信用评级公告

联合〔2021〕4338号

联合资信评估股份有限公司通过对海宁市城市发展投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海宁市城市发展投资集团有限公司主体长期信用等级为AA+，“14海宁城投债/PR海城投”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

二〇二一年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

海宁市城市发展投资集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级级别	本次评级展望	上次评级级别	上次评级展望
发行人主体	AA^+	稳定	AA^+	稳定
14 海宁城投债/PR 海城投	AA^+	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 海宁城投债/PR 海城投	13.00 亿元	2.60 亿元	2021/10/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 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	a		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	2
			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	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				4

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

海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）是海宁市重要的基础设施建设、安置房建设和土地整理主体。跟踪期内，海宁市经济稳步发展，财政实力不断增强，公司持续得到海宁市政府在资金拨付、股权划转以及政府补贴等方面的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、资本支出压力较大、债务负担加重以及面临集中偿付压力等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

“14海宁城投债/PR海城投”设置了分期偿还条款，可有效缓解公司的集中偿付压力。

未来，随着海宁市基础设施建设的推进以及储备土地的不断出让，公司的业务将稳定开展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“14海宁城投债/PR海城投”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020 年，海宁市实现地区生产总值 1030.78 亿元，增长 2.0%；完成一般公共预算收入 100.93 亿元，增长 4.0%。
2. **持续得到有力的政府支持。**公司是海宁市重要的基础设施建设、安置房建设和土地整理主体，跟踪期内，在资金拨付、股权划转和财政补贴方面持续得到政府的有力支持。

关注

1. **资产质量一般，应收类款项对资金形成一定占用。**流动资产中存货和应收类款项占比较大，应收类款项对公司资金形成一定占用；非流动资产以长期股权投资和市政基础设施建设投入为主，资产整体质量一般。
2. **资本支出压力较大。**截至 2020 年底，公司土地整理业务和安置房项目未来三年尚需投资合计 91.65 亿元，公司面临较大的资本支出压力。
3. **整体债务负担加重，2021 年面临一定的集中偿**

分析师：张 勇 丁 晓
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

付压力。2020 年底，公司全部债务较 2019 年底增长 22.34%，全部债务资本化比率较 2019 年底上升 2.92 个百分点；2021 年到期债务 31.68 亿元，2020 年底公司现金短期债务比为 0.52 倍。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	27.62	17.61	16.33
资产总额(亿元)	297.17	326.11	360.74
所有者权益(亿元)	157.78	170.34	183.53
短期债务(亿元)	20.13	10.20	39.77
长期债务(亿元)	20.13	10.20	31.68
全部债务(亿元)	65.13	79.36	77.89
营业收入(亿元)	30.86	29.30	39.07
利润总额(亿元)	2.01	2.29	2.02
EBITDA(亿元)	3.31	3.33	3.18
经营性净现金流(亿元)	10.74	0.72	0.23
营业利润率(%)	5.59	11.30	5.14
净资产收益率(%)	1.21	1.18	1.00
资产负债率(%)	46.91	47.76	49.12
全部债务资本化比率(%)	35.08	34.46	37.38
流动比率(%)	430.14	438.02	292.21
经营现金流动负债比(%)	21.05	1.36	0.28
现金短期债务比（倍）	1.37	1.73	0.52
EBITDA 利息倍数(倍)	0.71	0.55	0.54
全部债务/EBITDA(倍)	25.75	26.92	34.43
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	175.52	183.43	194.97
所有者权益（亿元）	84.82	92.92	99.85
全部债务(亿元)	73.91	71.73	86.72
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.10	0.09	0.20
资产负债率（%）	51.67	49.34	48.78
全部债务资本化比率(%)	46.56	43.57	46.48
流动比率（%）	487.94	1125.88	342.95
经营现金流动负债比(%)	65.22	14.67	6.45

注：已将其他流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算，长期应付款中未包括政府专项债资金，已将 2020 年底一年内到期的长期应付款从短期债务中剔除

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
14 海宁城投债/PR 海城投	AA+	AA+	稳定	2020.06.23	文中 李坤	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
14 海宁城投债/PR 海	AA+	AA+	稳定	2017.06.26	崔俊凯 黄琪融	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015	阅读全文

城投					曹媛	年）	
14 海宁城投债/PR 海城投	AA	AA	稳定	2014.03.25	闫昱州 田业军 王晓辉	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读原文

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均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由海宁市城市发展投资集团有限公司（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。

海宁市城市发展投资集团有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司注册资本、经营范围、股权结构、组织架构等均未发生变化。截至2020年底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，海宁市资产经营公司持有公司100%股权，海宁市人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“海宁市国资办”）持有海宁市资产经营公司90%股权，为公司实际控制人。

公司业务集中在海宁市内，业务涵盖土地开发整理、安置房、商品房、燃气销售以及商品销售等；公司本部内设办公室、党群工作部（纪检监事室）、人力资源部、财务管理部（核算中心）、企管质监部、内审合规部和投资发展部。

截至 2020 年底，公司资产总额 360.74 亿元，所有者权益 183.53 亿元（其中少数股东权益 1.31 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 39.07 亿元，利润总额 2.02 亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市海州路89号；法定代表人：倪生其。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券为“14 海宁城投债/PR 海城投”，债券余额 2.60 亿元。跟踪期内，“14 海宁城投债/PR 海城投”已按时支付当期利息，并偿付本金 2.60 亿元。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
14海宁城投债/PR海城投	13.00	2.60	2014/10/22	7

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“14海宁城投债/PR海城投”募集资金用于城南大道南侧安置房一期工程以及群利三期安置房工程项目。截至2021年3月底，募投项目均已完工，募集资金已按约定用途使用完毕。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同
[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿

