

信用评级公告

联合〔2021〕1102号

联合资信评估股份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 2021 年第一期公司债券的信用状况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，2021 年第一期海宁市尖山新区开发有限公司公司债券的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年三月十五日



2021 年第一期海宁市尖山新区开发有限公司 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⁺pi

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况

本期债券发行规模：10 亿元，其中基础发行规模 5 亿元，弹性配售额度 5 亿元

本期债券期限：5+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：项目建设及补充营运资金

评级时间：2021 年 3 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻		评级结果		AA	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3		
			行业风险	3		
		自身竞争力	基础素质	2		
			企业管理	2		
			经营分析	2		
财务风险	F3	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	2		
			现金流量	1		
		资本结构		3		
		偿债能力		3		
调整因素和理由					调整子级	
政府支持					1	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）是浙江省海宁经济开发区（以下简称“海宁经开区”）和尖山新区唯一的基础设施建设主体，业务具有区域垄断优势。近年海宁市经济持续发展，财政实力不断增强；公司持续收到政府在股权划拨、财政补贴和债务置换等方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱，经营活动现金持续净流出、债务规模持续增长、存在短期偿付压力等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

未来，随着海宁经开区及尖山新区基础设施建设项目持续推进，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。

公司拟发行的 2021 年第一期公司债券（以下简称“本期债券”）发行规模较大，募投项目的预期收益存在不确定性，且在债券存续期内募投项目按股权比例分配的收益对其拟使用资金的保障能力较弱。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的连带责任保证担保，联合资信评定海宁资产主体长期信用等级为 AA⁺pi，评级展望为稳定，其担保可显著增强本期债券到期偿付的安全性。

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

优势

- 外部发展环境良好。**近年来，海宁市经济稳步发展，财政实力不断增强，2019 年，海宁市地区生产总值 1026.57 亿元，同比增长 7.1%；一般公共预算收入 97.02 亿元，增长 9.0%。
- 持续获得有力的外部支持。**公司是海宁经开区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，业务具有区域垄断优势，并持续得到海宁市政府在股权划拨、政府补助和债务置换方面的有力支持。

分析师:

文 中 (登记编号: R0150220120008)

马玉丹 (登记编号: R0150220120054)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层(100022)

网址: www.lhratings.com

3. 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, 可显著增强本期债券的偿付安全性。

关注

1. 资产流动性较弱。公司资产中存货及在建工程占比较高, 存货以土地囤垦和整理投入为主, 受区域规划和土地整理进度影响较大, 资产流动性较弱。
2. 公司债务规模持续增长, 存在短期偿付压力。2019 年底, 公司全部债务 77.52 亿元, 现金短期债务比为 0.71 倍。
3. 近年来, 公司经营活动现金持续净流出。2017—2019 年, 公司经营性净现金流分别为-0.10 亿元、-3.90 亿元和-17.98 亿元。
4. 未来筹资压力较大。公司在建及拟建项目未来投资规模大, 其中自营项目未来存在较大筹资压力, 且预期收益受建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性。
5. 本期债券发行规模较大, 募投项目预期收益存在不确定性, 且在债券存续期内募投项目按股权比例分配的收益对其拟使用资金的保障能力较弱。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	4.21	6.54	7.78
资产总额（亿元）	122.06	147.42	191.33
所有者权益（亿元）	65.12	69.68	99.80
短期债务（亿元）	11.03	9.97	10.99
长期债务（亿元）	38.84	60.13	66.52
全部债务（亿元）	49.87	70.10	77.52
营业收入（亿元）	4.18	8.25	8.00
利润总额（亿元）	1.72	2.37	2.44
EBITDA（亿元）	1.92	2.57	3.05
经营性净现金流（亿元）	-0.10	-3.90	-17.98
现金收入比（%）	101.23	98.75	101.24
营业利润率（%）	14.57	-3.59	7.91
净资产收益率（%）	2.65	3.42	2.44
资产负债率（%）	46.65	52.73	47.84
全部债务资本化比率（%）	43.37	50.15	43.72
流动比率（%）	514.39	664.95	615.47
速动比率（%）	90.55	118.75	98.98
经营现金流动负债比（%）	-0.59	-23.69	-75.51
现金短期债务比（倍）	0.38	0.66	0.71
全部债务/EBITDA（倍）	25.97	27.29	25.42
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	0.67	0.73
公司本部			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	96.19	103.95	102.80
所有者权益（亿元）	57.69	59.75	72.27
全部债务（亿元）	31.90	38.13	24.29
营业收入（亿元）	1.84	2.13	2.28
利润总额（亿元）	0.72	0.77	0.81
资产负债率（%）	40.02	42.53	29.70
全部债务资本化比率（%）	35.60	38.96	25.15
流动比率（%）	417.96	623.53	521.32
经营现金流动负债比（%）	1.15	-46.95	37.89

注：其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020.6.15	文 中 徐 佳	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
AA	稳定	2013.9.13	高利鹏 陈 丹	城投债评级方法及风险点简介（2010）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

分析师：

 马云丹
联合资信评估股份有限公司

2021 年第一期海宁市尖山新区开发有限公司 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（以下简称“公司”）原名海宁市尖山治江围垦开发有限公司，是根据海宁市人民政府《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）由海宁市治江围垦管理委员会出资组建的国有独资公司，初始注册资本1.50亿元。2005年6月，公司名称变更为现名。经多次股权变更，截至2019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（海宁市人民政府国有资产监督管理委员会持股100.00%，以下简称“海宁资产”）持股41.45%。海宁市财政局为公司实际控制人，并委托海宁市尖山新区管理委员会（以下简称“尖山新区管委会”）对公司进行管理。

公司经营范围：一般项目：土地整治服务；市政设施管理；防洪除涝设施管理；城乡市容管理；水土流失防治服务；城市绿化管理；园林绿化工程施工；环境卫生公共设施安装服务；非居住房地产租赁；住房租赁；以自有资金从事投资活动；金属材料销售；建筑材料销售（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。许可项目：房地产开发经营；各类工程建设活动（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）。

截至2019年底，公司内设办公室、计划财务科、投资发展科、工程管理科和资产管理科等5个职能部门；公司有纳入合并范围的子公司16家。

截至2019年底，公司合并资产总额191.33亿元，所有者权益合计99.80亿元（其中少数

股东权益5.28亿元）；2019年，公司实现营业收入8.00亿元，利润总额2.44亿元。

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。

二、本期债券及其募投项目概况

1. 本期债券概况

国家发展和改革委员会于2021年1月下发批复文件（发改企业债券〔2021〕12号）同意公司发行18.50亿元的公司债券。公司计划于2021年在批复额度内发行“2021年第一期海宁市尖山新区开发有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”）10亿元，其中基础发行规模5亿元，弹性配售额度5亿元，期限为5+2年，附设第5年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用固定利率，按年付息，到期一次还本。

2. 本期债券募集资金用途及募投项目概况

（1）募集资金用途

若未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为5.00亿元，其中3.00亿元用于海宁市智慧港科技产业园工程项目和海宁智慧港科技产业园二期项目（以下统称“募投项目”）建设，2.00亿元用于补充公司营运资金。若行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为10.00亿元，其中6.00亿元用于海宁市智慧港科技产业园工程项目和海宁智慧港科技产业园二期项目（以下统称“募投项目”）建设，4.00亿元用于补充公司营运资金。海宁市智慧港科技产业园工程项目和海宁智慧港科技产业园二期项目的实施主体均为海宁智慧港科技产业园开发有限公司（公司间接持股52.38%）。

表 1-1 未行使弹性配售选择权时本期债券募集资金使用情况 (单位: 万元、%)

项目名称	投资总额	公司根据股权比例承担的投资额	拟使用债券资金	资金使用比例
海宁市智慧港科技产业园工程项目	239641.00	125523.96	18450.00	14.70
海宁智慧港科技产业园二期项目	221836.00	116197.70	11550.00	9.94
补充营运资金		--	20000.00	--
合计			50000.00	--

注: 资金使用比例=拟使用债券金额/公司根据股权比例承担的投资额
资料来源: 公司提供

表 1-2 行使弹性配售选择权时本期债券募集资金使用情况 (单位: 万元、%)

项目名称	投资总额	公司根据股权比例承担的投资额	拟使用债券资金	资金使用比例
海宁市智慧港科技产业园工程项目	239641.00	125523.96	36900.00	29.40
海宁智慧港科技产业园二期项目	221836.00	116197.70	23100.00	19.88
补充营运资金		--	40000.00	--
合计			100000.00	--

注: 资金使用比例=拟使用债券金额/公司根据股权比例承担的投资额
资料来源: 公司提供

(2) 募投项目概况

海宁市智慧港科技产业园工程项目

海宁市智慧港科技产业园工程项目东至 08 省道, 南抵长山河, 西达倪家堰港, 北及陆家桥港, 规划用地面积约 1250 亩, 可出租厂房面积约 663437 平方米。

海宁智慧港科技产业园二期项目

海宁智慧港科技产业园二期项目东至 08 省道, 西至倪家堰港, 南至施带路, 北至石泾路, 规划用地面积约 624.69 亩, 可出租厂房面积约 450875 平方米。

