公司其他应收款有所下降，年均复合下降9.95%，主要系公司与海宁皮都投资开发有限公司往来款减少所致。2017年

底，公司其他应收款10.92亿元，同比下降1.01%。按照账龄分析法计提坏账准备的其他应收款0.28亿元，计提坏账准备0.11亿元。从集中度看，前五名欠款单位合计占其他应收款93.09%，集中度高。公司其他应收款多为与海宁市内平台公司的往来款，回款风险较低，但对公司资金形成较大占用。

表8 2017年底公司其他应收款主要构成

(单位:万元、%)

往来单位	期末余额	占比	款项性质
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	59000.00	53.47	往来款

黄湾镇工业投资有限公司	27456.06	24.88	往来款
创佳融资租赁(浙江)有限公司	5775.00	5.23	保证金
海宁市交通投资集团有限公司	5500.00	4.98	往来款
海宁市转型升级产业基金有限公司	5000.00	4.53	往来款
合计	102731.06	93.09	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司存货有所增长，年均复合增长8.14%，2017年底为73.59亿元，同比增长11.46%，其中围垦土地成本15.25亿元、开发产品30.92亿元（主要为海宁市财政局向公司注入的土地）、土地征迁整理成本23.30亿元（主要为公司在海宁经济开发区土地开发过程中发生成本）、安置房开发成本2.65亿元。2017年底，公司入账土地总面积134.07万平方米，账面价值合计29.64亿元，其中已抵押土地账面价值1.13亿元。

2015~2017年，公司应收账款波动增长，年均复合增长185.54%，2017年底为0.19亿元，较2016年底增长0.17亿元，主要系应收租赁款及购房款增加所致。

2015~2017年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长49.33%，2017年底为668.98万元，同比增长122.99%，主要系新增增值税留抵税额及预交税费所致。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长10.64%，2017年底为32.74亿元，同比增长12.58%，主要系可供出售金融资产及在建工程增加所致。

2015~2017年，公司长期股权投资波动中有所增长，年均复合增长3.48%，2017年底为3.10亿元，同比变动不大。2017年底，公司长期股权投资对象包括上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司、海宁市科创中心投资有限公司、浙江江南新城投资开发有限公司及海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司。

2015~2017年，公司在建工程快速增长，

年均复合增长33.10%，2017年底为17.69亿元，同比增长31.16%，主要系受托代建工程持续投入所致。在建工程主要为公司受托代建的工程，具体项目类型及金额见表5。

2015~2017年，公司其他非流动资产快速下降，年均复合下降15.03%，2017年底为7.71亿元，同比下降17.15%，均为已完工且尚未进行竣工决算的受托代建工程，主要包括道路桥梁、基础设施、房屋建筑物以及土地二次开发资产。上述非流动资产是根据政府授权，由公司投资建设，在办理完毕全部竣工验收决算手续后一定期限内移交有关政府主管部门，此部分资产不计提折旧和摊销。

2017年底，公司受限资产包括0.94亿元存货和0.41亿元固定资产，占净资产的2.08%，公司受限资产规模小。

总体看，公司资产规模有所增长，资产构成比较稳定，但其他应收款、存货和在建工程占比较大，对公司资金形成占用，且公司仍有部分已完工但尚未移交的受托代建工程，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益小幅增长，年均复合增长2.48%，2017年底为65.12亿元（含少数股东权益0.50亿元），同比增长3.45%，主要来自未分配利润和资本公积的增长；所有者权益主要由实收资本（占5.66%）、资本公积（占77.31%）和未分配利润（占16.31%）构成。

2015~2017年，公司资本公积分别为49.82亿元、49.82亿元和49.96亿元，主要为政府注入的土地及股权资产。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2015~2017年，随着公司规模扩大，公司负债也呈相应的增长趋势，年均复合增长8.88%，2017年底为56.94亿元，同比增长

12.27%，其中流动负债占30.49%，非流动负债占69.51%。

流动负债方面，2015~2017年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长5.38%，2017年底为17.36亿元，同比大幅增长123.79%，主要由其他应付款（占31.98%）和一年内到期的非流动负债（占62.95%）构成。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长195.31%，2017年底为5.55亿元，较上年底增加4.88亿元，主要系往来款大幅增加所致。从账龄看，1年以内的占95.66%，账龄较短。其他应付款前五名单位合计占86.23%，集中度高。公司其他应付款多为与海宁市政府单位或市内平台公司的往来款。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均复合下降13.57%，2017年底为10.93亿元，同比增长69.65%，主要为即将到期的长期借款、“13海宁新区债/PR海新区”本息和政府置换债券。

非流动负债方面，2015~2017年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长10.53%，2017年底为39.58亿元，同比下降7.87%。

2015~2017年，公司长期借款波动增长，年均复合增长19.09%，2017年底为20.85亿元，同比下降9.78%，包括抵押借款0.99亿元、保证借款19.61亿元和抵押保证借款0.25亿元。

2015~2017年，公司应付债券快速下降，年均复合下降29.04%，2017年底为5.19亿元，同比下降33.27%，主要系公司2013年发行的13亿元“13海宁新区债/PR海新区”债券将于2018年兑付的部分本金转入“一年内到期的非流动负债”科目所致。

2015~2017年，公司其他非流动负债快速增长，年均复合增长35.39%，2017年底为12.80亿元，全部为政府置换债券，同比增长11.79%，系公司新增政府置换债券所致。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务小幅增长，年均复合增长3.43%，2017年

底为49.87亿元，同比上升2.01%，其中短期债务11.03亿元、长期债务38.84亿元，公司有息债务以长期债务为主，具体见表9。

从2017年底的存量债务来看，未来几年公司需偿付的债务规模比较平均，不存在集中偿付的情况。

表9 公司债务构成及债务负担情况

（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年
短期债务	14.63	6.55	11.03
长期债务	31.99	42.34	38.84
全部债务	46.62	48.89	49.87
资产负债率	43.65	44.62	46.65
全部债务资本化比率	42.92	43.72	43.37
长期债务资本化比率	34.04	40.21	37.36

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从债务指标看，2015~2017年，公司资产负债率呈连续上升趋势，2017年底为46.65%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈波动上升趋势，2017年底分别为37.36%和43.37%，公司整体债务负担适中。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，近年来有息债务规模小幅增长，整体债务负担适中。

4. 盈利能力

2015~2017年，受安置房收入和受托代建工程收入波动较大影响，公司营业收入波动较大。2017年公司营业收入同比增长47.98%至4.18亿元，主要系安置房收入较高以及新增普通商品房业务所致。近年来，公司营业成本波动中有所下降，年均复合下降8.56%，2017年为3.42亿元。受公司经营业务结构变化影响，近三年公司营业利润率明显上升。

表10 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年
营业收入	4.29	2.83	4.18
政府补助	1.30	1.01	1.58
利润总额	1.24	0.95	1.72
营业利润率	2.84	6.97	14.57
总资产收益率	4.01	3.76	4.34
净资产收益率	1.99	1.50	2.65

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从期间费用看，公司期间费用以管理费用和销售费用为主，2015~2017年，公司期间费用率分别为5.42%、8.51%和9.54%。总体看，公司期间费用控制较好。

2015~2017年，公司政府补助分别为1.30亿元、1.01亿元和1.58亿元。同期，公司利润总额分别为1.24亿元、0.95亿元和1.72亿元。政府补贴对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，2015~2017年，公司总资产收益率波动上升，分别为4.01%、3.76%和4.34%；净资产收益率也波动上升，分别为1.99%、1.50%和2.65%。总体看，公司整体盈利能力弱。

总体看，公司营业收入波动较大，政府补贴对公司利润总额贡献大，公司盈利能力弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入快速增长，年均复合增长25.10%，2017年为15.94亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金11.70亿元，主要为往来款和政府补贴。由于海宁经济开发区土地征迁整理成本支出明显增加，2017年公司经营性净现金流呈现净流出。

从收现质量看，2015~2017年，公司现金收入比分别为101.79%、99.40%和101.23%，收现质量正常。

表 11 公司现金流量表主要构成情况

(单位：亿元、%)

项目	2015年	2016年	2017年
经营活动现金流入量	10.18	14.44	15.94
经营活动现金流出量	14.77	12.62	16.04
经营活动现金流量净额	-4.59	1.82	-0.10
现金收入比	101.79	99.40	101.23
投资活动现金流量净额	-0.28	-0.14	-1.25
筹资活动现金流量净额	3.90	-0.92	-1.50

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

注：尾差系四舍五入所致。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入规模小，投资性净现金流持续表现为净流出。2017年，公司投资活动现金流出1.25亿元，主要是公司对海宁东方天力创新产业投资合伙企业（有限合伙）等企业的股权投资，计入“可供出售金融资产”科目。

筹资活动方面，公司对外投资规模不大，自有现金流基本满足日常经营，因此公司对外融资规模不大，近两年筹资性净现金流呈现净流出，2017年为-1.50亿元。2017年，公司吸收投资收到的现金为0.30亿元，是子公司海宁市众力产业投资有限公司吸收少数股东投资收到的现金。

总体看，近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，收入实现质量正常；同时，公司投资活动规模有所扩大，未来随着建设项目的逐步推进，公司存在一定的对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017年，公司的流动比率和速动比率均波动下降，2017年底分别为514.39%和90.55%，较2016年底大幅下降，主要系2017年底公司流动负债大幅增长所致。2015~2017年，公司经营现金流动负债比分别为-29.35%、23.44%和-0.59%。2017年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产4.21亿元，相当于短期债务的0.38倍，公司存在短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA波动上升，分别为1.35亿元、1.10亿元和1.92亿元；全部债务/EBITDA指标值波动下降，2017年为25.97倍，EBITDA对全部债务的保障能力弱；EBITDA利息倍数分别为0.43倍、0.34倍和0.59倍。公司长期偿债能力有所加强但总体仍较弱，考虑到海宁市人民政府对公司在财政补贴等方面的支持，公司长期偿债能力强。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信 41.90 亿元，已使用 21.80 亿元，尚未使用 20.10 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 16.72 亿元，担保比率 25.68%；被担保对象主要包括海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司、海宁市黄湾镇村镇建设开发有限公司等国有企业，公司未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表12 截至2017年底公司对外担保情况

(单位: 万元)

被担保方	担保余额	担保终止日期
海宁市紫光水务有限责任公司	7400.00	2019-09-24
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	9000.00	2018-11-25
	30000.00	2020-11-17
	5000.00	2025-03-12
海宁市交通投资集团有限公司	15000.00	2019-11-09
上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司	1620.00	2022-08-01
	3500.00	2020-12-01
	1000.00	2019-06-01
海宁市水利建设投资开发有限责任公司	26000.00	2019-12-01
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	25000.00	2019-10-19
海宁市首创水务有限公司	4250.00	2021-02-07
海宁市海昌新市镇建设有限公司	14000.00	2018-07-20
海宁市黄湾镇村镇建设开发有限公司	7650.00	2019-02-28
	5000.00	2022-01-23
	2800.00	2020-10-15
	10000.00	2022-01-24
合计	167220.00	--

资料来源：公司提供

注：截至 2018 年 9 月底，公司对海宁市海昌新市镇建设有限公司的 14000.00 万元的担保已解除。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为 7.00 亿元，相当于 2017 年底公司全部债务的 14.04%，长期债务的 18.02%，本期债券的发行对公司整体债务规模和债务结构有一定影响。