元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国**

经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、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我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约束地方政府及其融资平台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我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共

设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称/会议名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、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

跟踪期内，海宁市经济稳步发展，财政实力不断增强，公司外部发展环境良好。

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》，2020 年，海宁市实现地区生产总值 1030.78 亿元，按可比价格计算，较上年增长 2.0%。2020 年，海宁市三次产业结构比由 2019 年的 1.8∶56.6∶41.6 调整为 1.8∶55.8∶42.4，第二产业比重有所下降，第三产业比重有所上升。

2020 年，海宁市实现规模以上工业增加值 383.82 亿元，比上年增长 2.6%，其中规模以上装备制造业、数字经济核心产业制造业、节能环保和高端装备制造业等新兴产业发展较快，增加值分别为 164.07 亿元、96.85 亿元、74.20 亿元和 97.29 亿元，较上年分别增长 23.5%、21.3%、18.0%和 16.2%。

2020 年，海宁市固定资产投资较上年增长 7.6%，其中工业投资较上年增长 5.55%，服务业投资较上年增长 8.7%，生态环保、城市更新和水利设施投资较上年增长 13.8%，交通投资较上年增长 12.8%，高新技术产业投资较上年增长 4.1%，民间投资（不含房地产开发）较上年下降 5.5%。2020 年，海宁市房地产开发投资较上年增长 9.2%，其中住宅投资较上年增长 14.2%；新开工施工面积 223.07 万平方米，较上年增长 3.5%；商品房销售面积 192.15 万平方米，较上年增长 4.2%；商品房销售额 319.10 亿元，较上年增长 12.3%。

根据《海宁市财政预算执行情况和财政预算（草案）编制说明》，2020 年，海宁市全市一般公共预算收入为 100.93 亿元，较上年增长 4.0%，税收收入占一般公共预算收入的 93.67%，一般公共预算收入质量好。同期，海宁市全市一般公共预算支出 105.22 亿元，一般公共预算自给率为 95.92%，自给率较高。2020 年，海宁市全市完成政府性基金收入 169.69 亿元，较上年下降 5.2%，其中国有土地使用权出让收入 150.28 亿元，较上年下降 6.3%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司仍为海宁市重要的基础设施建设、安置房建设和土地整理主体，并持续得到海宁市政府在资金拨付、股权划转和财政补贴方面的有力支持。

根据《关于海宁市城市发展投资集团有限公司 2020 年度收到财政资金的财务处理意见的通知》，公司及其子公司合计收到财政资金 16.74 亿元，其中 10.21 亿元计入“资本公积”、2.10 亿元计入“其他收益”、3.68 亿元计入“营业外收入”、0.75 亿元为财政贴息用于冲减财务费用。

此外，2020 年海宁市财政局向公司子公司拨付土地开发建设资金和安置经费合计 1.00 亿元，计入“资本公积”；海宁市财政局将海宁市双山实验学校 100%股权无偿划转至公司子公司，增加资本公积 0.03 亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（中证码：3304810000301307），截至 2021 年 4 月 30 日，公司本部无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（中证码：3304810006478556），截至 2021 年 4 月 20 日，公司二级子公司融诚聚数供应链股份有限公司（以下简称“供应链公司”）无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、高管人员和管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务集中在海宁市内，业务涵盖土地开发整理、安置房、商品房、燃气销售以及商品销售等。2020 年，公司主营业务收入大幅增长，毛利率有所下降。

2020 年，公司主营业务收入同比增长 33.47%，主要来自商品销售业务收入的大幅增长。土地整理业务收入同比增长 31.72%，系当年出让的地块增加所致；房地产业务收入同比下降 40.11%，系安置房安置面积下降以及商品房项目销售接近尾声所致；受疫情期间燃气使用量下降影响，公司燃气销售业务收入同比下降 12.16%；商品销售业务同比大幅增加 13.97 亿元，系业务规模快速扩张所致。

2020 年，公司主营业务综合毛利率同比下降 6.84 个百分点，系毛利率较低的商品销售业务占比上升所致；土地整理业务毛利率维持在较低水平且 2020 年由正转负，系当年存在整理的地块结转成本但尚未确认收入所致；房地产业务毛利率同比下降 5.75 个百分点，主要系销售的商品房毛利率下降所致；燃气销售和商品销售业务毛利率维持在较低水平。

表 4　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	12.01	41.40	18.46	7.19	18.58	12.71
其中：安置房	4.46	15.37	-5.40	3.39	8.75	3.76
商品房	5.55	19.13	37.22	3.57	9.22	19.04
商业地产	2.00	6.89	19.67	0.24	0.61	45.47
土地整理	3.81	13.13	0.46	5.02	12.96	-0.47
燃气销售	6.34	21.86	0.60	5.57	14.38	0.69
租赁	0.72	2.47	83.20	0.59	1.52	17.75
物业管理	0.61	2.09	25.28	0.76	1.97	40.51
客房收入	0.05	0.17	99.54	0.03	0.07	99.31
商品销售	5.04	17.38	1.87	19.01	49.09	1.82
其他业务	0.43	1.50	66.81	0.55	1.43	44.28
合计	**29.01**	**100.00**	**11.91**	**38.72**	**100.00**	**5.07**

注：其他业务主要包括基础设施代建业务、代收代缴水电费等；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理

公司负责海宁市城市规划控制区范围（除经济开发区、马桥街道）土地整理。跟踪期内，公司土地整理收入有所增长，已整理土地可为未来收入提供较强支撑；公司土地整理项目尚需投资规模较大，存在一定的资本支出压力。