(3) 项目审批情况

截至目前, 募投项目已取得批复或备案情况见下表:

表 2 募投项目审批或备案情况

文件性质	时间	名称	审核单位	文号/编号
用地许可证	2019 年 11 月 19 日	建设用地规划许可证 (海宁智慧港科技产业园工程项目和海宁智慧港科技产业园二期项目)	海宁市自然资源和规划局	建字第 330481201901036 号
不动产权证书	2019 年 8 月 29 日	不动产权证书 (海宁市智慧港科技产业园工程项目)	海宁市自然资源和规划局	浙 (2019) 海宁市不动产权第 0055551 号
土地预审	2019 年 12 月 26 日	关于海宁市智慧港科技产业园 (二期) 项目用地的预审意见	海宁市自然资源和规划局	海自然预昌字 (2019) 5 号
环境评价	2019 年 6 月 25 日	建设项目环境影响登记表 (海宁市智慧港科技产业园工程项目)	嘉兴市生态环境局海宁分局	20193304810000574
	2019 年 12 月 27 日	建设项目环境影响登记表 (海宁智慧港科技产业园二期项目)		201933048100001267
备案信息	2019 年 3 月 22 日	浙江省企业投资项目备案 (赋码) 信息表 (海宁市智慧港科技产业园工程项目)	海宁市发展和改革局	2019-330481-47-03-01 5133-000
	2019 年 12 月 5 日	浙江省企业投资项目备案 (赋码) 信息表 (海宁智慧港科技产业园二期项目)		2019-330481-39-03-82 5186

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

(4) 募投项目资金来源与建设进度

募投项目计划总投资 46.15 亿元, 其中公司根据股权比例承担的投资额为 24.17 亿元, 拟使用本期债券募集资金 6.00 亿元, 其余部分

由公司自筹或申请银行贷款。

根据公司提供的《浙江省企业投资项目备案 (赋码) 信息表》, 海宁市智慧港科技产业园工程项目规划建设期为 48 个月 (2019 年 6 月

至 2023 年 6 月)，因项目手续办理周期延长影响，项目实际开工时间延至 2019 年 12 月；海宁智慧港科技产业园二期项目规划实施期为 24 个月(2019 年 12 月至 2021 年 12 月)。截至 2020 年 6 月底，海宁市智慧港科技产业园工程项目已投资 14.61 亿元，占计划总投资的 60.98%。海宁智慧港科技产业园二期项目已投资 2.01 亿元，占计划总投资的 9.20%。

截至 2020 年 6 月底，海宁市智慧港科技产业园工程项目和海宁智慧港科技产业园二期项目均处于前期的土建工作阶段。

(5) 募投项目的社会效益

海宁经开区于 2018 年启动东区全域改造提升工程，力争通过 3~5 年关停全部制革、印染、化工企业，重点引进泛半导体、航材精密加工、医疗器械等战略性新兴产业。募投项目有助于海宁经开区传统高耗能、重污染企业的腾退，成为海宁经开区产业结构优化，提质增效的重要载体。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供

需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

表 3 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费持续改善，季度增速由负转正。2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1—8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长0.2%，上半年为同比下降2.7%；制造业投资同比下降6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长5.6%，上半年为同比增长1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020年前三季度中国货物贸易进出口总值3.3万亿美元，比去年同期下降1.8%。其中，出口1.8万亿美元，同比下降0.8%；进口1.5万亿美元，同比下降3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为-13.4%、0.1%和8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至2020年9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较6月中旬上升4.8个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落，PPI降幅收窄。2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其

主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。

2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万

亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020

年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融

资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫

情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

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

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务

管理的意见》(国发〔2014〕43号,以下简称“《43号文》”)颁布,城投企业的政府融资职能逐渐剥离,城投企业逐步开始规范转型。但是,作为地方基础设施投资建设运营主体,城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响,中国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度,明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351号),对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理,并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年,伴随国内经济下行压力加大,城投企业相关政策出现了一定变化和调整,政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来,中国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压

力。具体来看,防范债务风险方面,财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文,旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限,严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月,监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》,指出在不新增隐性债务的前提下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换,推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中,主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是,由于信托、融资租赁等非标准化债权(以下简称“非标”)融资用款限制少,可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题,不符合隐性债务置换要求,非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面,2019年9月,国务院印发《交通强国建设纲要》,强调在交通基础设施建设领域补短板,建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月,中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出,当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面,2019年9月,国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》,指出对“短板”领域的基础设施项目,可适当降低资本金最低比例;对基础设施领域,允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金,从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来,国家进一步出台各种政策措施,推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月,中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外,2019年11月、2020年2

月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确

了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表4 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央 国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西

部发展不平衡问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。未来，中国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级

展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2021 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司是海宁市尖山新区和海宁经开区唯一的基础设施建设主体，近年来海宁市经济稳步发展，固定资产投资增幅明显，财政实力不断增强；公司业务所在的尖山新区和海宁经开区经济实力和财政实力逐步增强，公司外部环境良好。

海宁市概况

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，在 2019 年全国县域经济竞争力百强县（市）中名列第 25 位。

根据《海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，海宁市分别实现地区生产总值 866.32 亿元、960.25 亿元和 1026.57 亿元，同比分别增长 8.0%、6.1%和 7.1%。2019 年，三次产业结构比由 2017 年的 2.5:55.4:42.1 调整为 2019 年的 1.8:56.6:41.6，第二产业比重有所增加，第三产业比重有所下降。

2019 年，海宁市实现规模以上工业增加值 385.44 亿元，同比增长 7.9%。规模以上工业总

产值达 2026.35 亿元，增长 7.8%，轻工业实现产值 1013.49 亿元，增长 0.8%，重工业实现产值 1012.86 亿元，增长 15.9%。规模以上工业新产品产值 901.78 亿元，增长 11.3%；出口交货值 478.93 亿元，下降 1.0%，出口交货值占销售产值的比重为 24.4%。

2019 年，海宁市固定资产投资比上年增长 11.7%，其中高新技术产业投资、交通投资、生态环保和公共设施投资、民间投资（不含房地产开发）分别增长 65.8%、25.1%、15.3%和 6.6%。2019 年，海宁市房地产开发投资比上年增长 15.9%，其中住宅投资增长 17.9%。新开工施工面积 215.47 万平方米。全年商品房销售面积 184.40 万平方米，下降 9.7%，商品房销售额 284.08 亿元，下降 5.7%。

根据《关于海宁市财政预算执行情况和财政预算草案的报告》，2017—2019 年，海宁市一般预算收入逐年上升，分别为 77.72 亿元、89.00 亿元和 97.02 亿元。2019 年，税收收入在一般预算收入中的占比为 94.19%，收入质量好。2019 年，海宁市实现政府性基金收入 178.92 亿元，同比下降 0.9%。其中，国有土地使用权出让收入 160.36 亿元，同比下降 0.5%。

根据《海宁市 2019 年地方政府债务限额及余额预算情况表》，截至 2019 年底，海宁市债务余额 154.96 亿元，其中一般债务余额 91.75 亿元，专项债务余额 63.20 亿元。

根据海宁市政府信息公开信息，2020 年 1—11 月，海宁市规模以上工业总产值同比下降 3.9%；固定资产投资同比增长 6.9%，其中基础设施投资同比增长 22.3%；一般公共预算收入完成 98.57 亿元，同比增长 1.9%。

尖山新区概况

尖山新区位于海宁市东南部，杭州湾钱塘江北岸尖山河口段，由钱塘江滩涂地围垦形成，规划面积 42 平方公里。

根据尖山新区管委会提供的数据，2017—2019 年，尖山新区分别实现地区生产总值 57 亿元、73 亿元和 87 亿元；2019 年，尖山新区

第一产业增加值 1.55 亿元，较上年增长 2.8%；第二产业增加值 77.01 亿元，较上年增长 13.3%；第三产业增加值 8.44 亿元，较上年增长 15.8%。2019 年，尖山新区实现规模以上工业增加值 58.69 亿元，较 2018 年增长 15.7%；固定资产投资额 55.41 亿元，较 2018 年增长 16.5%。

财政方面，2017—2019 年，尖山新区分别完成一般公共预算收入 3.18 亿元、3.58 亿元和 5.11 亿元；分别完成政府性基金预算收入 4.46 亿元、6.53 亿元和 4.83 亿元。截至 2019 年底，尖山新区债务余额 11.65 亿元，其中一般债务余额 9.20 亿元，专项债务余额 2.45 亿元。

海宁经开区概况

海宁经开区位于海宁市区北侧，规划面积约 50 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。

海宁经开区地理位置优越，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。海宁经开区自建立以来得到了海宁市政府的大力支持。