2017 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

46.65%、43.37% 和 37.36%；以 2017 年底财务数据为基础，同时考虑公司 2018 年 9 月发行规模为 7 亿元的“18 海宁新区债 01 / 18 尖山 01”，本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至 52.14%、49.52% 和 44.80%。本期债券发行后，公司债务负担将进一步加重。

2. 本期债券偿债能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 1.35 亿元、1.10 亿元和 1.92 亿元，分别为本期债券发行规模的 0.19 倍、0.16 倍和 0.27 倍，分别为两期债券发行规模合计的 0.10 倍、0.08 倍和 0.14 倍；公司经营活动产生的现金流入量分别为 10.18 亿元、14.44 亿元和 15.94 亿元，分别为本期债券发行规模的 1.45 倍、2.06 倍和 2.28 倍，分别为两期债券发行规模合计的 0.73 倍、1.03 倍和 1.14 倍，经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较好，对两期债券发行规模合计覆盖程度一般。

本期债券期限为 7 年，公司自债券发行后第 3~7 年每年偿还债券本金的 20%，即 1.40 亿元。按单一年度偿付 1.40 亿元计算，2015~2017 年 EBITDA 分别为每年偿付本期债券本金的 0.96 倍、0.79 倍和 1.37 倍，经营活动现金流入量分别为每年偿付本期债券本金的 7.27 倍、10.31 倍和 11.38 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券每年偿付本金的覆盖程度高。同时考虑公司 2018 年 9 月发行的“18 海宁新区债 01 / 18 尖山 01”，假设本期债券于 2018 年发行，两期债券每年偿付本金合计 2.80 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为两期债券每年偿付本金合计的 0.48 倍、0.39 倍和 0.69 倍，经营活动现金流入量分别为两期债券每年偿付本金合计的 3.64 倍、5.16 倍和 5.69 倍。公司经营活动现金流入量对两期债券每年偿付本金合计的覆盖程度较高。

总体看，经营活动现金流入量对本期债券本金的覆盖程度较好，对本期债券单年偿付本金的覆盖程度高，分期偿还本金条款有

利于减轻公司集中偿付压力。

3. 募投项目收入对本期债券本息覆盖程度

根据浙江和诚房地产估价有限公司提供的《海宁国际装备制造产业园项目收益测算报告》，海宁国际装备制造产业园项目建设期4年，运营期4年，总投资176948万元。

海宁国际装备制造产业园项目建成后，将通过租售结合的方式运作。

销售收入方面，募投项目的销售收入全部来自于厂房的销售；厂房总建筑面积488624平方米，除了重装备产业园内的5000平方米进行出租以外全部用于出售，假设在2021~2025年分别实现厂房销售面积为50%、25%、15%、6%、4%，同时销售价格按4300

元/平方米进行测算，预计在债券存续期内可获得销售收入207958.00万元。

出租收入方面，募投项目的出租收入分别来自生产性用房、非生产性用房（服务中心、公寓）及机动车停车位的出租收入。用于出租的生产性用房建筑面积为5000平方米，租金每平方米按22元/月；非生产性用房（服务中心、公寓）总建筑面积25368平方米，租金每平方米按25元/月；募投项目建成后，按照规划，共有1630个机动车停车位，收费按120元/（个*月）。假设上述用于出租的资产从2022年起取得租金收入，2022年空置率为25%，2023年空置率为15%，之后每年的空置率为5%。预计在债券存续期内可获得出租收入共计3947.00万元。

表13 募投项目现金流测算及对募投项目使用本期债券资金覆盖情况（单位：万元、倍）

项目名称	合计	债券存续期							
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
厂房销售收入	207958.00	--	--	--	103979.00	51990.00	31194.00	12477.00	8318.00
生产性用房出租收入	461.00	--	--	--	--	99.00	112.00	125.00	125.00
非生产性用房出租收入	2664.00	--	--	--	--	571.00	647.00	723.00	723.00
停车位出租收入	822.00	--	--	--	--	176.00	200.00	223.00	223.00
现金流入	211905.00	--	--	--	103979.00	52836.00	32153.00	13548.00	9389.00
税金	12119.00	--	--	--	5823.00	3013.00	1862.00	827.00	594.00
运营成本	2283.00	--	--	--	1040.00	569.00	363.00	176.00	135.00
现金流净额	197503.00	--	--	--	97116.00	49254.00	29928.00	12545.00	8660.00
本期债券本金	42000.00	--	--	--	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00
本期债券付息金额	14700.00	--	2940.00	2940.00	2940.00	2352.00	1764.00	1176.00	588.00
本期债券本息偿还金额	56700.00	--	2940.00	2940.00	11340.00	10752.00	10164.00	9576.00	8988.00
两期债券本金合计	84000.00	--	--	--	16800.00	16800.00	16800.00	16800.00	16800.00
两期债券付息金额合计	29358.00	--	5871.60	5871.60	5871.60	4697.28	3522.96	2348.64	1174.32
两期债券本息偿还金额	113358.00	--	5871.60	5871.60	22671.60	21497.28	20322.96	19148.64	17974.32
现金流入覆盖本期债券本息倍数	3.74	--	--	--	9.17	4.91	3.16	1.41	1.04
现金流净额覆盖本期债券本息倍数	3.48	--	--	--	8.56	4.58	2.94	1.31	0.96
现金流入覆盖两期债券本息倍数	1.87	--	--	--	4.59	2.46	1.58	0.71	0.52
现金流净额覆盖两期债券本息倍数	1.74	--	--	--	4.28	2.29	1.47	0.66	0.48

资料来源：《海宁国际装备制造产业园项目收益测算报告》，联合资信整理

注：1. 募投项目运营成本是总成本费用中的销售费用加上修理维护费用。2. “18海宁新区债01/18尖山01”于2018年9月发行，发行利率为6.98%。假设本期债券于2018年发行，2019年开始付息，债券利率按7%估算。

本期债券募集资金合计7.00亿元，其中4.20亿元用于募投项目建设，假设本期债券于

2018年成功发行，假设发行利率为7%，2019年开始付息，考虑到本期债券设置分期偿还

条款，自2021年开始偿还20%本金即0.84亿元，在不考虑运营成本及税金因素下，募投项目收入合计21.19亿元，对本期债券募投项目本息合计（5.67亿元）的覆盖倍数为3.74倍，覆盖程度好；对两期债券募投项目本息合计（11.34亿元）的覆盖倍数为1.87倍，覆盖程度较好。2019~2020年，募投项目尚在建设期未能形成收入，公司需依靠自身经营收入偿还当期所应付的利息。2021~2023年，募投项目中厂房销售收入较高，募投项目现金流入分别是本期债券募投项目本息合计的9.17倍、4.91倍和3.16倍，保障能力强；分别是两期债券募投项目本息合计的4.59倍、2.46倍和1.58倍，保障能力较强。2024~2025年，随着标准厂房逐渐销售完成，租金收入较低，募投项目现金流入分别是本期债券募投项目本息合计的1.41倍和1.04倍，保障能力尚可；分别是两期债券募投项目本息合计的0.71倍和0.52倍，保障能力较弱。

综上所述，募投项目存续期产生的收入可覆盖两期债券募投项目本息总额。但建设期募投项目无法产生收入，公司需依靠自身经营收入偿还当期应付利息，且募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素的影响存在一定的不确定性，联合资信将持续关注募投项目的建设及未来实际收入对两期债券偿还情况。

十、本期债券保护条款分析

1. 增信措施

根据海宁资产出具的担保函，海宁资产为两期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

海宁资产系经海政发【1995】111号文批准，由海宁市人民政府授权海宁市财政局于

1996年出资组建，初始注册资本为5200万元，历经多次国有资产整合和国有股权划拨，截至2018年3月底，海宁资产注册资本及实收资本均为20亿元，实际控制人为海宁市国有资产监督管理局。

海宁资产是海宁市重要的基础设施建设主体和皮革专业经营开发等经营性业务的国有资产运营平台。

截至2018年3月底，海宁资产资产总额794.08亿元，所有者权益353.93亿元（含少数股东权益59.34亿元）；2018年1~3月，海宁资产实现营业总收入18.42亿元，利润总额2.95亿元。

经联合资信评定，海宁资产主体长期信用等级为AA⁺。海宁资产的担保实力很强，其担保有效提升了两期债券本息偿付的安全性。

2. 偿债资金监管

为保障本期公司债券的正常偿付，公司于2017年5月25日与中国工商银行股份有限公司海宁支行（以下简称“监管银行”）签署了《募集资金使用和偿债资金专项账户监管协议》，聘请其作为两期债券的监管银行，并在监管银行处开立了专门用于偿付本期债券本息的银行账户，由监管银行对公司偿债账户的资金存放及使用进行监管。

偿债账户设立后，公司将按债券还本付息的有关要求，在本期债券当期付息日和/或本金兑付日前10个工作日将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付两期债券本息。公司承诺，偿债账户资金专项用于两期债券还本付息，不得用于其他用途。

十一、结论

公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，具有明显的区域垄断性，得到海宁市政府在财政补贴、债务置换等方面的有力支持。近年来，海宁市经济稳

步增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

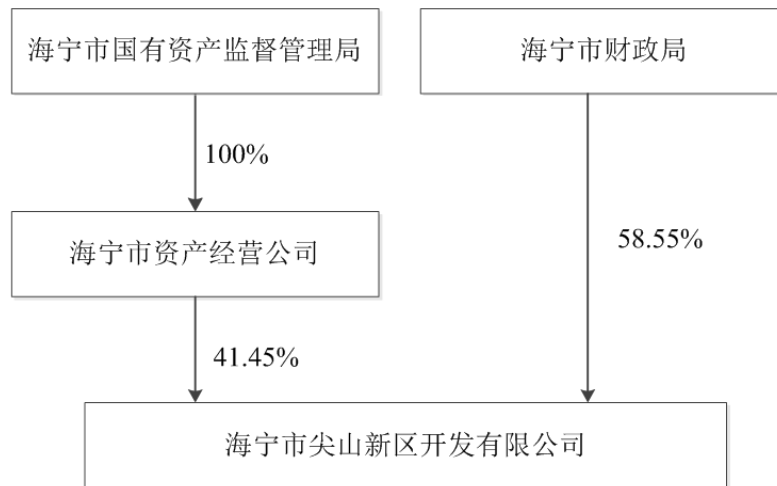
近三年，公司资产规模有所增长，资产中存货、在建工程和其他应收款占比较大，公司资产流动性较弱；所有者权益结构稳定性较好；有息债务规模小幅增长，整体债务负担适中；公司自身盈利能力较弱，政府补贴对利润总额影响较大；经营活动产生的现金流量净额波动较大。

海宁经济开发区（尖山新区）是海宁市重点打造的建设平台，区内优质土地资源丰富，公司拥有较大规模的可用于开发的存量土地，未来能够产生较大规模的土地出让金返还收入，但易受土地市场行情波动的影响。随着地区经济的持续发展，公司作为海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，整体抗风险能力有望进一步增强。