公司土地整理业务由全资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。业务模式方面，海宁市土地收储中心（以下简称“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，具体内容为对上述范围内的土地开展征收、拆迁、安置以及三通一平工程建设等。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。根据海政发〔2019〕6 号文件，海宁市将可利用土地的征迁成本由 50 万元/亩提升至 80 万元/亩。另外，对于老城区的土地整理项目，由于单位整理成本较高，海宁市财政局将公司实际整理成本返还公司，公司将其确认为土地整理收入。

表 5　公司土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

年度	2019 年	2020 年
整理面积	94.00	500.00
整理支出	0.28	1.55
出让面积	467.82	684.58
土地整理收入	3.81	5.02

资料来源：公司提供

2020 年，公司土地整理业务实现收入 5.02 亿元，同比增长 31.72%，确认收入的地块主要包括东山二期、海清桥区块、长田组地块、荷叶西区组地块等，当年收到土地整理业务回款 5.02 亿元。

截至 2020 年底，公司已整理完成可供出让的土地累计 5141.31 亩，公司在整理土地总投资 106.94 亿元，已投资 79.88 亿元，未来三年尚需投资 27.01 亿元。

（2）房地产业务

公司房地产业务包括安置房、商品房和商业地产开发，是收入的主要来源。跟踪期内，公司的房地产业务收入同比大幅下降，安置房项目存在较大的资本支出压力。

安置房

公司是海宁市主要的安置房建设主体，2019年起，公司新增安置房项目均由全资子公司海宁市房地产开发有限公司（以下简称“房地产开发公司”）负责，存量项目的建设主体仍为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”）。

公司每年按照海宁市政府的建设计划安排当年的安置房建设任务，安置房建设土地由公司通过摘牌获得，安置房销售价格实行分档计价，合理补偿，城镇安置房销售单价高于农村。按照海宁市政府的有关规定，海宁市以货币补偿或房屋产权调换的方式对拆迁户进行安置，现在以产权调换为主，安置销售对象为各拆迁区域的拆迁户。

表 6　公司安置房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目	2019 年	2020 年
安置房开工面积	15.17	0.00
安置房竣工面积	14.48	13.60
安置房销售面积	11.53	10.87
安置房销售收入	44636.24	33873.60

资料来源：公司提供

安置房建设方面，2020 年公司安置房无新开工项目，竣工面积为 13.60 万平方米。2020 年，公司安置房销售面积 10.87 万平方米，当年确认收入 3.39 亿元，同比下降 24.05%，系当年交房面积下降所致。安置房销售业务毛利率较低，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，安置价格低于其

建设成本所致。

同时，海宁市政府根据公司运作情况择时批准一定比例（不超过 50%）的房屋进入市场销售，具体比例由公司根据安置情况确定。

表 7　截至 2020 年底公司在建和拟建安置房项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	总投资	截至 2020 底已投资	投资计划		
				2021 年	2022 年	2023 年
怡景湾安置房	2017.12.1－2020.12.31	105000.00	105000.00	0.00	0.00	0.00
硖北里二期	2018.11.31－2021.12.31	85047.00	67500.00	17547.00	0.00	0.00
建材市场北	2019.6.30－2022.12.31	93908.00	71500.00	20000.00	2408.00	0.00
伊桥二期南	2019.12.31－2022.12.31	27503.00	12670.00	10000.00	4833.00	0.00
红纸坊二期	2019.11.18－2021.6.31	7571.00	6000.00	1571.00	0.00	0.00
在建项目合计	--	**319029.00**	**262670.00**	**49118.00**	**7241.00**	**0.00**
硖南区块公寓房	2021.7－2024.7	223400.00	0.00	100000.00	70000.00	30000.00
轻机厂区块	2021.7－2024.7	134000.00	0.00	50000.00	50000.00	30000.00
尖嘴汇区块	2021.9－2024.9	145100.00	0.00	60000.00	60000.00	20000.00
农丰十六组	2021.7－2024.7	122000.00	0.00	60000.00	50000.00	10000.00
拟建合计	--	**624500.00**	**0.00**	**270000.00**	**230000.00**	**90000.00**
合计		**943529.00**	**262670.00**	**319118.00**	**237241.00**	**90000.00**

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司在建的安置房项目总投资31.90亿元，已投资26.27亿元，未来三年尚需投资5.64亿元；拟建的安置房项目有4个，总投资62.45亿元，未来三年尚需投资59.00亿元。总体看，公司安置房项目未来投资压力较大。

商品房

公司商品房开发业务由全资子公司房地产开发公司和海宁市城镇有机更新有限公司（以下简称“城镇有机更新”）负责运营。

2020年，公司商品房销售实现收入3.57亿元，同比下降35.68%，系在售项目销售接近尾声所致，销售收入主要来自安置房配套项目和荷园项目；商品销售业务毛利率为19.04%，同比下降18.18个百分点，系结转收入项目大多为安置房配套项目毛利率较低所致。

截至2020年底，公司已完工商品房项目包括荷园项目和华府景苑商品房项目。其中，荷园项目总投资1.32亿元，累计确认收入2.50亿元，总销售面积1.39万平方米，已销售面积1.25万平方米；华府景苑商品房项目总投资8.34亿元，总销售面积13.38万平方米，已销售面积11.64万平方米，累计确认收入8.46亿元。

截至2020年底，公司在建的商品房项目为水月云庐（妇幼院东侧区块）项目，该项目总投资9.82亿元，已投资5.00亿元，尚需投资4.82亿元。

表 8　2020 年底公司在建商业项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	未来三年投资
工人路商业中心城市有机更新（二期）	8.00	6.22	1.78
水月云庐（妇保院东侧区块）	9.82	5.00	4.82
合计	**17.82**	**11.22**	**6.60**