根据海宁经济开发区管理委员会（以下简称“海宁经开区管委会”）提供的数据，2017—2019 年，海宁经开区分别实现地区生产总值 72.0 亿元、110.5 亿元和 115.10 亿元；2019 年，海宁经开区第一产业增加值 0.79 亿元，较上年增长 1.3%；第二产业增加值 91.61 亿元，较上年增长 6.9%；第三产业增加值 22.70 亿元，较上年增长 5.3%。2019 年，海宁经开区实现规模以上工业增加值 70.21 亿元，较上年增长 9.2%；固定资产投资额 62.13 亿元，较上年增长 8.3%。

财政方面，2017—2019 年，海宁经开区分

别完成一般公共预算收入 2.71 亿元、4.52 亿元和 3.33 亿元；分别完成政府性基金预算收入 9.07 亿元、7.84 亿元和 12.26 亿元。截至 2019 年底，海宁经开区债务余额 5.90 亿元，均为一般债务。

五、基础素质分析

公司是海宁经开区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，业务具有区域垄断优势，并持续获得政府在股权划拨、财政补贴以及债务置换等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至 2019 年底，公司注册资本及实收资本均为 3.66 亿元。海宁市财政局持股 58.55%，海宁资产持股 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委会对公司进行管理。

2. 企业规模及竞争力

公司是海宁经开区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，负责海宁经开区和尖山新区基础设施项目的投资、开发和资产管理。其中，公司本部主要负责尖山新区内业务开展，公司全资子公司浙江钱塘江投资开发有限公司（以下简称“钱塘江公司”）主要负责海宁经开区内业务开展，其业务在区域内垄断优势明显。

3. 人员素质

截至 2019 年底，公司高级管理人员 2 人，其中包括董事长兼总经理 1 人。

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 2019 年底，公司在职职工 56 人。按教育程度划分，本科及以上学历 46 人，大专及以下学历 10 人；按年龄划分，30 岁以下 18 人，30—50 岁 36 人，50 岁以上 2 人。

总体看,公司高层管理人员管理经验丰富;公司员工综合素质能满足公司现阶段经营发展需求。

4. 外部支持

公司成立以来,得到了海宁市政府、尖山新区管委会和海宁经开区管委会在股权划拨、财政补贴、政府债务置换等方面的大力支持。

股权划拨

2012年,根据《关于明确海宁经济开发区相关政策的意见》(海政发〔2012〕92号),海宁市政府将钱塘江公司100.00%股权划拨给公司,公司资本公积增加20.31亿元。

2018年,海宁市政府将海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司(以下简称“新市镇公司”)100.00%股权和海宁市城北水环境治理有限公司(以下简称“城北水环境”)100.00%股权划拨给公司,公司资本公积增加1.29亿元。

2019年,海宁市政府将海宁市海昌新市镇建设有限公司(以下简称“新市镇建设”)100.00%股权、海宁市铭德殡仪服务有限公司100.00%股权和海宁市笕山生态陵园有限公司100.00%股权划拨给公司,公司资本公积增加6.78亿元。

财政补贴

2017—2019年,公司分别获得政府补助1.58亿元、3.00亿元和2.66亿元,系政府拨付给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,计入“其他收益”科目。

债务置换

2018年底,公司共获得政府债务置换资金17.55亿元,计入“其他非流动负债”科目。截至2019年底,根据《2019年海宁市政府置换债券债务解除协议》,公司原承担的政府置换债券本金17.55亿元债务解除,由“其他非流动负债”科目转入“资本公积”。

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》(自主查询版)(机构信用代码为G1033048100030950E),截至2020年12月11日,公司本部不存在未结清的关注类或不良类信贷记录,近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

六、管理分析

公司的法人治理结构较规范,并初步建立了较为完备的内部管理制度,内部管理水平仍有提升空间。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》等有关法律法规规定制定了《公司章程》,建立了较为完善的法人治理结构。

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. 管理水平

公司本部设办公室、计划财务科、投资发展科、工程管理科、资产管理科共5个职能部门,各司其职,分工协作。公司根据现行的《企业内部控制基本规范》及公司经营管理需要建立健全了内部控制制度。

财务管理方面，公司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。同时，公司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，集中统一管理，使资金运行安全规范，以提高资金在公司内的利用效率。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。

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、财务评估（现金流量、财务内部收益率、投资回收期、投资利润率）。

对外担保方面，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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司负责海宁经开区和尖山新区的基础设施建设、安置房建设等业务，收入主要来自受托代建工程业务，近年来，公司营业收入和毛利率均有所波动。

2017—2019年，公司营业收入有所波动，分别为4.18亿元、8.25亿元和8.00亿元。从收入构成上看，公司营业收入主要来自受托代建工程业务，受托代建业务收入占营业收入比重分别为58.70%、79.76%和91.15%。2017—2019年，公司受托代建工程业务收入持续增长，分别为2.46亿元、6.58亿元和7.29亿元；受安置房住户安置进度以及配套商品房销售情况影响，公司安置房业务收入持续下降，分别为1.00亿元、0.84亿元、0.30亿元；公司其他业务中包括房屋土地租赁、工程施工、物业管理、广告服务、普通商品房销售、厂房销售等，2017—2019年分别实现收入7256.68万元、8366.81万元和4030.74万元。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
受托代建工程	2.46	58.70	7.50	6.58	79.70	7.56	7.29	91.15	7.63
安置房	1.00	23.96	25.60	0.84	10.16	-74.84	0.30	3.81	4.28
其他业务	0.72	17.35	44.04	0.84	10.14	-6.79	0.40	5.04	41.77
合计	4.18	100.00	18.17	8.25	100.00	-2.26	8.00	100.00	9.22

注：分项加总不等于合计数系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

毛利率方面，2017—2019年，公司受托代建工程业务毛利率变化不大，分别为7.50%、7.56%和7.63%；受安置房安置部分与市场化出售部分毛利率差距大且销售周期不同影响，公司安置房销售业务毛利率波动很大，2017—2019年分别为25.60%、-74.84%和4.28%，2018年，安置房销售业务毛利率明显下降主要系当年以安置部分销售为主，且安置价格低于成本所致；2017—2019年，公司其他业务毛利率波动很大，分别为44.04%、-6.79%和41.77%。受上述因素综合影响，公司整体毛利率有所波动，

2017—2019年分别为18.17%、-2.26%和9.22%。

2. 业务经营分析

（1）受托代建工程

公司本部和子公司钱塘江公司分别负责尖山新区和海宁经开区的委托代建工程，海宁市财政局委托尖山新区管委会和海宁经开区管委会支付公司受托代建工程投入及管理服务费。近年来，公司受托代建工程收入大幅增长，在建及拟建项目较多，未来存在一定资本支出压力。

公司受托代建工程业务包括基础设施建设和土地整理。公司本部和子公司钱塘江公司分别负责尖山新区和海宁经开区受托代建工程的建设、运营和管理。

公司与海宁市财政局和尖山新区管委会签订了《海宁市尖山新区基础设施建设、滩涂地围垦项目委托代建协议书》，海宁市财政局和尖山新区管委会委托公司对尖山新区的基础设施项目和滩涂地围垦项目进行投资、融资和施工建设，公司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，海宁市财政局和尖山新区管委会负责向公司支付投资项目的实际成本以及按实际成本9%计算的管理服务费。

子公司钱塘江公司与海宁市财政局和海宁经开区管委会签订了《海宁经济开发区基础设施建设、土地拆迁整理项目委托代建移交协议书》，海宁市财政局和海宁经开区管委会授权公司对海宁经开区基础设施项目和土地征迁整理项目进行投资、融资和施工建设，海宁市财政局和海宁经开区管委会负责向公司支付投资项目的实际成本以及按实际成本9%计算的管理服务费。

在实际操作中，公司先行支付前期建设款项，项目建成后移交尖山新区管委会和海宁经开区管委会，管委会予以分期回款，公司在收到回款时确认收入。

2017—2019年，公司分别收到尖山新区管委会和海宁经开区管委会拨入的受托代建业务回款2.46亿元、6.58亿元和7.29亿元并确认收入。

财务处理方面，公司将基础设施建设项目投入计入“在建工程”科目，项目完工后转入“其他非流动资产”科目；同时，公司将土地整理项目投入计入“存货”科目，项目完工后转入“其他非流动资产”科目。

基础设施建设

截至2019年底，公司已完工的受托代建项目均已竣工结算，其中尚未收到受托代建款的项目共134个，总投资6.74亿元。

截至2019年底，公司在建基础设施工程项目约80个，项目类型涵盖房屋建筑物、道路桥梁、绿化、雨污水管网等，总投资42.13亿元，已完成投资25.16亿元，未来仍需支出16.97亿元。

表6 截至2019年底公司在建基础设施项目情况
(单位：亿元)

项目类别	具体工程	总投资	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	7.80	1.76
道路桥梁	经开区零星基础设施、尖山新区步行街、滨海路等	8.83	5.14
河道整治	新塘河治理一期工程、河道整治一期工程等	5.50	4.61
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	20.00	13.65
合计		42.13	25.16

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司拟建基础设施建设项目包括道路桥梁、河道整治、基础设施等，预计总投资45.00亿元。