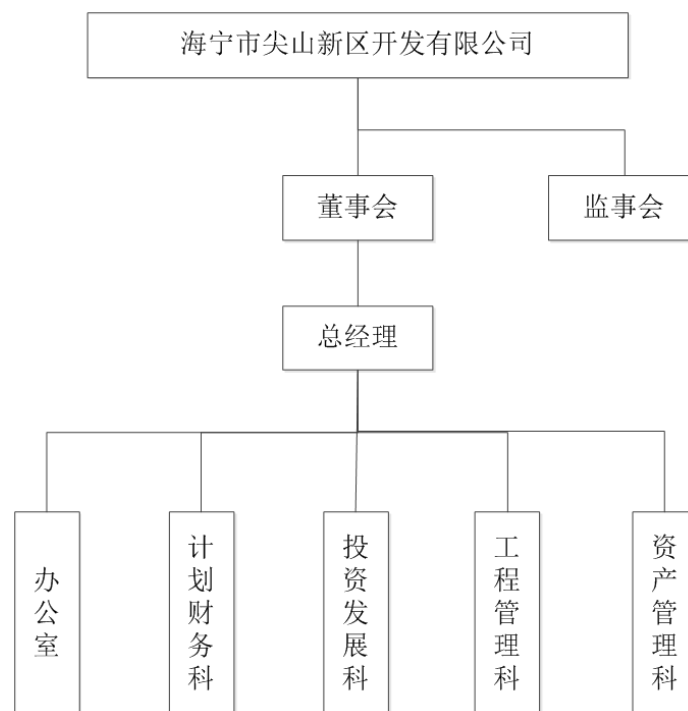
本期债券与2018年9月发行的“18海宁新区债01 / 18尖山01”的募投项目均为海宁国际装备制造产业园项目，未来偿债资金主要来源于厂房销售收入和资产出租收入。经测算，募投项目在两期债券存续期间收入可覆盖两期债券用于募投项目建设的募集资金的还本付息。两期债券均设置了提前分期还本条款，有效缓解了公司的集中偿付压力。此外，海宁资产为两期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，上述担保措施有效提升了两期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券项目收益情况和增信措施的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2017 年底公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	业务性质
1	浙江钱塘江投资开发有限公司	82500.00	100.00	投资开发、房地产开发
2	海宁半岛广告传媒有限公司	40.00	100.00	广告服务
3	海宁市尖山新区物业管理有限公司	58.00	100.00	物业管理
4	海宁市众力产业投资有限公司	30000.00	70.00	投资管理

附件 2 担保方信用评级报告

附件 3 截至 2017 年底公司土地资产情况

(单位：平方米、万元)

序号	证号	面积	使用权类型	用途	账面价值	是否抵押
1	海国用(2009)第 JS01019010 号	48667.00	出让	商业住宅	12653.42	否
2	海国用(2010)第 7410099024 号	42530.00	出让	商业住宅	11185.39	否
3	海国用(2010)第 7410099025 号	43184.00	出让	商业住宅	11357.39	否
4	海国用(2010)第 7410099026 号	46848.00	出让	商业住宅	12321.02	否
5	海国用(2010)第 7410099027 号	44321.00	出让	商业住宅	11523.46	否
6	海国用(2010)第 7410099028 号	45508.00	出让	商业住宅	11968.60	否
7	海国用(2009)第 6512129027 号	33571.00	出让	商业住宅	15509.80	否
8	海国用(2009)第 6512129028 号	16860.00	出让	商业住宅	7789.32	否
9	海国用(2009)第 6512129029 号	17356.00	出让	商业住宅	8018.47	否
10	海国用(2009)第 6512129026 号	43718.00	出让	商业住宅	19279.64	否
11	海国用(2012)第 05107 号	66668.00	出让	商业住宅	38192.77	否
12	海国用(2012)第 05105 号	47591.00	出让	商业住宅	27263.93	否
13	海国用(2012)第 08161 号	33498.00	出让	商业住宅	2090.00	否
14	海国用(2013)第 08061 号	67615.00	出让	商业住宅	35497.88	否
15	海国用(2013)第 10445 号	19943.00	出让	商办	2149.00	是
16	海国用(2013)第 12067 号	32831.00	出让	商业	17236.28	否
17	海国用(2013)第 08196 号	66742.00	出让	商业住宅	35039.55	否
18	海国用(2013)03176 号	27501.00	出让	商业住宅	1165.00	否
19	海国用(2014)第 12071 号	32679.00	出让	工业用地	无法与房产价值分开	否
20	海国用(2014)第 10012 号	151894.00	出让	工业用地	无法与房产价值分开	否
21	海国用(2015)第 13281 号	45508.00	出让	商业住宅	2690.00	是
22	海国用(2015)第 13282 号	11394.00	出让	商业住宅	715.00	是
23	海国用(2015)第 13280 号	44321.00	出让	商业住宅	2620.00	是
24	海宁市不动产权第 0044150 号	138840.00	出让	工业用地	4550.00	否
25	海宁市不动产权第 0023625 号	96301.00	出让	工业用地	3120.00	是
26	海宁市不动产权第 0048722 号	58619.00	出让	工业用地	1910.00	否
27	海宁市不动产权第 0014348 号	16167.00	出让	工业用地	530.00	否
合计		1340675.00	--	--	296375.92	--

资料来源：公司提供

注：公司海国用(2013)第 10445 号土地、海国用(2014)第 10012 号土地、海国用(2013)03176 号土地分别入账在“固定资产”科目、“投资性房地产”科目、“在建工程”科目，其余地块入账在“存货”科目。

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.31	7.06	4.21
资产总额(亿元)	110.03	113.66	122.06
所有者权益(亿元)	62.00	62.95	65.12
短期债务(亿元)	14.63	6.55	11.03
长期债务(亿元)	31.99	42.34	38.84
全部债务(亿元)	46.62	48.89	49.87
营业收入(亿元)	4.29	2.83	4.18
利润总额(亿元)	1.24	0.95	1.72
EBITDA(亿元)	1.35	1.10	1.92
经营性净现金流(亿元)	-4.59	1.82	-0.10
财务指标			
销售债权周转次数(次)	188.66	156.16	41.73
存货周转次数(次)	0.07	0.04	0.05
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.04
现金收入比(%)	101.79	99.40	101.23
营业利润率(%)	2.84	6.97	14.57
总资本收益率(%)	4.01	3.76	4.34
净资产收益率(%)	1.99	1.50	2.65
长期债务资本化比率(%)	34.04	40.21	37.36
全部债务资本化比率(%)	42.92	43.72	43.37
资产负债率(%)	43.65	44.62	46.65
流动比率(%)	532.63	1090.13	514.39
速动比率(%)	130.15	239.12	90.55
经营现金流动负债比(%)	-29.35	23.44	-0.59
全部债务/EBITDA(倍)	34.60	44.26	25.97
EBITDA 利息倍数(倍)	0.43	0.34	0.59

注：将其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务核算。

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% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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
 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 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

附件 6-3 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。

联合资信评估有限公司关于 海宁市尖山新区开发有限公司 2018 年度第二期公司债券的跟踪评级安排

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

海宁市尖山新区开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

海宁市尖山新区开发有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对海宁市尖山新区开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，海宁市尖山新区开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如海宁市尖山新区开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对海宁市尖山新区开发有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与海宁市尖山新区开发有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

信用等级公告

联合[2018]1989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。



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⁺

债券名称	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：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	65.53	66.55	66.25	79.12
资产总额(亿元)	702.37	769.80	796.32	794.08
所有者权益(亿元)	282.55	326.41	344.35	353.93
短期债务(亿元)	54.48	53.27	53.11	54.68
长期债务(亿元)	231.62	254.59	248.16	257.66
全部债务(亿元)	286.10	307.86	301.27	312.34
营业总收入(亿元)	43.97	49.73	64.38	18.42
利润总额(亿元)	10.07	10.38	5.09	2.95
EBITDA(亿元)	26.16	27.15	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	-4.01	9.68	48.85	11.17
营业利润率(%)	29.51	22.94	13.35	18.91
净资产收益率(%)	2.77	2.47	0.95	--
资产负债率(%)	59.77	57.60	56.76	55.43
全部债务资本化比率(%)	49.51	47.29	46.66	46.88
流动比率(%)	223.18	256.28	222.44	249.03
全部债务/EBITDA(倍)	10.59	10.79	14.61	--
经营现金流动负债比(%)	-2.33	5.66	26.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	1.92	1.30	--

注：1、公司 2018 年一季度财务数据未经审计；

2、已将其他流动负债中的有息部分和长期应付款计入公司有息债务。

分析师

文中 崔俊凯 马颖

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皮革专业经营开发等经营性业务的国有资产运营平台，区域垄断优势明显。跟踪期内，海宁市经济稳步增长、财政实力逐步增强，政府债务负担进一步减轻，为公司持续发展提供良好的外部环境；跟踪期内，公司持续获得政府在资金注入、资产划入以及政府补助方面的大力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房屋租赁受市场行情不景气影响、利润空间进一步下滑、债务规模持续增长、对外担保比率高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着海宁市基础设施投资开发建设持续推进，公司下属两家上市子公司海宁中国皮革城股份有限公司和浙江钱江生物化学股份有限公司，能形成稳定的收入来源，另外，多元化业务持续发展，公司整体经营规模有望持续。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA、现金类资产以及经营活动现金流入量规模大，对“14 海宁资产 MTN001”债券余额保障能力强。

综合考虑，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

- 跟踪期内，海宁市区域经济持续发展，财政实力逐步增强，为公司提供了良好的外部环境。
- 公司作为海宁市重要的基础设施建设的投资主体和国有资产运营平台，区域垄断优势明显，跟踪期内，在资金、资产划入以及政府补助等方面持续获得海宁市政府有力的支持。

3. 跟踪期内，公司EBITDA、现金类资产以及经营活动现金流入量规模大，对“14海宁资产MTN001”债券余额保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，受皮革行业景气度不高影响，公司商品销售和房屋租赁业务收入同比下滑，盈利能力下降。
2. 跟踪期内，公司投资建设开发资金需求较大，导致公司债务规模处于较高水平，存在较大的对外筹资压力。
3. 公司对外担保规模较大，担保比率高，存在一定或有风险。
4. 跟踪期内，政府补助对公司利润总额贡献大，自身盈利能力弱。

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关于海宁市资产经营公司及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

2017年9月19日，海宁市资产经营公司（以下简称“公司”）发布《海宁市资产经营公司控股股东及实际控制人变更公告》，海宁市政府将市政府国有资产监督机构由海宁市财政局调整为海宁市服务业发展局，海宁市服务业发展局增挂海宁市国有资产监督管理局牌子，海宁市国有资产监督管理局代表海宁市政府行使企业国有资产出资人的职责，公司的实质控制人变更为海宁市国有资产监督管理局。截至2018年3月底，公司注册及实收资本均为20.00亿元，海宁市国有资产监督管理局（以下简称“海宁市国资局”）是公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围、职能定位、部门设置未发生变化。截至2018年3月底，公司纳入合并范围内一级子公司21家。

截至2017年底，公司资产总额796.32亿元，所有者权益344.35亿元（含少数股东权益58.72亿元）；2017年，公司实现营业总收入64.38亿元，利润总额5.09亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额794.08亿元，所有者权益353.93亿元（含少数股东权益59.34亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入18.42亿元，利润总额2.95亿元。