资料来源：公司提供

商业地产

公司商业地产销售业务收入主要来自安置房项目的配套商铺销售。2020年商业地产销售实现收入0.24亿元，规模较小。

截至2020年底，公司在建的商业地产项目为工人路商业中心城市有机更新（二期），项目总投资8.00亿元，已投资6.22亿元，未来尚需投资1.78亿元。

（3）基础设施建设

公司基础设施建设业务公益性强，通过房地产销售业务平衡资金，未来投资压力小。

公司基础设施建设业务实施主体为全资子公司海宁市城市建设开发投资有限公司（以下

简称“城市建设公司”）和海宁市社会发展建设投资集团有限公司（以下简称“社发集团”）。

城市建设公司主要承担海宁市区道路、绿化等基础设施项目的投资建设任务。考虑到所建项目的公益性质，政府投入预算内资金作为项目资本金，资金缺口由公司筹集。根据海政办发〔2014〕59 号文，公司承担海宁市内安置房项目，海宁市政府将根据公司运作情况择时批准一定比例的房屋进入市场销售，销售收入用于城市基础设施、旧城改造等项目建设。城市建设公司基础设施建设项目不确认收入，形成的资产主要在“在建工程”中反映。截至 2020 年底，城市建设公司在建基础设施项目总投资 3.44 亿元，已投资 1.29 亿元，尚需投资 2.15 亿元；拟建基础设施项目总投资 1.40 亿元。

社发集团的项目均为代建模式，委托方为各项目所属单位，资金全部由海宁市财政解决，社发集团收取代建管理费，计入“物业管理收入”，2020 年确认代建管理费 768.40 万元。

表 9　截至 2020 年底城市建设公司在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资	2023 年计划投资
碧云路南延（江南大道－丰收路）	2019.10-2021.6	11638.00	5650.00	5988.00	0.00	0.00
浙大国际校区北侧地块绿化二期工程	2020.4-2021.6	8000.00	3700.00	4300.00	0.00	0.00
水月亭路（文苑路至海宁大道）改造	2020.7-2021.2	7224.00	1200.00	6024.00	0.00	0.00
鄄家岭山体修复及绿化提升项目	2020.9-2021.6	4700.00	1500.00	3200.00	0.00	0.00
长丰路东延（农丰路—麻泾港桥梁）	2020.12.2021.7	2800.00	800.00	2000.00	0.00	0.00
在建合计	--	**34362.00**	**12850.00**	**21512.00**	**0.00**	**0.00**
钱江路（农丰路至海宁大道）改造项目	2021.4-2021.8	4350.00	**0.00**	4350.00	0.00	0.00
联民路（江南大道至袁硤港南）	2021.11 -2022.7	5196.00	**0.00**	1196.00	4000.00	0.00
平阳路（农丰路至麻泾港东）	2021.11-2022.7	4488.00	**0.00**	1488.00	3000.00	0.00
拟建合计	--	**14034.00**	**0.00**	**7034.00**	**7000.00**	**0.00**
合计	--	**48396.00**	**12850.00**	**28546.00**	**7000.00**	**0.00**

注：公司在建工程中多数项目已完工但未结转，上表中的项目为仍需投资的项目

资料来源：公司提供

（4）燃气销售

跟踪期内，受疫情期间燃气使用量下降影响，燃气销售收入相应下降。

公司控股子公司海宁市新欣天然气有限公司主要负责城市供气管网与国家供气网络的城市主管网的建设运营以及海宁市管道天然气的供应。截至 2020 年底，公司燃气管道长度 4.88 千米。

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

2020 年，公司天然气供气量为 25750.79 万立方米，同比增长 0.30%。同期，公司实现燃气销售收入 5.57 亿元，同比下降 12.16%，主要由于海宁市外来人口居多疫情期间燃气使用量下降所致。

（5）商品销售业务

商品销售收入全部来源于供应链业务，2020 年商品销售业务收入规模大幅增长，但毛利率较低。

公司商品销售业务由二级子公司供应链公司负责。截至 2020 年底，公司对供应链公司间接持股 45%，融年融资租赁（中国）股份有限公司和鸿翔控股集团有限公司分别对供应链公司持股 35%和 20%。

供应链公司成立于 2019 年，主要开展供应

链管理业务，销售商品包括建筑材料、煤炭、有色金属、化工 PVC 和化纤丝等，其中建筑材料和有色金属的销售额合计占比为 48.87%。

业务模式方面，供应链公司根据下游客户的要求进行采购，下游客户会提前支付一定比例的保证金锁定货物，待下游客户收到货物并支付全部货款后公司将收到的款项确认收入。

表 10　2020 年公司销售商品业务前五大上下游企业（单位：万元、%）

上下游	公司	贸易品种	2020 年业务额	占比
上游供应商	杭州巨欣钢铁有限公司	钢材	27598.00	14.79
	浙江富春环保新材料有限公司	轧硬卷	15635.00	8.38
	海宁市宝丰物质有限公司	煤炭	9044.00	4.85
	浙江企坤钢铁有限公司	钢铁	6858.00	3.67
	上海茂高物产贸易有限公司	金属材料	7815.00	4.19
小计	--	--	**66950.00**	**35.88**
下游客户	浙江鸿翔建设集团股份有限公司	钢材	25026.00	13.16
	浙江宝峰热电有限公司	煤炭	11067.00	5.82
	融年融资租赁（中国）股份有限公司	设备、光伏	5164.00	2.72
	海宁市中大建材股份有限公司	金属材料	29806.00	15.68
	浙江鸿翔建设集团股份有限公司	钢材	13314.00	7.00
小计	--	--	**84377.00**	**44.38**

资料来源：公司提供

2020 年，公司前五大供应商采购金额合计占比为 35.88%，前五大下游客户销售金额合计占比为 44.38%，集中度一般。2020 年，公司商品销售业务收入规模大幅增长至 19.01 亿元，主要系大规模开展业务所致，业务毛利率为 1.82%，相对较低。