土地整理

近年来，公司土地整理业务集中在海宁经开区开展，完成开发的区块主要包括隆兴区块、农富区块、光耀区块等，出让的区块主要包括利民区块、长山区块、金星区块等。2017—2019年，公司分别完成土地开发面积1960.00亩、3150.00亩、2220.00亩，土地出让面积2592.00亩、3385.00亩和2081.00亩，土地出让总收入分别为21.15亿元、32.16亿元和28.86亿元。截至2019年底，公司存货中包括尖山新区土地围垦成本15.25亿元，海宁经开区土地整理成本43.62亿元。公司已整理待出让土地2950亩，累计投入7.38亿元；公司正在整理的土地450.00亩，计划总投资1.20亿元，尚需投资0.41亿元；公司待整理土地规模约1000.00亩，计划总投资2.50亿元。

表7 2017—2019年海宁经开区和尖山新区土地整理出让情况(单位：亩、万元、万元/亩)

指标	2017年	2018年	2019年
土地开发	开发面积	1960.00	3150.00
	开发总投入	49000.00	78750.00
	平均开发投入	25.00	25.00
土地	出让面积	2592.00	3385.00
			2081.00

出让	土地出让总价格	211500.00	321600.00	288593.00
	平均出让价格	81.60	95.00	138.68

注：1. 土地开发总投入为估算数据，不等于实际投入；2. 尖山新区无土地整理业务，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

资料来源：公司提供

(2) 安置房业务

公司安置房业务由子公司钱塘江公司和新市镇公司负责，受安置房定向安置部分与市场化出售部分毛利率差距大且销售周期不同影响，安置房业务的毛利率波动明显。公司安置房项目尚需投资规模不大，业务可持续性一般。

公司安置房业务模式为公司出资购买土地，根据海宁市保障房各年度建设计划，自主投资进行安置房建设，待项目建成后，由公司按照政府定价向符合条件的申请人定向销售或出租；针对超出安置面积部分、超出安置数量部分和商业配套进行公开市场化出售，并获取收入。

2017—2019年，公司安置房板块分别实现收入1.00亿元、0.84亿元和0.30亿元，受安置房

安置部分与市场化出售部分毛利率差距大且销售周期不同影响，公司安置房业务毛利率波动明显。

截至2019年底，公司正在销售的安置房项目共4个，其中“滨江嘉苑”建设成本约为2100.00元/平方米，安置价格为1500.00元/平方米、向市场销售价格约为8000.00元/平方米，安置房和面向市场的配比为7:3，剩余销售面积为1800.00平方米；“江湾景苑”建设成本约为2600.00元/平方米，安置价格为1800.00元/平方米、向市场销售价格约为8000.00元/平方米，安置和面向市场的比例分别为7:3，剩余销售面积为4000.00平方米；“都谷花苑”建设成本约为2839.04元/平方米，安置价格为2200元/平方米、向市场销售价格约为6852元/平方米，安置房和面向市场的配比为1.14:1，剩余销售面积约1200.00平方米；“金晟家园”建设成本约为2797.53元/平方米，安置价格为2200元/平方米、向市场销售价格约为6447元/平方米，安置房和面向市场的配比为1.82:1，剩余销售面积约5120平方米。

表8 截至2019年底公司在售安置房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	总投资	已销售金额	剩余销售面积	剩余部分预计销售收入
滨江嘉苑	7.99	2.19	1.30	0.18	0.14
江湾景苑	3.25	1.11	0.95	0.40	0.32
都谷花苑	7.47	2.12	2.23	0.12	0.03
金晟家园	8.26	2.31	1.66	0.51	0.11
合计	26.97	7.73	6.14	1.21	0.61

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建安置房项目为“尖山时光”，该项目总用地面积约为12.70万平方米，总建筑面积约为6.61万平方米，计划总投资约为2.27亿元，已完成投资0.54亿元，计划建设周期为2019年2月至2021年2月。该项目为农房安置项目，农户以置换方式进行安置，目前置换价格尚未确定。公司无拟建安置房项目。

(3) 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、

普通商品房销售、厂房销售等。2017—2019年，公司上述业务分别实现收入0.72亿元、0.84亿元和0.40亿元，公司其他业务板块总体收入规模小。

(4) 在建及拟建自营项目

截至2019年底，公司主要在建自营项目包括海宁国际装备制造产业园项目、海宁国际装备制造及电子信息产业园四期及五期项目、海宁市智慧港科技产业园工程项目和海宁市智慧港科技产业园二期项目，计划总投资74.34亿元，截至2019年底已完成投资29.84亿元（体现在

“存货—开发成本”科目)。

未来随着公司自营项目的逐步出租出售,可为公司带来一定规模的收入,但公司自营项目投资规模大,未来存在较大筹资压力,且预期收益受建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性。

3. 未来发展

未来,公司将继续推进基础设施项目的投资开发,完善资产管理运营,通过建立健全市场化经营机制,提高自身基础设施开发建设和资产管理运营的效率和水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报表,天衡会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底,公司有合并范围内子公司16家。2018年,公司合并范围通过股权划拨方

式新增子公司2家、通过投资设立子公司3家、注销子公司1家;2019年,公司通过股权无偿划拨方式新增子公司3家。近年来,公司合并范围新增的子公司规模相对较小,对财务数据可比性影响较小。

截至 2019 年底,公司资产总额 191.33 亿元,所有者权益 99.80 亿元(其中少数股东权益 5.28 亿元);2019 年,公司实现营业收入 8.00 亿元,利润总额 2.44 亿元。

2. 资产质量

近年来公司资产规模持续增长,以流动资产为主,其中以土地整理投入为主的存货和往来款为主的应收类款项占比较大,公司整体资产的流动性较弱,资产质量一般。

2017—2019年,公司资产规模持续增长,年均复合增长25.20%。2019年底,公司资产总额191.33亿元,较2018年底增长29.78%,主要来自存货的增加;其中流动资产占76.60%,资产构成以流动资产为主。公司主要资产构成详见下表。

表 9 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	89.31	73.17	109.38	74.20	146.55	76.60
货币资金	4.21	3.45	6.54	4.44	7.78	4.07
其他应收款	10.92	8.95	12.29	8.34	13.62	7.12
存货	73.59	60.29	89.85	60.95	122.98	64.28
非流动资产	32.74	26.83	38.04	25.80	44.77	23.40
在建工程	17.69	14.50	24.12	16.36	25.16	13.15
其他非流动资产	7.71	6.32	5.24	3.56	6.74	3.52
可供出售金融资产	1.24	1.02	3.48	2.36	7.69	4.02
资产合计	122.06	100.00	147.42	100.00	191.33	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2017—2019年,公司流动资产持续增长,年均复合增长28.10%。2019年底,公司流动资产146.55亿元,较2018年底增长33.98%,主要系存货增长所致;公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017—2019 年,公司货币资金持续增长,年均复合增长 36.04%。2019 年底,公司货币资金较 2018 年底增长 18.96%至 7.78 亿元,主要系银行借款收到现金所致。公司货币资金以银行存款为主,无使用受限资金。

2017—2019年,公司其他应收款持续增长,

年均复合增长11.66%。2019年底，公司其他应收款较2018年底增长10.82%至13.62亿元，主要系往来款增长所致；公司前5名欠款单位欠款合计占74.25%，集中度较高，除海宁星莹家具有限公司（以下简称“星莹家具”）为海宁市民营企业外，其他单位均为海宁市政府部门和国有企业。截至2019年底，星莹家具经营正常。2019年底，公司共计提272.93万元坏账准备。总体看，公司其他应收款回收风险较低，但对公司资金形成占用。

表 10 2019 年底公司其他应收款前五名明细
(单位: 亿元、%)

债务人名称	款项性质	金额	占比
海宁星莹家具有限公司	往来款	3.50	25.38
海宁黄湾镇工业投资有限公司	往来款	3.08	22.31
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	往来款	1.41	10.26
海宁市财政局	往来款	1.28	9.28
海宁金三角农贸市场有限公司	往来款	0.97	7.02
合计		10.24	74.25

资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司存货持续增长，年均复合增长29.28%。2019年底，受海宁经开区土地征拆整理和项目建设持续投入影响，公司存货较2018年底增长36.88%至122.98亿元。公司存货主要包括围垦土地成本（15.25亿元，尖山新区围垦投入）、开发产品（32.22亿元，土地使用权）、土地征迁整理成本（43.62亿元，主要为海宁经开区土地整理投入）、开发成本（30.83亿元，主要为海宁智慧港科技产业园项目和海宁国际装备制造产业园项目投入）和安置房开发成本（1.05亿元）。存货中受限资产1.58亿元，占存货的1.28%；存货未计提跌价准备。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长16.93%。2019年底，公司非流动资产44.77亿元，较2018年增长17.70%，主要系可供出售金融资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、在建工程和其他非流动资产构成。

2017—2019年，公司可供出售金融资产快

速增长，年均复合增长149.08%。2019年底，公司可供出售金融资产较2018年底增长120.99%至7.69亿元，主要系新增对腾兴长三角（海宁）股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“腾兴长三角”）、海宁北斗皓远科技有限公司（以下简称“北斗皓远”）、北京确安科技股份有限公司（以下简称“确安科技”）、浙江哈工机器人有限公司（以下简称“哈工公司”）、北斗导航科技有限公司（以下简称“北斗公司”）等公司的股权投资。