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：曹立群。

三、存续债券及其募集资金使用情况。

截至跟踪评级日，“14海宁资产MTN001”

债券余额10.00亿元，已于2017年9月24日完成付息，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	起息日	期限
14 海宁资产 MTN001	10.00	2014-09-24	5

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，中国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种

货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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(71.2%)也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，中国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元，同比增长7.2%(实际增长1.3%)，增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降；制造业投资增速(4.8%)小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，中国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，中国居民人均可支配收入25974元，同比名

义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值(15.3万亿元)和进口总值(12.5万亿元)同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(56.3%)较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政

府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施

的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了

总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设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。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

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，主要负责海宁市城市基础设施、保障安置房等项目建设和运营，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，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

根据《2017年海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2017年，海宁市实现地区生产总值866.07亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业实现增加值21.76亿元，增长2.0%；第二产业实现增加值479.40亿元，增长9.2%；第三产业实现增加值364.91亿元，增长7.0%。三次产业结构调整为2.5：55.4：42.1。

2017年，海宁市实现规模以上工业增加值317.98亿元，比上年增长10.7%。2017年，海宁市完成固定资产投资591.05亿元，比上年增长11.0%，其中，第一产业投资1.97亿元，下降19.6%；第二产业投资278.31亿元，增长10.3%；第三产业投资310.77亿元，增长11.9%。

根据海宁市财政局提供的数据，2017年，海宁市地方可控财力为214.70亿元，同比增长50.87%；其中一般公共预算收入77.72亿元，同比增长7.94%，上级补助收入18.62亿元，政府性基金收入115.35亿元。截至2017年底，海宁市政府全部债务余额为108.16亿元，债务率为50.38%，较上年下降19.01个百分点，债务负担处于合理水平。

总体看，跟踪期内，海宁市经济总量稳步增长，财政实力不断增强，地方政府债务负担有所下降。

六、基础素质分析

公司作为海宁市基础设施建设主体和国有资产运营平台，其业务具有区域垄断优势，公司在跟踪期内持续获得政府支持，主要表现在：2017年，公司及其下属子公司获得政府的资金以及资产划入合计16.55亿元，计入公司的“资本公积”；公司持得政府补助和税收返还合计

15.84亿元，计入公司的“其他收益”；收到政府补贴0.21亿元，计入公司的“营业外收入”。

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），截至2018年4月4日，公司无不良信用记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员发生多次变动和调整。

2017年5月24日，经海宁市人民政府决定，免去许建明先生公司董事长、总经理职务，任命蒋雪标先生为公司董事长、总经理。

2017年6月9日，经海宁市人民政府决定，免去蒋雪标先生公司董事长、总经理职务。

2017年7月3日，经海宁市人民政府决定，任命曹立群先生为公司董事长、总经理。

曹立群先生，生于1966年12月，大学学历，曾任海宁市财政局袁花财税税务专管员，稽征管理科、检查科、征收管理科科员，市地税局征收管理科副科长、科长、稽查局副局长等职，现任海宁市财政局党委委员、副局长、地税局副局长、海宁市财政局党委副书记。

上述公司主要管理人员的变动，可能会对公司经营管理带来一定的影响，联合资信将持续关注。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为重要的海宁市基础设施建设主体和国有资产运营平台，主要业务包括公共基础设施建设、土地整理开发以及安置房建设，收入主要来源为房屋销售、房屋租赁以及物业管理等。

2017年，公司实现主营业务收入61.59亿元，同比增长31.41%，主要来自房屋销售的增长，房屋销售和房屋租赁仍是公司的重要收入来源。公司的房屋销售收入分别由安置房、商铺、商品房以及商业房地产等收入构成，2017年，公司确认房屋销售收入24.21亿元，同比增

长81.62%，主要系当年安置房结转收入较多所致；公司实现房屋租赁7.00亿元，同比下降25.77%，主要系哈尔滨市场承租权到期，新签承租的商铺不多所致；受国家皮革进出口贸易不景气影响，公司商品销售实现收入3.60亿元，同比下降20.53%；公司实现土地开发收入5.24亿元，同比增长21.30%，主要系包干费上调所致；公司实现水务收入4.44亿元，同比增长88.14%，主要系海宁市政府将当年污水处理费收入计入营业收入导致污水处理费收入快速增长所致。

毛利率方面，2017年，公司主营业务综合毛利率14.73%，其中房屋销售毛利率12.38%，同比减少15.21个百分点，主要系结转收入以安置房为主，价格较低所致；房屋租赁毛利率52.57%，同比减少14.74个百分点，主要系皮革行业市场景气度不高，公司下调了部分商铺的

租赁单价所致；水务收入毛利率快速增至-54.20%，但仍为负值，主要系当年污水处理费收入计入了公司营业收入，但是公司在提升水质及扩建等方面持续投入，成本较大导致毛利率为负值。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入17.49亿元，相当于2017年28.40%，综合毛利率20.10%，其中房屋销售实现收入6.68亿元，相当于2017年27.59%，毛利率9.84%；房屋租赁实现收入2.67亿元，相当于2017年38.14%，毛利率57.45%。

跟踪期内，房屋销售及房屋租赁仍是公司收入主要来源，房屋销售的快速增长带动整体主营业务收入有所增长，但是安置房毛利率较低，公司整体盈利能力仍较弱。

表3 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016年			2017年			2018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	133294.82	28.44	27.59	242053.44	39.30	12.38	66757.57	38.17	9.84
房屋租赁	94314.62	20.12	66.74	70028.37	11.37	52.57	26742.87	15.29	57.45
商品销售	45282.34	9.66	8.39	36025.89	5.85	6.82	5615.90	3.21	9.08
物业管理	48120.66	10.27	77.13	47600.83	7.73	65.64	270.05	0.15	-146.15
生物制品业	28900.31	6.17	24.70	31243.82	5.07	21.83	5959.69	3.41	13.52
土地开发收入	43235.58	9.23	-1.06	52357.47	8.50	0.51	13283.10	7.59	42.49
水务收入	23572.88	5.03	-109.86	44403.47	7.21	-54.50	8744.76	5.00	-32.60
其中：水费收入	21975.84	4.69	-16.45	31584.99	5.13	0.22	5016.92	2.87	-32.42
其中：污水处理收入	1597.04	0.34	-1395.25	12818.48	2.08	-189.32	3727.84	2.13	-32.83
燃气收入	21158.04	4.51	0.05	31150.32	5.06	0.55	10071.87	5.76	0.39
热电行业	12203.62	2.60	29.76	14592.04	2.37	17.06	3481.25	1.99	4.85
给排水施工	7847.79	1.67	14.42	31990.08	5.19	-7.01	9727.85	5.56	8.22
其他收入	10727.69	2.29	43.64	14503.48	2.35	47.81	24262.09	13.87	35.02
合计	468658.35	100.00	27.92	615949.21	100.00	14.73	174917.00	100.00	20.10

资料来源：公司提供

2. 业务运营分析

(1) 基础设施建设业务

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。公司目前的在建项目均为建成后自持，无政府代建回购项目。

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建设，土地整理和保障房建设业务及相关社会事业项目的主体。对于公司承担的海宁市区道路、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，政府获得的土地出让金返还为公司作为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。

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》，2017和2018年1~3月，城投集团及其下属子公司收到财政拨款、补助款分别合计11.96亿元和9.79亿元，计入“资本公积”。

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。

在建项目方面，截至2018年3月底，公司主要在建基础设施投资项目共计9个，概算总投资19.86亿元，已完成投资8.61亿元，未来尚需11.25亿元。

表4 截至2018年3月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目	总投资	竣工时间	截至2018年3月底已完成投资	未来投资计划		
				2018年	2019年	2020年
海州路东延（碧云路至08省道）	19957.00	2018.12	19272.00	685.00	--	--
西山路延伸（海宁一中-环西二路）	19455.00	2018.12	15551.00	3904.00	--	--
平阳路（农丰路-海昌路，智丰路-文苑路）	10138.00	2018.12	2360.00	7778.00	--	--
洛塘河新开河段北侧（文苑路-农丰路）景观绿化工程	10000.00	2018.12	4210.00	5790.00	--	--
新建中心菜场项目	17588.00	2019.5	10905.00	2300.00	4383.00	--
易地新建丁桥初中工程	12742.00	2019.11	0.00	6800.00	5942.00	--
许村布艺小镇艺创中心（南区）	26097.00	2020.6	6000.00	7000.00	10000.00	3097.00
许村布艺小镇艺创中心（北区）	49811.00	2020.12	3000.00	10000.00	20000.00	16811.00
长安镇桑亭路（胡长公路）工程	32856.00	2018.12	24801.00	8055.00	--	--
合计	198644.00	--	86099.00	52312.00	40325.00	19908.00

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至2017年底，公司基础设施建设业务主要拟建项目7个，预计总投资4.14亿元。

总体看，跟踪期内，公司持续推进海宁市的基础设施项目建设，投资规模较大，未来仍存在一定的对外筹资压力。

表5 截至2018年3月底公司未来拟建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	建设时间	未来投资计划	
			2018年	2019年
平阳路（文苑路—海宁大道）	7800.00	2018.9-2019.11	1000.00	6800.00
农丰路（长丰路—平阳路）	4100.00	2018.10-2019.12	900.00	3200.00
联合路（海涛路—攀龙桥）	5100.00	2018.8-2019.10	500.00	4600.00
水月亭路（赵家漾路-海昌路）改造工程	4200.00	2018.6-2019.7	2100.00	2100.00
洛塘河北侧绿化（文苑路—海宁大道）	8500.00	2018.9-2019.12	1000.00	7500.00
新开洛塘河两侧堤防绿化（海涛路至08省道）	5200.00	2018.6-2019.7	3000.00	2200.00
浙大国际学院北侧绿化景观一期工程	6500.00	2018.6-2019.7	2300.00	4200.00
合计	41400.00	--	10800.00	30600.00

资料来源：公司提供

（2）土地整理业务

跟踪期内，公司土地整理业务继续由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，土地开发公司主要负责市区规划范围内征地拆迁工作及前期土地整理工作。

业务模式方面，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，总体规划，分片实施，分片开发，具体内容为对上述范围内的土地征收、拆迁、安置、三通一平工程建设工作。土地开发公司根据项目进度滚动分次开发，投入资金对土地进行前期整理，土地整理完成后，土地开发公司将土地交给收储中心收储并进行出让。待收储土地出让或行政划拨后，海宁市财政局支付土地开发公司土地整理包干费用（即土地整理收入），一般而言，土地出让后的3~6个月内可以结清。财综【2016】4号文后，土地开发公司新投入的土地一级开发业务遵循财综【2016】4号文的要求签订协议，在结算方式上不与土地出让金挂钩，明确按协议金额支付报酬，按照约定包干经费标准支付土地开发公司相关土地整理费用。

土地整理包干费用（即土地整理收入）方

面，根据2012年9月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》，征地拆迁安置包干经费标准为每亩30万元。根据海政办发【2017】37号文，海宁市政府决定自2017年4月1日起，市区城市规划控制区内农村拆迁安置包干经费标准调整为50万元/亩。