3. 未来发展

公司未来将以高水平服务城市发展为宗旨，认真履行国有企业社会责任和国有资产保值增值职责，逐步构建土地立业、经营兴业和金融富业的业务发展主线，切实增强企业活力、竞争力和可持续力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，公司合并范围内共有 19 家一级子公司，其中 2020 年投资设立一家子公司同时减少一家子公司，变动子公司规模较小，公司跟踪期内数据可比性强。

2. 资产质量

2020年，公司资产规模有所增长；流动资产中存货和应收类款项占比较大，应收类款项对公司资金形成一定占用；非流动资产以长期股权投资和市政基础设施建设投入为主。总体来看，公司资产流动性弱，资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额较 2019 年底增长 10.62%，资产构成仍以流动资产为主。

表 11　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.14	5.26	15.82	4.39
其他应收款	26.39	8.09	30.98	8.59
存货	185.16	56.78	190.79	52.89
流动资产	**232.81**	**71.39**	**245.84**	**68.15**

长期股权投资	15.88	4.87	17.05	4.73
固定资产	27.49	8.43	31.68	8.78
在建工程	37.60	11.53	42.16	11.69
其他非流动资产	6.20	1.90	5.17	1.43
非流动资产	**93.30**	**28.61**	**114.90**	**31.85**
资产总额	**326.11**	**100.00**	**360.74**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司流动资产较 2019 年底增长 5.60%，主要来自存货和其他应收款的增长。

2020 年底，公司货币资金较 2019 年底下降 7.69%；货币资金主要由银行存款（占 94.99%）和其他货币资金（占 5.00%）构成；其他货币资金包括受限的购房保证金和票据保证金。公司应收账款 2.93 亿元，较 2019 年底增长 59.71%，主要是商品销售业务下游客户的未结算款项，对公司资金形成一定占用。

2020 年底，公司其他应收款较 2019 年底增长 17.39%，主要系往来款增长所致。公司其他应收款中的前五名余额合计占 86.10%，主要是对海宁市政府部门和国有企业的往来款，回收风险较低，对资金形成占用。账龄方面，2020 年底公司其他应收款中 1 年以内的占 34.08%，1~2 年的占 42.84%，2~3 年的占 8.82%，3 年以上的占 14.25%，账龄主要集中在 2 年以内。

表 12　2020 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占比
海宁市资产经营公司	往来款	13.04	41.44
海宁市旧区有机更新开发有限公司	往来款	8.69	27.60
海宁市土地收储中心	往来款	4.02	12.78
海宁市尖山新区管理委员会	往来款	0.75	2.40
海宁市旧改指挥部	往来款	0.59	1.88
合计	--	**27.09**	**86.10**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司存货较 2019 年底增长 3.04%，主要系项目持续投入所致，存货主要由开发成本（占 75.86%）和开发产品（占 23.84%）构成，其中开发成本主要为土地整理、安置房建设、商品房和商业地产项目投入，开发产品为已完工的安置房、商品房和商业地产项目。

2020 年底，公司非流动资产较 2019 年底增长 23.14%，主要来自投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产的增长。同期，公司长期股权投资较 2019 年底增长 7.39%，系对联营企业追加投资所致，长期股权投资中包括对海宁中国皮革城股份有限公司的投资 14.17 亿元，2020 年取得投资收益 447.52 万元。投资性房地产较 2019 年底增长 178.11%，主要系商业地产项目从存货和固定资产转入所致。固定资产较 2019 年底增长 15.24%，系市政基础设施项目建设完成后从在建工程转入所致，固定资产主要由房屋及建筑物（占 19.71%）和市政资产（占 78.77%）构成。在建工程较 2019 年底增长 12.13%，系道路整修项目和城市基础设施建设工程持续投入所致，在建工程主要为城市建设公司负责的基础设施建设项目投入。无形资产较 2019 年底增加 4.84 亿元，为当年购置的土地使用权，用作项目开发。其他非流动资产较 2019 年底下降 16.60%，系预付购房款和预付土地款下降所致。

2020 年底，公司受限资产合计 44.17 亿元，其中包括受限的货币资金 0.79 亿元、存货 40.60 亿元、应收票据 0.28 亿元、固定资产 1.70 亿元、在建工程 0.81 亿元，受限原因为抵质押借款以及作为保证金，受限比例为 12.24%。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳定性良好。

2020 年底，公司所有者权益 183.53 亿元，较 2019 年底增长 7.74%，主要由实收资本（占

10.90%）、资本公积（占 74.80%）和未分配利润（占 13.44%）构成。

2020 年底，公司实收资本 20.00 亿元，较 2019 年底无变化；资本公积 137.28 亿元，较 2019 年底增长 8.90%，主要系海宁市政府向公司拨付货币资金所致。