2017—2019年，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降111.81%，主要系公司于2018年减少对海宁市科创中心投资有限公司（以下简称“海宁科创投”）的股权投资所致。2019年底，公司长期股权投资2.41亿元，较2018年底变化不大。

2017—2019年，公司在建工程持续增长，年均复合增长19.25%。公司在建工程为受托代建工程中基础设施建设项目投入，2019年底为25.16亿元，较2018年底增长4.31%。

2017—2019年，公司其他非流动资产有所波动，分别为7.71亿元、5.24亿元和6.74亿元。公司其他非流动资产为已完工但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、房屋建筑物等。

受限资产方面，截至2019年底，公司受限资产账面价值为2.85亿元，占资产总额的1.49%，受限比例低，存货、投资性房地产和固定资产中的受限资产分别为1.58亿元、0.91亿元和0.36亿元，均用于借款和担保抵押。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益持续增长，其中资本公积占比较高；公司负债总额持续增长，有息债务结构以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长23.80%。2019年底，公司所有者权益较2018年底增长43.22%至99.80亿元，主

要系资本公积增长所致。公司所有者权益中，实收资本占 3.66%，资本公积占 74.77%，未分配利润占 15.46%，少数股东权益占 5.28%。

2017—2019 年，公司实收资本均为 3.66 亿元。同期，公司资本公积持续增长，年均复合增长 22.34%，2019 年底，公司资本公积 74.77 亿元，较 2018 年底增长 49.60%，主要系海宁市政府无偿划拨新市镇建设等公司，公司增加资本公积 6.78 亿元；公司原承担的政府置换债券本金 17.55 亿元债务解除，增加资本公积 17.55 亿元；未分配利润有所增长，年均复合增长 21.12%，2019 年为 15.46 亿元；少数股东权益持续增长，年均复合增长 226.65%，2019 年底为 5.28 亿元，较 2018 年底增加 2.64 亿元，主要系公司非全资子公司的少数股东对其追加投资所致。

负债

2017—2019 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 26.79%。2019 年底，公司负债总额 91.53 亿元，较 2018 年底增长 17.73%，主要系长期借款增长所致。从构成上看，公司负债以非流动负债为主，2019 年底，公司流动负债占 26.02%，非流动负债占 73.98%。

2017—2019 年，公司流动负债有所波动。2019 年底，公司流动负债较 2018 年底增长 44.75%至 23.81 亿元，主要来自其他应付款的增加；期末，公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2017—2019 年，公司短期借款持续增长，2019 年底为 2.80 亿元，较 2018 年底增加 2.10 亿元，全部为保证借款。

2017—2019 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 43.44%。2019 年底，公司其他应付款较 2018 年底增长 98.71%至 12.11 亿元，主要系与海宁资产、海宁市新市镇开发建设有限公司（以下简称“新市镇开发”）等单位的往来款增加所致；公司其他应付款全部为其他应付款项，主要为应付海宁资产、新市镇开发、黄

湾镇人民政府等单位的往来款。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合下降 13.43%，2019 年底为 8.19 亿元，较 2018 年底下降 11.64%，主要系公司偿还到期债务所致。2019 年底，公司一年内到期的长期借款 5.59 亿元、一年内到期的应付债券 2.60 亿元。

2017—2019 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 30.81%，2019 年底为 67.71 亿元，较 2018 年底增长 10.48%，主要系长期借款增长所致。从构成上看，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2017—2019 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 58.51%；2019 年底为 52.39 亿元，较 2018 年底增长 102.65%，主要系保证借款和保证+抵押借款增长所致，公司长期借款由保证借款（37.34 亿元）和保证+抵押借款（15.05 亿元）构成。

2017—2019 年，公司应付债券有所波动，2019 年底为 14.13 亿元，较 2018 年底下降 15.50%，主要系“13 海宁新区债/PR 海新区”剩余本金重分类至一年内到期的非流动负债所致。

公司其他非流动负债为政府置换债券资金。2017—2018 年分别为 12.80 亿元和 17.55 亿元。2019 年，根据《2019 年海宁市政府置换债券债务解除协议》，公司原承担的政府置换债券本金 17.55 亿元债务解除，由“其他非流动负债”科目转入“资本公积”。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 24.67%。2019 年底，受长期借款增长影响，公司全部债务较 2018 年底增长 10.58%至 77.52 亿元。从结构上看，公司有息债务以长期债务为主，2019 年底占全部债务的 85.82%。2017—2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均呈波动状态，2019 年底分别为 47.84%、43.72%和 40.00%。

表 11 公司债务情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期债务	11.03	9.97	10.99
长期债务	38.84	60.13	66.52
全部债务	49.87	70.10	77.52
长期债务资本化比率	37.36	46.32	40.00
全部债务资本化比率	43.37	50.15	43.72
资产负债率	46.65	52.73	47.84

注: 其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算
资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

以 2019 年底存量债务为基础, 2020—2022 年公司分别需偿付的有息债务规模为 10.99 亿元、14.34 亿元和 7.49 亿元, 近三年到期债务规模相对分散。

4. 盈利能力

公司营业收入有所波动, 利润总额对财政补贴依赖大, 整体盈利能力较弱。

2017—2019 年, 公司营业收入有所波动, 2019 年为 8.00 亿元, 主要为受托代建工程收入。2017—2019 年, 公司营业成本有所波动, 2019 年为 7.26 亿元, 同比下降 13.98%。2017—2019 年, 公司营业利润率有所波动, 分别为 14.57%、-3.59%和 7.91%。

表 12 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	4.18	8.25	8.00
营业利润	1.74	2.37	2.39
其他收益	1.59	3.00	2.67
利润总额	1.72	2.37	2.44
营业利润率	14.57	-3.59	7.91
总资产收益率	1.50	1.71	1.62
净资产收益率	2.65	3.42	2.44

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以管理费用和财务费用为主, 2017—2019 年波动增长, 2019 年底为 1.04 亿元, 同比增长 187.29%, 主要系管理费用和财务费用增长所致。同期, 期间费用占营业收入的比重有所波动, 分别为 9.54%、4.38%和 12.98%。2017—2019 年, 公司分别获得政府补贴 1.58 亿元、3.00 亿元、2.67 亿元; 公司利润总额分别为 1.72 亿元、2.37 亿元和 2.44 亿元, 利润总额对政府补贴依赖大。

从盈利指标看, 2017—2019 年, 公司总资产收益率和净资产收益率均有所波动, 2019 年分别为 1.62%和 2.44%。

5. 现金流分析

公司收入实现质量好, 但受项目建设支出规模持续增长影响, 经营活动现金流持续呈净流出状态; 公司投资活动现金流主要为股权投资支出和收回投资收现, 近年来规模有所增长; 公司在建及拟建项目投资规模大, 且面临一定还本付息压力, 未来存在较大筹资压力。

经营活动现金流方面, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入量持续增长, 分别为 15.94 亿元、17.93 亿元和 20.35 亿元, 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金分别为 4.23 亿元、8.15 亿元和 8.10 亿元, 主要为各业务板块回款; 2017—2019 年, 公司现金收入比分别为 101.23%、98.75%和 101.24%, 收入实现质量好。近三年, 公司收到其他与经营活动相关的现金分别为 11.70 亿元、9.78 亿元和 12.24 亿元, 主要为往来款收现和政府拨付的经营性补贴。同期, 公司经营活动现金流出量持续增长, 分别为 16.04 亿元、21.83 亿元和 38.33 亿元, 其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 10.14 亿元、18.11 亿元和 31.20 亿元, 主要为项目建设支出。公司支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款, 近年来规模有所波动。2017—2019 年, 公司经营活动现金流量净额分别为-0.10 亿元、-3.90 亿元和-17.98 亿元。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	15.94	17.93	20.35
经营活动现金流出量	16.04	21.83	38.33
经营活动净现金流	-0.10	-3.90	-17.98
投资活动净现金流	-1.25	-2.21	-3.91
筹资活动净现金流	-1.50	8.44	23.13
现金收入比	101.23	98.75	101.24

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流入流出规模持续增长。2019 年, 公司投资活动现金流入 3.67 亿元, 主要为收回投

资收到的现金（主要为转让腾兴长三角部分股权收到的减资款）；公司投资活动现金流出 7.58 亿元，主要为投资支付的现金（对腾兴长三角、北斗皓远、确安科技、哈工公司、北斗公司等公司的股权投资支出）。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为-1.25 亿元、-2.21 亿元和-3.91 亿元。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入规模持续增长，2019 年为 43.14 亿元，从构成上看，主要为取得借款收到的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出有所波动，分别为 12.27 亿元、24.49 亿元和 20.01 亿元，从构成上看，主要为偿还债务本息支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额有所波动，分别为-1.50 亿元、8.44 亿元和 23.13 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较弱，对外担保规模较大，考虑到公司在海宁经开区和尖山新区基础设施投资建设领域具有垄断地位并持续获得海宁市政府、海宁经开区管委会和尖山新区管委会有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率有所波动，2019 年底分别为 615.47% 和 98.98%。公司经营活动现金持续净流出，对流动负债无保障能力。2019 年底，公司现金短期债务比为 0.71 倍。