2017年，公司整理土地336亩，出让土地599亩，实现土地整理收入5.24亿元。2018年1~3月，公司出让土地25亩，实现土地整理收入1.33亿元。

表6 公司土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

年度	2016年	2017年	2018年 1~3月
整理面积	384.00	336.00	--
整理支出	1.15	1.04	--
出让面积	715.00	599.00	25.00
土地整理收入	4.32	5.24	1.33

资料来源：公司提供

注：公司土地整理出让允许分期缴款，故出让面积与确认收入存在错配性。

公司目前土地资源充足，未来完成整理和出让后可形成一定的土地整理收入。截至2017年底，公司存货中土地整理成本账面价值57.46亿元，2018年全年公司计划对外出让土地714亩，预估土地出让单价为500万元/亩，预计形成土地出让收入35.70亿元。但土地实际出让情况容易受到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）内唯一土地开发整理业务主体，业务垄断性突出。公司土地整理业务持续性强。但同时联合资信也关注到，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，公司土地整理收入可能出现一定波动。

（3）房屋销售业务

公司房屋销售分别来自于下属子公司城投集团的安置房及商业房地产销售收入，海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”）商铺销售收入，以及少量来自于海宁市盐官景区综合开发有限公司（以下简称“盐官综合”）和浙江金海建设开发有限公司（以下简称“金海建设”）的安置房和商品房销售收入。

2017年，公司房屋销售实现收入24.21亿元，同比增长81.59%，主要系月亮湾、江南世家和人民花苑三个安置房（内含配套建设的商品）以及工人路商业中心交付确认收入所致，毛利率12.38%，同比减少15.21%，主要系结转收入的房产中安置房占比较大且销售价格较低所致。2018年1~3月，公司房屋销售实现收入6.68亿元，毛利率9.84%。

安置房销售

公司安置房销售收入主要来自城投集团，盐官综合的安置房销售收入规模很小。

根据《关于明确海宁市城市发展投资集团有限公司和海宁市交通投资集团有限公司的有关意见的通知》（海政发【2008】11号文），海宁市城市规划区范围内安置房建设由城投集团负责；城投集团建设的安置房的建设用地由城投集团通过摘牌所得，市政府将根据公司运作情况择时批准一定比例（30%左右）的房屋进入市场销售，销售收入用于城市基础设施建设等，其余部分用于安置被拆迁住户。目前，城投集团下属子公司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”）作为安置房建设项目的经营实体，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。

城投集团安置房业务盈利主要来源于超过需安置面积部分（30%左右）的住宅用房销售及配套建设的商业用房的销售收入，安置房销售价格实行分档计价。具体来看，城投集团按照海宁市政府的有关规定，以货币补偿或房屋产权调换的方式对拆迁户进行安置，改建地段或就近地段安置时原面积部分按市场价80%计价，超原面积50%（含）以内部分按市场价85%计价，超原面积50%以上部分按市场价计价。

收入确认方面，城投集团根据安置协议交房给被拆迁户并结算时确认收入，公开销售的房产按项目竣工开具不动产发票时确认收入，会计处理方式按开票金额计主营业务收入，同时结转成本。

表7 城投集团安置房销售情况
(单位: 万平方米、万元)

项目	2016年	2017年	2018年 1~3月
安置房开工面积	15.26	15.52	--
安置房竣工面积	89.14	25.50	--
安置房销售面积	11.30	21.26	2.54
安置房销售收入	37822.35	87871.17	12363.36

资料来源：公司提供

2017年城投集团安置房新开工15.52万平方米，竣工25.50万平方米。由于跟踪期内月亮湾、江南世家、人民花苑三个安置房交付实现销售，城投集团安置房销售收入增加至8.79亿元；毛利率为-3.30%。2018年1~3月，城投集团实现安置房销售收入1.24亿元，毛利率为-43.66%。城投集团该业务毛利率为负主要系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，导致安置价格低于其建设成本所致。政府通常会对城投集团安置房业务的亏损进行补贴，2017年城投集团获得财政补助9.55亿元（公司计入“其他收益”），主要用于弥补城投集团群利小区、北湖嘉园一期、二期等拆迁安置房项目产生的政策性亏损。

表 8 截至 2018 年 3 月底城投集团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 2018 年 3 月底已投资	未来仍需投入	预计投资额		
					2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
长田区块安置房	2012.10~2018.12	24996.00	23116.00	1880.00	1880.00	--	--
双凤二期安置房	2013.3~2018.6	102343.00	65164.00	37179.00	34433.00	2746.00	
伊桥二期安置房	2012.12~2018.12	116900.00	78890.00	38010.00	8810.00	18000.00	11200.00
红纸坊安置房	2016.11~2019.8	15106.00	13000.00	2106.00	2106.00	0.00	--
怡景湾	2017.12~2020.1	105000.00	47776.00	57224.00	42424.00	14800.00	--
合计	--	364345.00	227946.00	136399.00	89653.00	35546.00	11200.00

资料来源: 公司提供

截至2018年3月底, 城投集团主要在建安置房项目总投资为36.43亿元, 已完成投资22.79亿元, 未来仍需投资13.64亿元。

城投集团目前主要的拟建安置房项目包括海新公路旁安置房、硖北里二期安置房及康乐路西、塘南路北公寓房, 总投资33.50亿元, 预计2018~2020年分别投资15.70亿元、12.90亿元和4.90亿元。

2017年, 公司实现安置房销售收入(含盐官综合)共计8.96亿元, 毛利率-3.88%。

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

商品房销售

公司的房地产开发业务经营主体为下属子公司城投集团、浙江钱江生物化学股份有限公司(以下简称“钱江生化”)、海宁皮城和金海建设, 截至2018年3月底, 公司主要开发在售的房地产项目分别为东方艺墅(基本售罄)、钱江大厦(基本售罄)、华府景苑、海城大楼以及安置房配套商铺销售, 其中, 东方艺墅由海宁皮城负责, 华府景苑由城投集团负责, 钱江大厦由钱江生化负责。跟踪期内, 公司商品房销售收入主要来自城投集团的商品房开发项目。

华盛嘉苑商品房开发项目位于文宗路西侧、丁桥港北侧, 项目概算 25000 万元, 开发周期为 2010 年 1 月至 2013 年 1 月, 已于 2013 年 9 月竣工完成。项目设计建筑面积 56131.4 平方米。截至 2018 年 3 月底, 该楼盘已销售完毕, 累计实现销售收入 3.66 亿元。

2017年, 商业房地产销售实现收入10.84亿元, 毛利率12.18%。

截至2018年3月底, 公司主要在建的商业房地产项目为荷园项目, 荷园项目位于海宁大道北侧、康乐路东侧, 项目概算12500万元, 开发周期为2016~2018年, 设计建筑面积71809.48平方米。截至2018年3月底, 已完成投资6410万元。公司未来暂无拟建商业房地产项目。

商业房地产销售

公司商业房地产销售收入均来自城投集团的安置房配套商铺销售。

截至 2018 年 3 月底, 公司安置房配套商铺规划可销售面积为 104207.38 平方米, 已确认收入面积为 37764.86 平方米。2017 年, 该业务板块实现收入 1.70 亿元; 由于跟踪期内有部分商铺用于安置, 价格低, 故毛利率水平很低, 为 2.45%。

老城区改造项目位于市区工人路南侧、人民路西侧、长埭路北侧, 属于海宁市老城区繁华商业核心区, 包括工人路商业中心一期、二期等项目; 其中一期项目开发周期为2014~2016年, 项目总投资19.49亿元, 截至2018年3月底, 项目已完工并实现销售, 2017年确认销售收入1.20亿元; 二期项目目前正处于征迁阶段, 预计2018年底开工建设, 计划总投资8亿元。公司商业地产板块未来投资规模一般。

商铺及配套物业销售

公司的商铺销售主要来自海宁皮城。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, 为了提高

优质商户的稳定性和对市场的忠诚度，树立市场知名度和品牌优势，持续吸引大量的消费者和采购商，海宁皮城选择向知名生产商和品牌经销（或代理）商销售商铺，同时，为降低生产商及代理商运营成本，海宁皮城还出售了部分加工区厂房、配套物业等。

截至2018年3月底，海宁皮城主要销售的商铺项目包括皮革城大酒店、皮革城二期、皮革城三期、佟二堡海宁皮革城、皮革城三期品牌风尚中心、四期商务楼、佟二堡二期原辅料市场、皮革城五期、六期项目、济南皮革城项目和郑州皮革城项目等。

2017年，海宁皮城商铺及配套物业销售实现收入2.71亿元，毛利率73.27%。

截至2018年3月底，公司在建商铺为海宁皮革时尚小镇创意核心区一期工程，总投资为12.00亿元，截至2018年3月底，已完成投资7.85亿元，未来尚需4.15亿元。

总体看，跟踪期内，公司房屋销售收入快速增长，但是未来可销售的商业房地产项目规模开始萎缩以及商铺销售规模较小，公司未来收入仍将以安置房销售为主，盈利能力较弱。

（4）房屋租赁业务

公司房屋租赁收入主要来自海宁皮城，还有小部分来自城投集团。海宁皮城目前已经在海宁、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，海宁皮城开发经营的物业大部分以租赁为主。截至2018年3月底，公司可出租全部物业面积总计157.19万平方米，其中海宁皮城155万平方米，城投集团面积共计2.19万平方米。跟踪期内，公司房屋出租率为100%。

海宁皮城商铺出租模式为，一般采用定价定向方式或招投标方式确定租赁价格。定价方式是指海宁皮城根据世家成交价格、市场人气、市场运营情况、商品市场行情等综合因素制定不同的租赁价格，并对参与商户进行综合评定，在合格商户中以抽签方式决定租赁商户；招投标方式是指在海宁皮城确立的最低中标价基础

上，通过逐一投标产生最高竞标价。

租金协议方面，海宁皮城与承租人（商户）签订租赁合同和经验管理协议，明确规定租赁期限、租赁金额和经营用途等。租赁期限以1年为主，海宁皮城在每年3~7月预收下一年度租金，租金在租赁期限开始前一次性付清。

除正常租金外，部分商铺租赁收入中包含较大规模的承租权费，承租权费包含于租金价格中随租金一并支付，承租人在承租权费持续期内对商铺拥有优先承租权，因商铺租赁需求较高导致含承租权费的商铺租金水平较高，该部分商铺未来在承租人拥有优先承租权的情况下续约租金预计将降至同类同地段租金水平，对海宁皮城未来租赁收入增长产生一定影响。

2017年，公司实现房屋租赁收入7.00亿元，同比下降25.77%，主要系由于2017年哈尔滨市场承租权到期，同时为维护成熟市场的稳定，部分市场商铺的租赁单价局部下调所致，受此影响，毛利率由上年66.74%下降至52.57%，同比减少14.17个百分点。2018年1~3月，公司实现房屋租赁收入2.67亿元，毛利率为57.45%。

（5）商品销售业务

公司商品销售经营主体为海宁皮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”）。海宁皮革进出口负责海宁皮城全部进出口业务，其主要从事各类商品及技术的进出口业务，是为海宁皮城市场的商户提供进出口配套服务。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形式，其中，自营业务是海宁皮革进出口自己询盘、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。

代理业务是海宁皮革进出口主要收入来源且占比超过95%，具体操作为生产企业和境外购买方谈妥《购货合同》之后，委托海宁皮革进出口办理相关的进出口手续，并向委托方收取代理费。