负债

2020 年，公司债务规模持续增长，短期债务占比大幅提升，公司整体债务负担加重，2021 年面临一定的集中偿付压力。

2020 年底，公司负债总额较 2019 年底增长 13.77%，其中流动负债和非流动负债分别占 47.48%和 52.52%，流动负债占比进一步上升。

表 13　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.48	4.16	10.63	6.00
应付票据	1.59	1.02	3.33	1.88
应付账款	17.42	11.18	12.90	7.28
其他应付款	15.81	10.15	21.86	12.33
其他流动负债	0.00	0.00	10.12	5.71
一年内到期的非流动负债	2.13	1.37	15.68	8.85
流动负债	**53.15**	**34.12**	**84.13**	**47.48**
长期借款	13.64	8.76	19.87	11.21
应付债券	65.72	42.19	58.03	32.74
长期应付款	22.90	14.70	14.81	8.36
非流动负债	**102.62**	**65.88**	**93.08**	**52.52**
负债合计	**155.77**	**100.00**	**177.21**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司流动负债较 2019 年底增长 58.29%，主要来自其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等的增长。公司短期借款较 2019 年底增长 64.00%，包括保证借款 6.53 亿元、抵押及保证借款 4.01 亿元和信用借款 0.10 亿元。应付票据较 2019 年底增加 1.74 亿元，全部为银行承兑汇票。应付账款较 2019 年底下降 25.96%，主要系结算建设项目工程款所致，账龄在 1~2 年内的占 96.98%。合同负债新增 7.80 亿元，为预售房款、货款和土地整理款。其他应付款较 2019 年底增长 38.22%，系往来款增长所致；其他应付款主要包括往来款 11.89 亿元、暂收款 4.89 亿元、押金和工程质保金 4.58 亿元。一年内到期的非流动负债较 2019 年底增加 13.55 亿元，包括一年内到期的长期借款 4.15 亿元、一年内到期的长期应付款 8.09 亿元和一年内到期的应付债券 3.44 亿元。公司其他流动负债新增 10.12 亿元，为公司发行的“20 海宁城投 CP001”和“20 海宁城投 CP002”，本报告将其调整至短期债务核算。

2020 年底，公司非流动负债较 2019 年底下降 9.30%。公司长期借款较 2019 年底增长 45.66%，其中保证借款 7.35 亿元、抵押及保证借款 12.50 亿元。应付债券较 2019 年底下降 11.71%，包括企业债 13.80 亿元、公司债 20.36 亿元和中期票据 23.87 亿元。长期应付款为政府置换债券，2020 年底较 2019 年底下降 35.34%，系调整至一年内到期所致。

表 14　截至 2021 年 5 月底公司存续债券情况

（单位：年、亿元、%）

债券名称	发行日期	发行期限	债券余额	票面利率
20 海城 01	2021/4/16	3+2	10.00	3.85
21 海宁城投 MTN002	2021/1/22	3+2	3.50	3.90
21 海宁城投 MTN001	2021/1/22	3+2	8.00	3.88
20 海宁城投 CP002	2020/10/19	1	7.00	3.34
20 海城 02	2020/4/28	3+2	10.00	3.26

19 海城 01	2019/9/25	3+2	10.00	4.37
19 海宁城投 MTN002	2019/8/30	5	8.00	4.33
19 海宁城投 MTN001	2019/3/28	5	7.00	4.63
18 海宁城投债/18 海宁债	2018/11/13	7	13.80	5.47
16 海宁 01	2016/7/5	3+2	0.80	4.70
14 海宁城投债/PR 海城投	2014/10/22	7	2.60	5.58
合计	--	--	**80.70**	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

有息债务方面，2020 年底公司全部债务较 2019 年底增长 22.34%，其中短期债务占比提升至 28.91%，长期债务占比下降至 71.09%。

表 15　公司债务及指标情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年	2020 年
短期债务	10.20	31.68
长期债务	79.36	77.89
全部债务	89.56	109.57
资产负债率	47.76	49.12
全部债务资本化比率	34.46	37.38
长期债务资本化比率	31.78	29.80

资料来源：联合资信根据公司审计报告以及公司提供资料整理

债务指标方面，2020 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较 2019 年底上升 1.36 个、上升 2.92 个和下降 1.99 个百分点。

截至 2020 年底，公司未来三年到期的债务分别为 31.68 亿元、4.88 亿元和 8.04 亿元，2024 年及以后到期债务合计 64.97 亿元，2021 年面临一定的集中偿付压力。

4. 盈利能力

2020 年，公司收入规模大幅增长，非经常性损益对公司利润总额的贡献很大。

2020 年，受商品销售业务收入大幅增长所致，公司营业收入同比增长 33.33%；同期，公司营业成本同比增长 43.86%，营业利润率同比下降 6.16 个百分点。

2020 年，公司期间费用同比增长 12.10%，主要系管理费用增长所致，财务费用规模较小，系收到财政贴息资金冲减财务费用所致；同期，公司期间费用率为 6.40%，同比下降 1.21 个百分点。

非经常性损益方面，2020 年公司其他收益和营业外收入分别为 2.13 亿元和 3.70 亿元，主要为政府补贴；投资收益 0.40 亿元，为股权投资收益；利润总额同比下降 11.66%。

表 16　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年	2020 年
营业收入	29.30	39.07
营业成本	25.57	36.78
期间费用	2.23	2.50
其他收益	4.34	2.13
营业外收入	0.02	3.70
利润总额	2.29	2.02
营业利润率	11.30	5.14
总资本收益率	0.82	0.66
净资产收益率	1.18	1.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2020 年公司总资本收益率和净资产收益率分别同比下降 0.16 个和 0.18 个百分点。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金净流入规模较小，投资活动现金持续呈现净流出，未来随着公司在建和拟建项目的持续投入，公司面临一定的对外筹资压力。

经营活动方面，2020 年公司经营活动现金流入同比增长 12.80%，其中销售商品提供劳务收到的现金 38.81 亿元，同比增长 24.87%，主要为土地整理业务、房地产业务以及商品销售业务回款；收到其他与经营活动有关的现金 46.47 亿元，同比增长 4.35%，主要系往来款增长以及收到政府补贴资金所致。同期，公司现金收入比同比下降 6.73 个百分点。2020 年，公司经营活动现金流出同比增长 13.57%，其中公司购买商品接受劳务支付的现金 55.26 亿元，同比增长 33.82%，主要为土地开发整理和房地产项目开发支出；支付其他与经营活动有关的现金 27.55 亿元，同比下降 12.15%，主要是往