从长期偿债能力看，2017—2019 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 1.92 亿元、2.57 亿元和 3.05 亿元；全部债务/EBITDA 小幅波动，分别为 25.97 倍、27.29 倍和 25.42 倍；EBITDA 利息倍数持续上升，分别为 0.59 倍、0.67 倍和 0.73 倍。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信 90.20 亿元，未使用额度为 20.74 亿元，间接融资渠道尚可。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 23.09 亿元，担保比率为 23.14%，被担保单位均为海

宁市国有企业。考虑到公司担保规模较大且被担保单位区域集中度高，公司存在一定或有负债风险。

表 14 截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保终止日期
海宁市黄湾村镇建设开发有限公司	0.50	2022/01/23
	0.26	2020/10/15
	1.00	2022/01/24
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	1.50	2020/11/17
	0.50	2025/03/12
	3.70	2021/12/31
	0.90	2024/02/14
海宁市袁花新市镇投资开发有限公司	2.50	2021/12/20
	1.08	2025/03/25
	1.10	2022/12/31
海宁市临杭新区发展投资有限公司	0.90	2021/12/31
	0.50	2021/12/09
海宁市黄湾村级创业创新投资开发有限公司	0.20	2020/06/29
海宁市交通投资集团有限公司	0.33	2020/11/09
海宁首创水务有限责任公司	0.43	2021/02/07
浙江钱江湾区投资开发有限公司	4.00	2023/12/22
海宁市时代农业发展有限公司	0.90	2021/04/30
海宁市丁桥新市镇建设有限公司	0.30	2021/05/24
浙江海宁鹃湖科技城开发投资有限责任公司	2.06	2036/11/22
海宁市海昌东郊市场管理有限公司	0.30	2024/12/31
海宁市尖山污水处理有限公司	0.14	2020/03/03
合计	23.09	--

资料来源：公司审计报告

7. 母公司财务分析

公司资产主要来自于母公司，收入主要来自于下属子公司，母公司所有者权益稳定性较好，整体债务负担尚可。

2019 年底，母公司资产总额为 102.80 亿元，较 2018 年底变化不大。其中，流动资产为 53.08 亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。非流动资产为 49.72 亿元，主要由长期股权投资和在建工程构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 72.27 亿元，较 2018 年底增长 20.95%，主要系政府置

换债券债务解除；母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

2019 年底，母公司负债总额为 30.53 亿元，主要由其他应付款、长期借款、应付债券构成。母公司 2019 年底资产负债率为 29.70%，较 2018 年底下降 12.83 个百分点。

2019 年，母公司实现营业收入 2.28 亿元，利润总额为 0.81 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务的影响较大，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障程度较强；本期债券募投项目收益的实现存在不确定性，且存续期内募投项目收益对其拟使用资金的保障能力较弱。

1. 本期债券的发行对现有债务的影响

本期债券拟发行规模 10.00 亿元，其中基础发行规模 5 亿元，弹性配售额度 5 亿元，按发行规模上限计算（下同），相当于 2019 年底公司长期债务的 15.03%，全部债务的 12.90%，对公司现有债务规模影响较大。

2019 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 47.84%、43.72% 和 40.00%。以公司 2019 年底的财务数据为基础，并考虑公司于 2020 年 4 月发行的“20 海尖 01”15 亿元，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 53.87%、50.67% 和 47.84%，公司债务负担将有所上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行规模上限的 0.19 倍、0.26 倍和 0.30 倍；公司经营活动的现金流入量分别为本期债券拟发行规模上限的 1.59 倍、1.79 倍和 2.03 倍；公司经营活动现金持续净流出，对本期债券无保障能力。总体看，公司经营活动现金流入量

对本期债券的保障程度较强。

3. 募投项目收益对本期债券的保障能力

募投项目未来收益为厂房出租收入。根据嘉兴正大工程管理咨询有限公司出具的《海宁智慧港科技产业园工程可行性研究报告》及公司提供的资料，海宁市智慧港科技产业园工程项目厂房可出租面积约 663437 平方米，运营期租金为 28 元/平方米·月。项目计划运营期为 25 年，运营期第 1 年，厂房的出租率为 70.00%，运营期第 2~3 年，厂房的出租率为 85.00%，之后每年的出租率为 95.00%。在运营期内，海宁智慧港科技产业园项目计划实现厂房租金收入 51.94 亿元。

根据嘉兴正大工程管理咨询有限公司出具的《海宁智慧港科技产业园二期工程可行性研究报告》及公司提供的资料，海宁智慧港科技产业园二期项目厂房可出租面积约 450875 平方米，运营期租金为 28 元/平方米·月。项目计划运营期为 25 年，运营期第 1 年，厂房的出租率为 70.00%，运营期第 2~3 年，厂房的出租率为 85.00%，之后每年的出租率为 95.00%。在运营期内，海宁智慧港科技产业园项目计划实现厂房租金收入 33.86 亿元。

本期债券用于募投项目资金 6.00 亿元，偿债资金来源于募投项目的收益及公司日常经营收入。募投项目各子项目进度不一，假设海宁市智慧港科技产业园工程项目于 2024 年开始产生收入，海宁智慧港科技产业园二期项目于 2022 年开始产生收入，并假设本期债券于 2021 年发行，发行利率为 6.50%，若第 5 年末投资者不行使回售选择权，在本期债券存续期内（2021—2028 年），募投项目净收益合计 12.65 亿元。从本期债券用于募投项目建设的资金来看，若未行使弹性配售选择权，存续期内按股权比例分配的募投项目收入对该部分资金的本息覆盖倍数为 2.15 倍，按股权比例分配的募投项目净收益对该部分资金的本息覆盖倍数为 1.52 倍。若行使弹性配售选择权，存续期内按

股权比例分配的募投项目收入对该部分资金的本息覆盖倍数为 1.08 倍，按股权比例分配的募投项目净收益对该部分资金的本息覆盖倍数为 0.76 倍。

表 15-1 未行使弹性配售选择权时募投项目存续期内（2021—2028 年）收益预测和本期债券用于项目部分还本付息情况（单位：万元、倍）

序号	项目	小计	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
1	收入合计	179176	--	10605	12877	28481	33340	33340	35569	35569
1.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目收入	95854	--	--	--	15604	18948	18948	21177	21177
1.2	海宁智慧港科技产业园二期项目收入	93927	--	10605	12877	12877	14392	14392	14392	14392
2	经营成本	28383	--	1908	2181	4652	5242	5249	5525	5534
2.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目经营成本	14569	--	--	--	2471	2879	2886	3162	3171
2.2	海宁智慧港科技产业园二期项目经营成本	15722	--	1908	2181	2181	2363	2363	2363	2363
3	税金及附加	24248	--	969	1469	3481	4550	4550	5066	5132
3.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目税金及附加	14102	--	--	--	2012	2748	2748	3264	3330
3.2	海宁智慧港科技产业园二期项目税金及附加	11115	--	969	1469	1469	1802	1802	1802	1802
4	项目净收益	126545	--	7728	9227	20348	23548	23541	24978	24903
5	按股权比例分配的收入	93852	--	5555	6745	14918	17463	17463	18631	18631
6	按股权比例分配的净收益	66284	--	4048	4833	10658	12334	12331	13083	13044
7	还本付息总额	43650	--	1950	1950	1950	1950	1950	1950	31950
7.1	还本金额	30000	--	--	--	--	--	--	--	30000
7.2	付息金额	13650	--	1950	1950	1950	1950	1950	1950	1950
8	按股权比例分配的收入对本息覆盖倍数	2.15	--	2.85	3.46	7.65	8.96	8.96	9.55	0.58
9	按股权比例分配的净收益对本息覆盖倍数	1.52	--	2.08	2.48	5.47	6.33	6.32	6.71	0.41

注：1. 假设本期债券于 2021 年发行，2022 年起付息，投资人不行使回售选择权，债券利率按 6.50% 估算；2. 经营成本中不包括折旧费用、摊销费用和财务费用；3. 税金及附加中包括所得税

资料来源：联合资信根据募投项目可行性研究报告及公司提供资料整理

表 15-2 行使弹性配售选择权时募投项目存续期内（2021—2028 年）收益预测和本期债券用于项目部分还本付息情况（单位：万元、倍）

序号	项目	小计	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
1	收入合计	179176	--	10605	12877	28481	33340	33340	35569	35569
1.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目收入	95854	--	--	--	15604	18948	18948	21177	21177
1.2	海宁智慧港科技产业园二期项目收入	93927	--	10605	12877	12877	14392	14392	14392	14392
2	经营成本	28383	--	1908	2181	4652	5242	5249	5525	5534
2.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目经营成本	14569	--	--	--	2471	2879	2886	3162	3171
2.2	海宁智慧港科技产业园二期项目经营成本	15722	--	1908	2181	2181	2363	2363	2363	2363
3	税金及附加	24248	--	969	1469	3481	4550	4550	5066	5132
3.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目税金及附加	14102	--	--	--	2012	2748	2748	3264	3330