2017年，公司实现商品销售收入3.60亿元，同比下降20.53%，主要系国际经济影响所致，当期，毛利率为5.85%，同比减少3.81个百分点；2018年1~3月，公司实现商品销售收入5615.90万元，毛利率9.08%。

(5) 物业管理业务

公司的物业管理主要是配套海宁皮革城项目形成的物业管理业务，其经营主体主要为海宁皮城。

2017年，物业管理实现收入4.76亿元，同比小幅下降1.08%，毛利率为65.64%，同比减少11.49个百分点，主要系物业收费费率下调所致；2018年1~3月，物业管理实现收入270.05万元，主要系需到年底结算收入所致，毛利率为-146.15%。

(6) 生物制品业业务

公司生物制品业务经营主体为钱江生化，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。公司直接持有钱江生化33.30%的股份。钱江生化是国家重点高新技术企业，中国农药100强企业，国内规模最大的新型生物农药、兽药生产企业之一。

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。2017年，原煤每月使用量11000吨左右，主要向鹿邑县宏伟鑫达煤炭购销有限公司和徽山县浩丰煤炭有限公司等公司采购；淀粉和碎米的年消耗量分别为9500吨和7600吨左右，淀粉主要向嘉吉生化有限公司采购，碎米主要向安徽省无为县农兴粮油购销有限公司采购。

产能利用率方面，2017~2018年1~3月，赤霉素产能利用率处于较高水平，分别为111.79%和63.39%，其余产品未来有提供的空间。

2017~2018年1~3月，公司实现生物制品业务收入分别为3.12亿元和0.60亿元，毛利率分别为21.83%和13.52%。

2017~2018年1~3月，公司实现生物制品业务收入分别为3.12亿元和0.60亿元，毛利率分别为21.83%和13.52%。

表9 2016~2018年1~3月钱江生化生产情况

产 品	2016年			2017年			2018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	0.37	37.00	1.00	0.36	36.00	1.00	0.07	28.00
阿维菌素（吨）	30.00	7.02	23.40	30.00	10.65	35.50	30.00	1.77	23.60
赤霉素（吨）	150.00	167.83	111.89	150.00	167.68	111.79	150.00	23.77	63.39
硫酸粘菌素（吨）	500.00	307.43	61.49	500.00	342.22	68.44	500.00	11.49	9.19

资料来源：公司提供

跟踪期内，生物制品业务收入有所增长，但生产经营情况受需求端波动影响较大，未来发展具有一定不确定性。

(7) 水务业务

公司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。水务板块收入分别来自自来水销售收入和污水处理费收入。2017年，公司实现水务收入4.44亿元，同比增长88.14%，主要系海宁市政府变更污水处理费收入方式（将原以补贴形式返还公

司现全作为公司正常的经营收入）所致，当年毛利率上升至-54.50%，但仍为负值，主要系人工成本上涨以及公司不断提高供水及污水处理能力导致整体成本上升所致。2018年1~3月，公司实现水务收入0.87亿元，毛利率为-32.60%。

供水

2017年4月，根据水务集团《关于海宁钱塘水务有限公司吸收合并海宁市自来水有限公司的情况说明》以及海水务请【2016】39号、海宁市政府领导指示拟办单（编号2016第21号）文件精神，海宁钱塘水务有限公司（以下简称

“钱塘水务”）对同受水务集团控制的海宁市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）进行吸收合并，水务集团自来水销售业务由钱塘水务和海宁市第二水厂有限公司（以下简称“第二水厂”）负责。

截至2018年3月底，水务集团拥有2个自来水厂，日供水能力60万立方米，供水管道总长8100余公里，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。

2017年，水务集团实现水费收入3.16亿元，同比增长43.64%，毛利率为0.22%；2018年1~3月，水务集团实现水费收入5016.92万元，毛利率为-32.42%。

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”）等负责，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2018年3月底，水务集团拥有污水处理厂3个，日污水处理能力36万立方米，污水管道总长1694公里。2017年，水务集团污水处理量为9723吨，管网建设232公里，管网建设100%覆盖海宁全部区域。

2017年，水务集团实现污水处理费收入大幅增加至1.28亿元，毛利率为-189.32%；2018年1~3月，水务集团实现污水处理费收入3727.84万元，毛利率为-32.83%。

总体看，跟踪期内，政府改变污水处理费确认方式，水务业务收入规模快速增长，但是成本以及提升改造工程的持续投入，水务业务持续亏损。

（8）其他业务

公司其他收入主要包括燃气、热电酒店服务、给排水工程、景区收入、技术服务、汽车培训、广告宣传及管理收入等，是公司收入的重要补充部分。

2017年，公司实现其他业务收入合计9.22亿元，同比增长43.69%，2018年1~3月，公司实现上述业务收入4.75亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）杭州分所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2018年1季度财务报表未经审计。

从合并范围看，截至2018年3月底，合并范围内一级子公司21家。2017~2018年1~3月，公司通过非同一控制下企业合并获得子公司4家，新纳入合并范围内的子公司规模较小，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司资产总额796.32亿元，所有者权益344.35亿元（含少数股东权益58.72亿元）；2017年，公司实现营业收入64.23亿元，利润总额5.09亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额794.08亿元，所有者权益353.93亿元（含少数股东权益59.34亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入18.40亿元，利润总额2.95亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额796.32亿元，同比增长3.44%，其中流动资产（占50.95%），非流动资产（占49.05%）。

表10 2016~2017年公司资产构成情况
(单位: 亿元、%)

科目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	438.20	56.92	405.72	50.95
货币资金	66.28	8.61	65.89	8.27
其他应收款	104.28	13.55	93.65	11.76
存货	226.13	29.38	214.51	26.94
非流动资产	331.60	43.08	390.60	49.05
可供出售金融资产	40.55	5.27	49.59	6.23
投资性房地产	72.93	9.47	70.27	8.82

固定资产	57.30	7.44	67.28	8.45
在建工程	100.48	13.05	125.99	15.82
资产总额	769.80	100.00	796.32	100.00

资料来源：公司审计报告&联合资信整理

流动资产

2017 年底，公司流动资产 405.72 亿元，同比下降 7.41%，主要来自其它应收款和存货的下降，公司流动资产构成中主要以货币资金（占 16.24%）、其它应收款（占 23.08%）和存货（占 52.87%）为主。

2017 年底，公司货币资金 65.89 亿元，同比小幅下降 0.59%，主要以银行存款（占 92.35%）和其他货币资金（占 7.63%）为主，其中其他货币资金均用于质押和保证金，为公司的受限资金。总体看，公司受限资金规模较小，对资金占用影响较小。

2017 年底，公司其他应收款 93.65 亿元，同比下降 10.20%，主要系公司于当年收回了部分往来款所致。公司其他应收款主要为与海宁市财政局和海宁市土地收储中心等单位的往来款，账龄多为 1~3 年以内。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用，但是考虑到欠款单位多为政府及国有企业，回收风险较低。

表 11 公司其他应收款金额前 5 名情况

(单位：万元、%)

单位名称	款项性质	账面余额	占比
海宁市财政局	往来款	344103.85	36.32
海宁市土地收储中心	土地收储款	128604.61	13.58
海宁盐官百里钱塘观潮景区管理委员会	往来款	78664.70	8.30
海宁市旧区有机更新开发有限公司	往来款	65122.65	6.87
杭州至海南城际铁路建设指挥部	往来款	38500.00	4.06
合计	--	654995.81	69.13

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 214.51 亿元，同比下降 5.14%，主要为在建开发成本和开发产品等，主要包括保障安置房和土地整理成本。公司累计计提跌价准备 364.10 万元。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产 390.60 亿元，同比增长 17.79%，主要来自在建工程 and 无形资产的增长；公司非流动资产主要以可供出售金融资产（占 12.69%）、投资性房地产（占 17.99%）、固定资产（占 17.22%）和在建工程（占 32.26%）为主。

2017 年底，公司可供出售金融资产 49.59 亿元，同比增长 22.27%，主要系子公司交投集团出资 3.24 亿元设立浙江杭海城际铁路有限公司（持股 15.88%），水务集团出资 4.15 亿元与嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会共同设立嘉兴市原水投资有限公司以及子公司（金融投资）转持财通证券股份有限公司股票 1.65 亿元所致。

2017 年底，公司长期股权投资 25.45 亿元，同比增长 15.51%，主要系公司对海宁市盐官古城旅游股份有限公司等企业的追加投资所致。

2017 年底，公司固定资产 67.28 亿元，同比增长 17.41%，主要系在建工程转入较多建筑物、市政工程和公路资产所致。

2017 年底，公司投资性房地产 70.27 亿元，同比下降 3.64%，主要为海宁皮革城对外出租的商铺等房产。

2017 年底，公司在建工程 125.99 亿元，同比增长 25.39%，主要系城市基础设施建设工程、道路整修项目持续投入所致。

2017 年底，公司无形资产 19.55 亿元，同比增长 352.04%，主要系公司子公司紫光水务、紫薇水务于 2017 年 3 月 20 日以及长河水务于 2017 年 11 月 1 日分别与海宁市住房和城乡建设局签订的《城市供水特许经营协议》，协议约定，紫光水务、紫薇水务及长河水务提供城市供水服务特许经营期限开始之日起将需无偿移交的项目设施转入“无形资产-特许经营权”核算所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 794.08 亿元，较 2017 年底小幅下降 0.28%，总体保持稳定，其中流动资产占 50.42%，非流动资产占

49.58%。与 2017 年底相比，公司货币资金 78.86 亿元，较 2017 年底增长 19.69%，主要来自公司于 2018 年 3 月 14 日发行 6 亿元“18 海宁资产 MTN001”；公司无形资产 13.02 亿元，较 2017 年底下降 33.40%，主要系公司子公司水务集团收购企业相关无形资产溢价认定不同所致。

2018 年 3 月底，公司受限资产共计 42.95 亿元，占所有者权益 12.14%，受限比例一般，分别来自受限货币资金 5.02 亿元，用于抵押的资产（主要包括房产、土地和管道资产）账面价值 19.36 亿元，用于质押的资产（主要包括自来水收费权、税费、股权和存单等）账面价值 18.57 亿元。

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，资产结构保持稳定。公司货币资金较为充足，但是其他应收款规模较大，对资金形成较大的占用，存货占比较高，且主要以开发成本为主，变现能力较弱；在建工程、投资性房地产及固定资产规模较大。公司整体流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益构成

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 344.35 亿元，同比增长 5.50%，主要来自资本公积和未分配利润的增长；公司所有者权益主要以实收资本（占 5.81%）、资本公积（占 64.20%）、未分配利润（占 12.31%）和少数股东权益（占 17.05%）为主。

2017 年底，公司资本公积 221.08 亿元，同比增长 7.06%，主要来自根据海财会【2017】101 号、103 号和 104 号等文件，公司合计收到海宁市人民政府各类形式的资金、资产划入 16.55 亿元，另外，受到子公司（社发集团）减少注册资本、海宁皮城取得长期股权投资的会计处理减少资本公积以及交投集团收到划拨房屋计提折旧减少资本公积等事项的影响，公司资本公积合计减少 1.97 亿元。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 353.93 亿元（含少数股东权益 59.34 亿元），较 2017 年底增长 2.78%，主要来自未分配利润的增长。