来款下降所致。2020 年，公司经营活动现金流量净额同比下降 67.48%。

投资活动方面，2020 年公司投资活动现金流入 1.25 亿元，同比下降 89.78%，其中收回投资收到的现金 1.01 亿元，同比下降 67.04%，为收回理财产品的本金和收益。同期，公司投资活动现金流出 16.49 亿元，同比下降 20.47%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 13.30 亿元，同比增长 106.50%，系基础设施项目持续投入以及购买土地所致，投资支付的现金 2.89 亿元，为银行承兑汇票。2020 年，公司投资活动现金流量净额持续为负。

表 17　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	75.60	85.28
经营活动现金流出小计	74.88	85.05
经营活动现金流量净额	**0.72**	**0.23**
投资活动现金流量净额	**-8.51**	**-15.24**
筹资活动现金流量净额	**-3.07**	**13.29**
现金收入比	106.06	99.33

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动方面，2020 年公司筹资活动现金流入 55.23 亿元，同比增长 5.18%，主要系借款增加和发行债券所致；同期，公司筹资活动现金流出 41.94 亿元，同比下降 24.54%，主要为偿还债务本息支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金流量净额由负转正。

6. 偿债能力

公司长期及短期偿债能力指标均较弱，考虑到公司是海宁市重要的基础设施建设、安置房建设和土地整理主体，跟踪期内持续得到政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底公司流动比率和速动比率均快速下降，分别较 2019 年底下降 145.81 个和 24.20 个百分点；2020 年底，公司现金短期债务比大幅下降。总体看，公司短期偿债能力指标较弱。

表 18　公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标		
流动比率	438.02	292.21
速动比率	89.64	65.44
现金短期债务比	1.73	0.52
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	0.55	0.54
全部债务/EBITDA	26.92	34.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 为 3.18 亿元，同比下降 4.34%；全部债务/EBITDA 上升至 34.43 倍；EBITDA 利息倍数下降至 0.54 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2020 年底，公司对外担保余额为 23.63 亿元，担保比率为 12.88%，被担保企业主要为海宁市国有企业和购房业主。总体来看，公司或有负债风险可控。

表 19　截至 2020 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	担保余额
海宁仰山实业集团有限公司	9.60
海宁市旧区有机更新开发有限公司	5.12
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	1.74
海宁中通石油有限公司	1.84
海宁市鼎青绿化投资有限公司	0.90
购房业主	4.43
合计	**23.63**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司获得银行授信额度合计 67.39 亿元，已使用 34.58 亿元，尚未使用 32.81 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司资产主要集中在母公司，跟踪期内母公司资产规模有所增长，负债水平一般，盈利能力弱。

2020 年底，母公司资产总额 194.97 亿元，较 2019 年底增长 6.29%，其中流动资产占 52.15%，非流动资产占 47.85%。流动资产主要由其他应收款构成，非流动资产主要由长期股

权投资构成。

2020 年底，母公司所有者权益 99.85 亿元，较 2019 年底增长 7.47%，主要由实收资本（占 20.03%）、资本公积（占 79.19%）构成。母公司所有者权益较为稳定。

2020 年底，母公司负债总额 95.12 亿元，较 2019 年底增长 5.09%，其中流动负债占 31.17%，非流动负债占 68.83%，资产负债率 48.78%，较 2019 年底下降 0.56 个百分点。2020 年底，母公司全部债务合计 86.72 亿元，较 2019 年底增长 20.90%，全部债务资本化比率 46.48%，较 2019 年底上升 2.91 个百分点。

2020 年，母公司尚未实现营业收入，利润总额 0.20 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，公司存续债券余额合计89.20亿元，公司2021年到期债券金额为10.40亿元，未来待偿债券本金峰值为32.30亿元。截至2020年底，公司现金类资产16.33亿元，对2021年到期债券的保障能力较强。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为85.28亿元、0.23亿元和3.18亿元，对待偿债券本金峰值的覆盖能力见下表。公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较好。

表 20　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

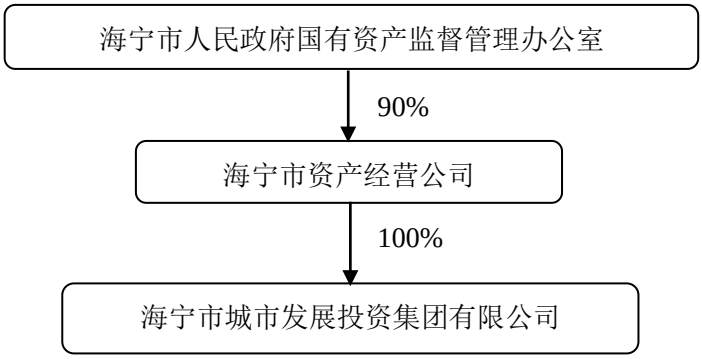
项目	指标
2021 年到期债券余额	10.40
未来待偿债券本金峰值	32.30
2020 年底现金类资产/2021 年到期债券余额	1.57
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.64
2020 年经营活动现金流量净额/未来待偿债券本金峰值	0.01
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.10