3.2	海宁智慧港科技产业园二期项目税金及附加	11115	--	969	1469	1469	1802	1802	1802	1802
4	项目净收益	126545	--	7728	9227	20348	23548	23541	24978	24903
5	按股权比例分配的收入	93852	--	5555	6745	14918	17463	17463	18631	18631
6	按股权比例分配的净收益	66284	--	4048	4833	10658	12334	12331	13083	13044
7	还本付息总额	87300	--	3900	3900	3900	3900	3900	3900	63900
7.1	还本金额	60000	--	--	--	--	--	--	--	60000
7.2	付息金额	27300	--	3900	3900	3900	3900	3900	3900	3900
8	按股权比例分配的收入对本息覆盖倍数	1.08	--	1.42	1.73	3.83	4.48	4.48	4.78	0.29
9	按股权比例分配的净收益对本息覆盖倍数	0.76	--	1.04	1.24	2.73	3.16	3.16	3.35	0.20

注：1. 假设本期债券于 2021 年发行，2022 年起付息，投资人不行使回售选择权，债券利率按 6.50% 估算；2. 经营成本中不包括折旧费用、摊销费用和财务费用；3. 税金及附加中包括所得税

资料来源：联合资信根据募投项目可行性研究报告及公司提供资料整理

若第 5 年末投资者行使回售选择权，在本期债券存续期内（2021—2026 年），募投项目净收益合计 8.44 亿元。从本期债券用于募投项目建设的资金来看，若未行使弹性配售选择权，存续期内按股权比例分配的募投项目收入对该部分资金的本息覆盖倍数为 1.56 倍，按股权比

例分配的募投项目净收益对该部分资金的本息覆盖倍数为 1.11 倍。若行使弹性配售选择权，存续期内按股权比例分配的募投项目收入对该部分资金的本息覆盖倍数为 0.78 倍，按股权比例分配的募投项目净收益对该部分资金的本息覆盖倍数为 0.56 倍。

表 16-1 未行使弹性配售选择权时募投项目存续期内（2021—2026 年）收益预测和本期债券用于项目部分还本付息情况
(单位：万元、倍)

序号	项目	小计	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
1	收入合计	118643	--	10605	12877	28481	33340	33340
1.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目收入	53500	--	--	--	15604	18948	18948
1.2	海宁智慧港科技产业园二期项目收入	65143	--	10605	12877	12877	14392	14392
2	经营成本	19232	--	1908	2181	4652	5242	5249
2.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目经营成本	8236	--	--	--	2471	2879	2886
2.2	海宁智慧港科技产业园二期项目经营成本	10996	--	1908	2181	2181	2363	2363
3	税金及附加	15019	--	969	1469	3481	4550	4550
3.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目税金及附加	7508	--	--	--	2012	2748	2748
3.2	海宁智慧港科技产业园二期项目税金及附加	7511	--	969	1469	1469	1802	1802
4	项目净收益	84392	--	7728	9227	20348	23548	23541
5	按股权比例分配的收入	62145	--	5555	6745	14918	17463	17463
6	按股权比例分配的净收益	44205	--	4048	4833	10658	12334	12331
7	还本付息总额	39750	--	1950	1950	1950	1950	31950
7.1	还本金额	30000	--	--	--	--	--	30000
7.2	付息金额	9750	--	1950	1950	1950	1950	1950
8	按股权比例分配的收入对本息覆盖倍数	1.56	--	2.85	3.46	7.65	8.96	0.55
9	按股权比例分配的净收益对本息覆盖倍数	1.11	--	2.08	2.48	5.47	6.33	0.39

注：1. 假设本期债券于 2021 年发行，2022 年起付息，投资人不行使回售选择权，债券利率按 6.50% 估算；2. 经营成本中不包括折旧费用、摊销费用和财务费用；3. 税金及附加中包括所得税

资料来源：联合资信根据募投项目可行性研究报告及公司提供资料整理

表 16-2 行使弹性配售选择权时募投项目存续期内（2021—2026 年）收益预测和本期债券用于项目部分还本付息情况
(单位：万元、倍)

序号	项目	小计	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
1	收入合计	118643	--	10605	12877	28481	33340	33340
1.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目收入	53500	--	--	--	15604	18948	18948
1.2	海宁智慧港科技产业园二期项目收入	65143	--	10605	12877	12877	14392	14392
2	经营成本	19232	--	1908	2181	4652	5242	5249
2.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目经营成本	8236	--	--	--	2471	2879	2886
2.2	海宁智慧港科技产业园二期项目经营成本	10996	--	1908	2181	2181	2363	2363
3	税金及附加	15019	--	969	1469	3481	4550	4550
3.1	海宁市智慧港科技产业园工程项目税金及附加	7508	--	--	--	2012	2748	2748
3.2	海宁智慧港科技产业园二期项目税金及附加	7511	--	969	1469	1469	1802	1802
4	项目净收益	84392	--	7728	9227	20348	23548	23541
5	按股权比例分配的收入	62145	--	5555	6745	14918	17463	17463
6	按股权比例分配的净收益	44205	--	4048	4833	10658	12334	12331
7	还本付息总额	79500	--	3900	3900	3900	3900	63900
7.1	还本金额	60000	--	--	--	--	--	60000
7.2	付息金额	19500	--	3900	3900	3900	3900	3900
8	按股权比例分配的收入对本息覆盖倍数	0.78	--	1.42	1.73	3.83	4.48	0.27
9	按股权比例分配的净收益对本息覆盖倍数	0.56	--	1.04	1.24	2.73	3.16	0.19

注：1 假设本期债券于 2021 年发行，2022 年起付息，投资人于第 5 年末行使回售选择权，债券利率按 6.50% 估算；2. 经营成本中不包括折旧费用、摊销费用和财务费用；3. 税金及附加中包括所得税

资料来源：联合资信根据募投项目可行性研究报告及公司提供资料整理

募投项目部分年度无收益或按股权比例分配的净收益无法完全覆盖当年用于募投项目部分资金还本付息。此外，募投项目预期收益的实现依赖于项目完成后实际出租情况，受当地市场行情影响较大，具有不确定性。

十、本期债券的保护条款分析

海宁资产为本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，海宁资产担保实力很强，其担保有效提升了本期债券本息偿付的安全性。同时，公司委托监管银行对本期债券的监管账户和偿债资金专户进行监管，有助于保障本期债券的正常偿付。

1. 担保方信用分析

根据海宁资产出具的《担保函》，海宁资产为本期债券提供本息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。

海宁资产系根据海政发〔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 2020 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人民政府国有资产监督管理委员会。

海宁资产是海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，并持续获得海宁市政府在债务置换、资金资产注入、股权划转和财政补贴等方面的大力支持。

海宁资产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、污水处理、废物清运和石油销售等业务。房屋销售、房屋租赁和商品销售是海宁资产主要的收入来源。2017—2019 年，海宁资产分别实现营业总收入 61.59 亿元、70.29 亿元和 70.72 亿元。

2017—2019 年，海宁资产的资产总额分别为 796.32 亿元、804.35 亿元和 932.76 亿元，流

动资产和非流动资产比重基本持平。海宁资产的流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主，非流动资产以长期股权投资、其他非流动金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般。2017—2019年，海宁资产的所有者权益分别为344.35亿元、371.86亿元和453.62亿元，实收资本和资本公积合计占比较高，海宁资产的所有者权益稳定性较好。2017—2019年，海宁资产的负债总额分别为451.97亿元、432.49亿元和479.14亿元，以非流动负债为主。2019年底，海宁资产的资产负债率为51.37%。

现金流方面，2017—2019年，海宁资产经营活动现金流入量分别为319.14亿元、387.40亿元和386.84亿元；经营活动现金流量净额分别为48.84亿元、27.18亿元和43.91亿元，现金收入比分别为116.08%、98.42%和105.77%，经营活动现金流入量规模大，获现能力保持在较高水平。2017—2019年，海宁资产投资活动现金流净额分别为-34.36亿元、-24.64亿元和-45.44亿元，投资活动现金流入主要为赎回理财产品 and 收回资金拆借款，投资活动现金流出主要为购买理财产品支出。2017—2019年，海宁资产筹资活动现金流净额分别为-13.73亿元、1.60亿元和18.94亿元，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还本息支出。

偿债能力方面，2017—2019年，海宁资产流动比率和速动比率波动上升，2019年底分别为263.86%和113.73%。2019年底，海宁资产现金短期债务比为1.76倍，海宁资产的短期偿债能力较强。2017—2019年，海宁资产EBITDA分别为20.62亿元、25.61亿元和27.35亿元；全部债务/EBITDA分别为14.18倍、11.71倍和11.11倍；EBITDA利息倍数分别为1.92倍、1.30倍和1.85倍，海宁资产的长期偿债能力指标一般。