跟踪期内，受海宁市人民政府资金及资产划入的影响，公司资本公积有所上升，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 451.97 亿元，同比小幅增长 1.94%，其中流动负债占 40.36%、非流动负债占 59.64%。公司负债结构以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 182.39 亿元，同比增长 6.67%，主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债的增长；公司流动负债主要以应付账款（占 17.18%）、预收款项（占 11.80%）、其他应付款（占 34.77%）和一年内到期非流动负债（占 19.79%）为主。

2017 年底，公司应付账款 31.34 亿元，同比下降 9.03%，主要系公司结算部分工程款项所致。

2017 年底，公司预收款项 21.51 亿元，同比增长 18.72%，主要为海宁皮城商铺租金以及房地产项目预缴订金。

2017 年底，公司其他应付款 63.42 亿元，同比增长 16.98%，主要系往来款增加所致。

2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 36.10 亿元，同比增长 21.28%，其中一年以内到期的长期借款 30.10 亿元，一年内到期的应付债券 6.00 亿元。

2017 年底，公司其他流动负债 13.99 亿元，同比下降 27.83%，主要系公司偿付了部分短期融资券所致，公司其他流动负债构成中短期融资券 9.00 亿元，预提土地增值税 4.99 亿元，已将短期融资券计入公司有息债务中。

2017 年底，公司非流动负债 269.58 亿元，同比下降 1.04%，主要以长期借款（占 25.70%）、应付债券（占 47.75%）和长期应付款（占 18.61%）为主。

2017 年底，公司长期借款 69.28 亿元，同

比下降 19.49%，主要为抵押、质押和保证等方式取得的银行借款。

2017 年底，公司应付债券 128.72 亿元，同比增长 11.72%，公司于 2017 年发行了“17 海资 01”和 17 海资 02”，以及 17 年非公开发行公司债券（第一期），合计募集资金 30 亿元。

2017 年底，公司长期应付款 50.16 亿元，同比下降 5.94%，主要为政府置换债券转贷。已计入公司有息债务。

2017 年底，公司专项应付款 14.49 亿元，同比增长 25.35%，为政府拨付的专项配套资金。

2018 年 3 月底，公司负债总额 440.15 亿元，较 2017 年底下降 2.61%，其中流动负债（占 36.52%），非流动负债（占 63.48%）。2018 年 3 月底，公司流动负债 160.76 亿元，较 2017 年底下降 11.86%，与 2017 年底相比，其中短期借款 12.25 亿元，较 2017 年底增长 70.17%，主要来自银行机构的流贷增加；应付账款 23.07 亿元，较 2017 年底下降 26.37%，主要系应付建设项目工程款减少所致；预付款项 16.50 亿元，较 2017 年底下降 23.31%，主要系预售房款结转收入所致。2018 年 3 月底，公司非流动负债 279.39 亿元，较 2017 年底增长 3.64%，其中长期借款 75.86 亿元，同比增长 9.50%。

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 301.27 亿元，同比下降 2.14%，其中短期债务（占 17.63%），长期债务（占 82.37%）。2018 年 3 月底，公司全部债务 312.34 亿元，较 2017 年底增长 3.67%，其中短期债务（占 17.51%），长期债务（占 82.49%）

债务指标方面，受公司所有者权益增长及债务规模有所下滑的影响，2017 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 56.76%、46.66%和 41.88%，同比分别为减少 0.84 个、0.63 个和 1.94 个百分点。2018 年 3 月底，公司上述三项指标分别为 55.43%、46.88%和 42.13%。

根据公司提供的债务到期情况说明，2018

年，公司需偿还的债务为 52.30 亿元，2019 年要偿还的债务 41.46 亿元。

跟踪期内，公司负债以非流动负债为主，与公司业务情况相匹配；债务规模有所提升，债务负担尚可。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入（含营业收入、利息收入、已赚担保费收入和手续费及佣金收入）64.38 亿元，同比增长 29.46%，公司营业收入主要来自房屋销售、房屋租赁、商铺销售和物业管理等，其中实现营业收入 64.23 亿元，同比增长 29.55%，同期，公司营业成本 53.29 亿元，同比增长 52.91%，营业成本增幅高于营业收入，受此影响，公司营业利润率同比减少 9.59 个百分点至 13.35%。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用 14.29 亿元，同比下降 3.34%。公司期间费用构成以管理费用和财务费用为主，其中，2017 年公司财务费用有所下降，销售费用及管理费用均有所增长，当期，公司期间费用率为 22.20%，同比减少 7.53 个百分点，公司费用控制仍有待加强。

利润构成方面，2017 年，公司实现利润总额 5.09 亿元，同比下降 50.91%，从主要构成来看，投资收益、其他收益（主要为政府补助）和营业外收入分别为 3.16 亿元、15.84 亿元和 0.21 亿元，上述三项共计 19.21 亿元，占当期利润总额（5.09 亿元）的 311.20%，公司利润总额对政府补助依赖性很强。

盈利指标方面，2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 1.73%和 0.95%，同比分别减少 1.13 个和 1.52 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司营业总收入和营业收入分别为 18.42 亿元和 18.40 亿元，相当于 2017 年全年水平的 28.61%和 28.65%，实现利润总额 2.95 亿元，营业利润率 18.91%，较 2017 年增加 5.56 个百分点。

表 12 2016~2017 年公司盈利情况
(单位: 亿元、%)

项 目	2016 年	2017 年
营业总收入	49.73	64.38
营业收入	49.58	64.23
营业成本	34.85	53.29
投资收益	2.41	3.16
其他收益	--	15.84
营业利润	-1.20	12.71
营业外收入	13.63	0.21
利润总额	10.38	5.09
营业利润率	22.94	13.35
总资产收益率	2.86	1.73
净资产收益率	2.47	0.95

资料来源: 审计报告&联合资信整理。

跟踪期内, 受商铺销售、安置房销售和土地开发收入增长的影响, 公司整体营业收入有所上升; 期间费用对利润侵蚀明显, 自身盈利能力较弱, 公司利润总额对政府依赖性很强。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面, 2017 年, 公司经营活动现金流入 319.14 亿元, 同比增长 71.20%, 其中收到其他与经营活动有关的现金 243.44 亿元, 同比增长 81.15%, 主要系收到保证金和购房订金的增加所致; 公司现金收入比 116.08%, 同比增加 12.55 个百分点, 收入实现质量好; 公司经营活动现金流出 270.29 亿元, 同比增长 52.93%, 其中支付其他与经营活动有关的现金 211.82 亿元, 同比增长 77.15%, 主要系公司归还的保证金和购房订金增加所致; 公司经营活动产生的现金流量净额 48.84 亿元。

投资活动现金流方面, 2017 年, 公司投资活动现金流入 83.68 亿元, 同比增长 100.40%, 其中收回投资收到的现金 66.11 亿元, 同比增长 121.27%, 主要系赎回的理财产品较多所致, 收到其他与投资活动有关的现金 15.21 亿元, 同比增长 48.03%, 主要系收回资金拆借款增加所致; 公司投资活动现金流出 118.04 亿元, 同

比增长 50.02%, 其中投资支付的现金 74.21 亿元, 同比增长 94.83%, 主要来自购买理财产品和对嘉兴市原水投资有限公司投资支付的现金; 公司投资活动产生的现金流量净额-34.36 亿元。

筹资活动方面, 2017 年, 公司筹资活动现金流入 89.06 亿元, 同比下降 33.52%, 其中, 吸收投资收到的现金 6.17 亿元, 同比下降 75.02%, 主要来自吸收少数股东投资收到的现金, 收到其他与筹资活动有关的现金 2.84 亿元, 同比下降 84.81%, 主要为收到与筹资相关的定期存款及保证金等; 公司筹资活动现金流出 102.79 亿元, 同比下降 0.27%; 公司筹资活动产生的现金流量净额-13.73 亿元。

2018 年 1~3 月, 公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为 11.17 亿元、-2.04 亿元和 4.57 亿元。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	186.41	319.14
经营活动现金流出量	176.74	270.39
经营活动现金流量净额	9.68	48.85
现金收入比	103.53	116.08
投资活动现金流量净额	-36.85	-34.36
筹资活动现金流量净额	30.90	-13.73

资料来源: 审计报告&联合资信整理

跟踪期内, 公司经营活动现金呈净流入, 但仍无法满足当期的投资活动需求, 公司存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2017 年公司流动比率和速动比率分别为 222.44% 和 104.83%, 同比分别下降 33.84 个和 19.19 个百分点。2018 年 3 月底, 上述两项指标分别为 249.03% 和 122.64%。2017 年, 公司经营现金流动负债比 26.78%, 公司现金类资产 66.25 亿元, 对 2018 年到期债务 52.30 亿元的覆盖倍数为 1.27 倍,

公司短期偿债的能力较好。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为20.62亿元，同比增加6.53亿元；公司全部债务/EBITDA为14.61倍。公司长期偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司对外担保余额164.08亿元，担保比率为46.36%，目前被担保企业（单位）经营正常，尽管被担保企业绝大部分为海宁市地方性国企，但由于公司对外担保规模大，仍面临一定的代偿风险。（对外担保明细详见附件2）

公司与银行建立了长期的合作关系，截至2018年3月底，公司共获授信额度人民币129.26亿元，尚未使用额度45.89亿元。公司间接融资渠道尚可。

十、存续债券保障能力分析

截至跟踪评级日，由联合资信评定的“14海宁资产MTN001”债券余额10亿元，将于2019年9月24日到期，2017年，公司EBITDA为20.62亿元，对“14海宁资产MTN001”债券余额的覆盖倍数为2.06倍；2017年，公司经营活动现金流入量和现金类资产分别为319.14亿元和66.25亿元，分别是“14海宁资产MTN001”债券余额10亿元的31.91倍和6.63倍，公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还债券的覆盖能力强。

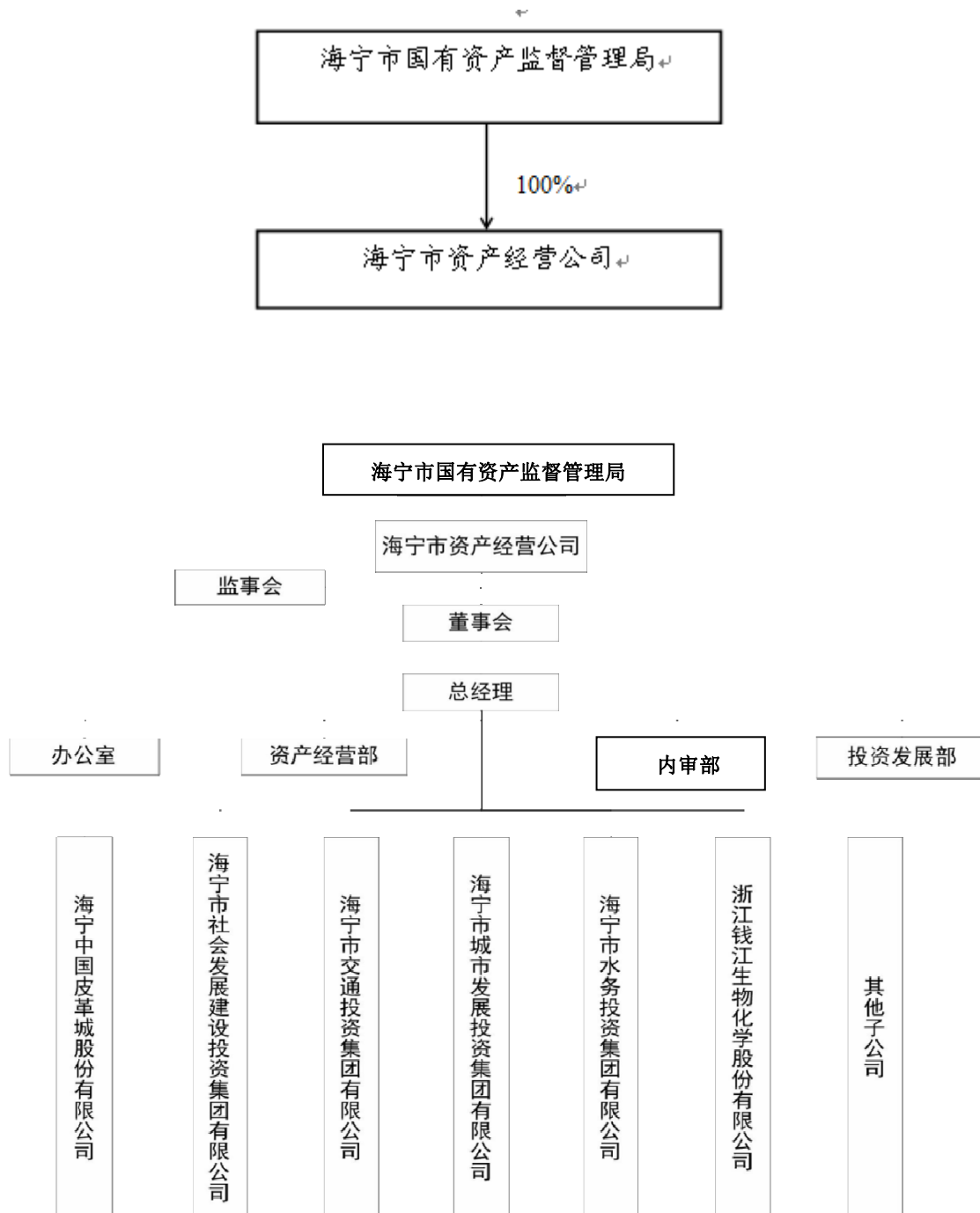
截至2018年3月底，公司现金类资产79.12亿元，是“14海宁资产MTN001”债券余额10亿元的7.91倍。

总体看，跟踪期内，公司EBITDA、现金类资产以及经营活动现金流入规模大，对“14海宁资产MTN001”债券余额保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级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 2018 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2018 年 3 月底对外担保明细

被担保方	担保金额 (万元)	借款到期日
海宁市钱塘新农村开发有限公司	4400.00	2018-8-19
海宁市钱塘新农村开发有限公司	7000.00	2019-1-09
海宁市钱塘新农村开发有限公司	11600.00	2022-01-11
海宁市钱塘新农村开发有限公司	5000.00	2022-02-10
海宁市城南新市镇开发有限公司	23000.00	2019-11-08
海宁环西城镇化开发建设有限公司	4800.00	2018-09-04
海宁市斜桥新市镇建设有限公司	13950.00	2020-07-28
海宁市斜桥文化产业发展有限公司	27710.00	2020-01-02
海宁市盐官新市镇开发有限公司	3800.00	2018-12-18
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	7000.00	2026-09-29
海宁市鼎青绿化投资有限公司	2800.00	2018-09-18
海宁市鼎青绿化投资有限公司	9000.00	2018-08-10
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	9000.00	2021-09-01
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	4000.00	2018-09-14
海宁市长安镇城建开发投资有限公司	5850.00	2018-05-17
海宁市长安古镇小城市建设有限公司	1200.00	2021.03.08
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	19000.00	2021-10-10
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	20000.00	2019-03-31
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	15000.00	2021-12-15
海宁市永青绿化投资有限公司	14000.00	2019-12-26
海宁临杭水利建设开发有限公司	12000.00	2019-12-24
海宁临杭水利建设开发有限公司	10000.00	2019-01-03
浙江钱江湾区投资开发有限公司	8000.00	2019-03-05
海宁市许村新市镇投资开发有限公司	20000.00	2021-01-21

海宁市许村新市镇投资开发有限公司	20000.00	2021-01-21
海宁市沿江新市镇开发建设有限公司	10000.00	2018-06-01
浙江钱江潮旅游开发有限公司	7400.00	2020-09-25
浙江钱江潮旅游开发有限公司	50000.00	2024-08-02
浙江钱江潮旅游开发有限公司	12000.00	2018-12-25
浙江钱江潮旅游开发有限公司	6000.00	2018-06-28
海宁市文化旅游科技有限公司	25000.00	2019-12-21
浙江钱江潮旅游开发有限公司	6300.00	2025-04-10
海宁市文化旅游科技有限公司	25000.00	2022-08-17
浙江钱江潮旅游开发有限公司	18667.00	2021-01-21
浙江钱江潮旅游开发有限公司	9334.00	2021-01-21
浙江钱塘江投资开发有限公司	10000.00	2020-09-01
浙江钱塘江投资开发有限公司	12027.93	2019-12-11
海宁市城北水环境治理有限公司	8000.00	2018-04-14
海宁市城北水环境治理有限公司	3750.00	2018-04-11
海宁市铁北新城有机更新有限公司	17654.00	2018-12-22
海宁市铁北新城有机更新有限公司	37840.00	2019-07-25
海宁市铁北新城有机更新有限公司	4460.00	2019-07-25
海宁市铁北新城有机更新有限公司	4730.00	2019-07-25
海宁市尖山新区开发有限公司	20000.00	2018-04-17
海宁市尖山新区开发有限公司	20000.00	2021-01-28
海宁市尖山新区开发有限公司	30000.00	2021-01-29
海宁市尖山新区开发有限公司	27600.00	2020-11-24
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	9000.00	2018-12-12
海宁市连杭现代服务业综合开发有限公司	25000.00	2019-12-22
海宁连杭科教新城开发有限公司	35700.00	2021-12-31
海宁连杭发展集团有限公司	38000.00	2018-12-10
海宁连杭发展集团有限公司	15000.00	2020-04-25

海宁市盐仓综合开发有限公司	25000.00	2020-09
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	21750.00	2019-09-25
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	7000.00	2018-06-01
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	23000.00	2019-09-25
海宁市临杭新区建设投资有限公司	28851.43	2018-12-02
海宁市临杭新区发展投资有限公司	3500.00	2018-05
海宁市恒通开发公司	8000.00	2020-09-23
海宁市恒通开发公司	4540.00	2019-06-25
海宁市恒通开发公司	16500.00	2019-06-25
海宁市经济房建设发展中心	50000.00	2020-01-13
浙江海宁经编产业园区开发有限公司	5000.00	2018-05-31
海宁经编总部商务区投资开发有限公司	5000.00	2018-07-19
浙江海宁经编产业园区开发有限公司	25000.00	2022-11-25
海宁市绿洲投资开发建设有限公司	18000.00	2019-12-10
海宁市新市镇开发建设有限公司	314252.06	2026-01
海宁市人民医院	10000.00	2018-05-15
海宁市人民医院	3800.00	2021-01-01
财经学院东方学院长安新区	11900.00	2020-04-08
海宁市海州街道资产经营中心	7500.00	2019-02-25
海宁市临杭新区发展投资有限公司	13912.00	2019-04-29
海宁市沿江新市镇开发建设有限公司	8250.00	2018-06-30
海宁市港务开发有限责任公司	1500.00	2019-01-31
海宁市钱塘农村开发有限公司	20000.00	2022-12-05
海宁市斜桥文化产业发展有限公司	20000.00	2022-12-05
海宁市临杭新市政开发建设有限公司	20000.00	2026-01-01
海宁市通程石油有限责任公司	8076.73	2018-06-30
海宁连杭发展集团有限公司	120000.00	2032-03-16
海宁市旧区有机更新开发有限公司	15000.00	2033-12-20

海宁市钱江兴业投资开发有限公司	17400.00	2022-10-19
海宁市旧区有机更新开发有限公司	38800.00	2034-09-19
海宁市尖山污水处理有限公司	2700.00	2020-03-03
合计	1640805.15	--

附件3 截至2018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
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
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
海宁中国皮革城股份有限公司	112000.00	市场开发建设经营管理	58.97
浙江钱江生物化学股份有限公司	30140.21	生物农药生产	33.3
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
海宁市盐官景区综合开发有限公司	18500.00	基础设施建设	100
海宁市市场开发服务中心	3860.00	市场经营管理	100
海宁皮都投资开发有限公司	18500.00	投资开发	100
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
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
海宁市越剧团有限公司	200.00	文艺表演团体	70
海宁乡村绿化投资有限责任公司	5000.00	造林项目及农业基础设施的投资,造林工程建设及养护	100
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
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
海宁市金融投资有限公司	5000.00	投资经营	100
海宁市文旅创意产业控股有限公司	3000.00	旅游景点开发、旅游服务、房屋出租、物业管理等	100
浙江海宁鹃湖科技城开发投资有限责任公司	20000.00	鹃湖国际科技城项目的投资开发和基础设施建设;投资咨询服务;投资管理;物业管理;自有房屋租赁等服务;招商引资咨询服务	51
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
海宁皮革时尚小镇投资开发有限公司	100000.00	市场投资开发、房地产开发、物业管理及市场管理	70.00

附件4 主要财务数据及指标

项目	2015年	2016年	2017年	2018年3月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.53	66.55	66.25	79.12
资产总额(亿元)	702.37	769.80	796.32	794.08
所有者权益(亿元)	282.55	326.41	344.35	353.93
短期债务(亿元)	54.48	53.27	53.11	54.68
长期债务(亿元)	231.62	254.59	248.16	257.66
全部债务(亿元)	286.10	307.86	301.27	312.34
营业总收入(亿元)	43.97	49.73	64.38	18.42
利润总额(亿元)	10.07	10.38	5.09	2.95
EBITDA(亿元)	26.16	27.15	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	-4.01	9.68	48.85	11.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.49	13.30	18.23	--
存货周转次数(次)	0.17	0.17	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.08	--
现金收入比(%)	106.54	103.53	116.08	74.80
营业利润率(%)	29.51	22.94	13.35	18.91
总资本收益率(%)	3.23	2.86	1.73	--
净资产收益率(%)	2.77	2.47	0.95	--
长期债务资本化比率(%)	45.05	43.82	41.88	42.13
全部债务资本化比率(%)	49.51	47.29	46.66	46.88
资产负债率(%)	59.77	57.60	56.76	55.43
流动比率(%)	223.18	256.28	222.44	249.03
速动比率(%)	109.82	124.02	104.83	122.64
经营现金流流动负债比(%)	-2.33	5.66	26.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.59	10.79	14.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	1.92	1.30	--

注：1、公司2018年一季度财务数据未经审计；

2、已将其他流动负债中的有息部分和长期应付款计入公司有息债务。

附件 5 主要财务数据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	(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 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 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

附件 6-3 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。