截至2020年3月底，海宁资产对外担保余额为161.63亿元，担保比率为34.83%，被担保

企业大部分为海宁市国有企业，但由于海宁资产对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

2017—2019年，海宁资产的经营活动现金流入量分别为本期债券拟发行规模上限的31.91倍、38.74倍和38.68倍；经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行规模上限的4.88倍、2.72倍和4.39倍；EBITDA分别为本期债券拟发行规模上限的2.06倍、2.56倍和2.74倍。总体看，海宁资产的经营活动现金流入量对本期债券的保障能力很强，经营活动现金流量净额和EBITDA对本期债券的保障能力较强。

经联合资信评定，海宁资产主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。海宁资产的担保实力很强，其担保显著增强了本期债券本息偿付的安全性。

2. 偿债资金监管

为保障本期债券的正常偿付，公司与中国农业银行股份有限公司海宁市支行（以下简称“监管银行”）签署了募集资金账户与偿债资金专户监管协议（以下简称“协议”），在监管银行处开立了募集资金监管账户和偿债资金专户，并委托监管银行对本期债券的监管账户和偿债资金专户进行监管。

根据协议，本期债券募集资金将直接划付至监管账户；偿债资金专户专门存储及管理偿债资金，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，以保证按期支付本期债券本息。

十一、结论

公司是海宁经开区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，业务具有区域垄断优势，并持续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，公司资产规模持续增长，资产中存货和在建工程占比较大，公司资产流动性较

弱；所有者权益结构稳定性较好；有息债务规模有所增长，整体债务负担一般；公司政府补贴对利润总额影响较大；收入实现质量好，但2017年起经营活动净现金由正转负。

海宁经开区和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，业务可持续性较强，但易受政府土地整理整体规划和土地市场行情波动的影响。随着地区经济的持续发展，公司整体抗风险能力有望进一步增强。

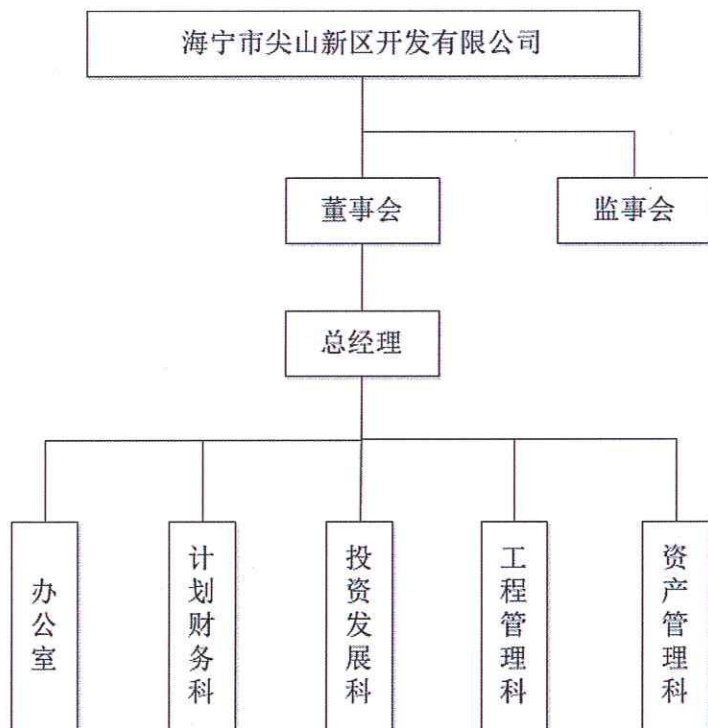
本期债券发行规模较大，募投项目的收益实现存在不确定性，且建设期利息依靠公司自有资金偿付，在债券存续期内募投项目按股权比例分配的收益对其拟使用资金的保障能力较弱。海宁资产为本期债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著增强了本期债券本息偿付的安全性。

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

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年底公司合并范围内子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	单位名称	主要经营地	持股比例 (%)	业务性质
1	浙江钱塘江投资开发有限公司	海宁市	100.00	投资开发、房地产开发
2	海宁市尖山新区物业管理有限公司	海宁市	100.00	物业管理、房屋租赁
3	海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司	海宁市	100.00	房地产开发、市政工程建设、社区物业管理
4	海宁市铁北新城有机更新有限公司	海宁市	100.00	城镇有机更新, 投资开发
5	海宁经开产业园区开发建设有限公司	海宁市	100.00	标准厂房的开发建设、经营管理, 房地产开发
6	海宁市城北水环境治理有限公司	海宁市	100.00	水污染治理, 投资开发, 基础设施工程建设
7	海宁市泛半导体产业投资有限公司	海宁市	50.00	实业投资, 投资管理, 股权投资, 投资咨询
8	海宁市嘉勤投资有限公司	海宁市	70.00	股权投资, 实业投资, 投资管理, 投资咨询
9	海宁市合创开发建设有限公司	海宁市	100.00	标准厂房的开发建设、经营管理
10	海宁市众创产业开发建设有限公司	海宁市	52.42	标准厂房的开发建设、经营管理
11	海宁市现代农业发展有限公司	海宁市	51.00	农业项目的开发、建设、投资、经营及管理
12	海宁市湾区新城投资开发有限公司	海宁市	70.00	标准厂房的开发建设, 房地产开发, 物业服务
13	海宁智慧港科技产业园开发有限公司	海宁市	52.38	标准厂房的开发建设, 房地产开发, 物业服务, 工程施工
14	海宁市海昌新市镇建设有限公司	海宁市	100.00	城乡基础设施投资、开发与建设, 土地整理, 房地产开发
15	海宁市铭德殡仪服务有限公司	海宁市	100.00	殡葬服务, 房屋和殡葬设备租赁
16	海宁市笕山生态陵园有限公司	海宁市	100.00	骨灰下葬, 公墓建设、销售、管理, 墓碑刻字业务

资料来源: 公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.21	6.54	7.78
资产总额（亿元）	122.06	147.42	191.33
所有者权益（亿元）	65.12	69.68	99.80
短期债务（亿元）	11.03	9.97	10.99
长期债务（亿元）	38.84	60.13	66.52
全部债务（亿元）	49.87	70.10	77.52
营业收入（亿元）	4.18	8.25	8.00
利润总额（亿元）	1.72	2.37	2.44
EBITDA（亿元）	1.92	2.57	3.05
经营性净现金流（亿元）	-0.10	-3.90	-17.98
财务指标			
销售债权周转次数（次）	41.73	72.83	102.29
存货周转次数（次）	0.05	0.10	0.07
总资产周转次数（次）	0.04	0.06	0.05
现金收入比（%）	101.23	98.75	101.24
营业利润率（%）	14.57	-3.59	7.91
总资本收益率（%）	1.50	1.71	1.62
净资产收益率（%）	2.65	3.42	2.44
长期债务资本化比率（%）	37.36	46.32	40.00
全部债务资本化比率（%）	43.37	50.15	43.72
资产负债率（%）	46.65	52.73	47.84
流动比率（%）	514.39	664.95	615.47
速动比率（%）	90.55	118.75	98.98
经营现金流动负债比（%）	-0.59	-23.69	-75.51
现金短期债务比（倍）	0.38	0.66	0.71
全部债务/EBITDA（倍）	25.97	27.29	25.42
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	0.67	0.73

注：其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算

附件 4 主要财务数据及指标 (母公司/公司本部)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	3.30	3.16	2.29
资产总额 (亿元)	96.19	103.95	102.80
所有者权益 (亿元)	57.69	59.75	72.27
短期债务 (亿元)	6.35	3.69	5.10
长期债务 (亿元)	25.55	34.44	19.19
全部债务 (亿元)	31.90	38.13	24.29
营业收入 (亿元)	1.84	2.13	2.28
利润总额 (亿元)	0.72	0.77	0.81
EBITDA (亿元)	0.83	0.88	0.92
经营性净现金流 (亿元)	0.14	-4.19	3.86
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	191.44	110.48	119.12
存货周转次数 (次)	0.11	0.06	0.06
总资产周转次数 (次)	0.04	0.02	0.02
现金收入比 (%)	101.47	101.36	105.35
营业利润率 (%)	6.07	7.59	9.20
总资本收益率 (%)	0.80	0.78	0.83
净资产收益率 (%)	1.25	1.28	1.12
长期债务资本化比率 (%)	30.69	36.56	20.98
全部债务资本化比率 (%)	35.60	38.96	25.15
资产负债率 (%)	40.02	42.53	29.70
流动比率 (%)	417.96	623.53	521.32
速动比率 (%)	169.56	280.27	203.49
经营现金流流动负债比 (%)	1.15	-46.95	37.89
现金短期债务比 (倍)	0.52	0.86	0.45
全部债务/EBITDA (倍)	38.58	43.46	26.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.43	0.57	0.48

注：其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及其含义

联合资信主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi和Cpi。除AAApi级、CCCpi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
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务

Cpi	不能偿还债务
-----	--------

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。

附件 6-4 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年第一期海宁市尖山新区开发有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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

海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，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

海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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。