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十一、结论

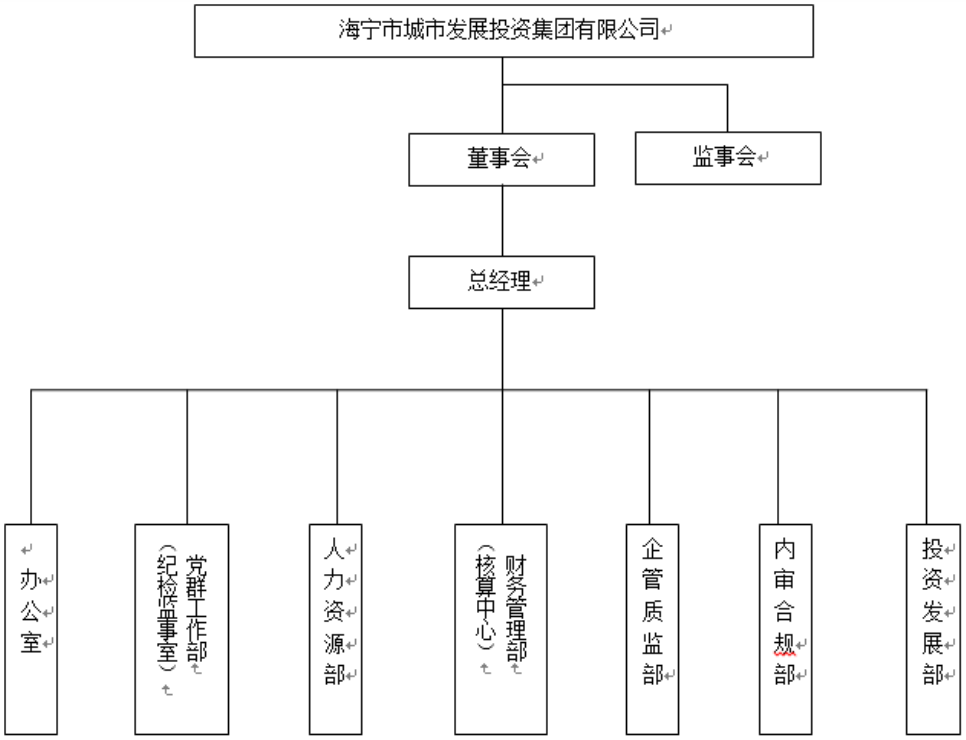
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“14海宁城投债/PR海城投”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底公司纳入合并范围的一级子公司情况

序号	子公司全称	业务性质	持股比例（%）	获取方式
1	海宁市城市建设开发投资有限公司	投资开发	100.00	无偿划转
2	海宁市安平房屋拆迁有限公司	代理拆迁	100.00	无偿划转
3	海宁市城郊建设投资有限公司	城郊建设	100.00	无偿划转
4	海宁市小商品市场开发有限公司	物业经营管理	100.00	无偿划转
5	海宁市新欣天然气有限公司	管道燃气销售	60.00	无偿划转
6	海宁市房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	无偿划转
7	浙江鸿城物业股份有限公司	物业管理	50.00	投资设立
8	海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司	旧城改造	100.00	投资设立
9	海宁市土地开发有限公司	土地拆迁平整	100.00	无偿划转
10	海宁市城投集团资产经营管理有限公司	投资管理	100.00	投资设立
11	海宁市城镇有机更新有限公司	城镇有机更新	100.00	无偿划转
12	海宁鹃湖景区投资管理有限公司	旅游项目投资开发	100.00	投资设立
13	海宁市文旅开发投资有限公司	旅游项目投资开发	100.00	无偿划转
14	海宁市社会发展建设投资集团有限公司	投资开发	100.00	无偿划转
15	海宁市万通燃气有限责任公司	管道燃气服务	100.00	无偿划转
16	海宁市市场开发服务中心	市场招商	100.00	无偿划转
17	海宁市文旅创意产业控股有限公司	旅游景点开发	100.00	无偿划转
18	海宁城投金融投资有限公司	投资管理与投资咨询	100.00	投资设立
19	浙江海数科技有限公司	智慧城市规划	55.81	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	27.62	17.61	16.33
资产总额（亿元）	297.17	326.11	360.74
所有者权益（亿元）	157.78	170.34	183.53
短期债务（亿元）	20.13	10.20	31.68
长期债务（亿元）	65.13	79.36	77.89
全部债务（亿元）	85.25	89.56	109.57
营业收入（亿元）	30.86	29.30	39.07
利润总额（亿元）	2.01	2.29	2.02
EBITDA（亿元）	3.31	3.33	3.18
经营性净现金流（亿元）	10.74	0.72	0.23
财务指标			
销售债权周转次数（次）	127.02	25.11	13.93
存货周转次数（次）	0.17	0.14	0.20
总资产周转次数（次）	0.11	0.09	0.11
现金收入比（%）	82.74	106.06	99.33
营业利润率（%）	5.59	11.30	5.14
总资本收益率（%）	0.90	0.82	0.66
净资产收益率（%）	1.21	1.18	1.00
长期债务资本化比率（%）	29.22	31.78	29.80
全部债务资本化比率（%）	35.08	34.46	37.38
资产负债率（%）	46.91	47.76	49.12
流动比率（%）	430.14	438.02	292.21
速动比率（%）	98.36	89.64	65.44
经营现金流动负债比（%）	21.05	1.36	0.28
现金短期债务比（倍）	1.37	1.73	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	0.55	0.54
全部债务/EBITDA（倍）	25.75	26.92	34.43

注：已将其他流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算，长期应付款中未包括政府专项债资金，已将 2020 年底一年内到期的长期应付款从短期债务中剔除

附件 4　主要财务数据及指标（母公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	16.34	8.27	6.88
资产总额（亿元）	175.52	183.43	194.97
所有者权益（亿元）	84.82	92.92	99.85
短期债务（亿元）	17.49	4.01	28.69
长期债务（亿元）	56.42	67.72	58.03
全部债务（亿元）	73.91	71.73	86.72
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.10	0.09	0.20
EBITDA（亿元）	/	/	0.25
经营性净现金流（亿元）	13.02	1.24	1.91
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	*
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	*	*	*
营业利润率（%）	*	*	*
总资本收益率（%）	0.07	0.04	0.11
净资产收益率（%）	0.12	0.07	0.20
长期债务资本化比率（%）	39.95	42.16	36.75
全部债务资本化比率（%）	46.56	43.57	46.48
资产负债率（%）	51.67	49.34	48.78
流动比率（%）	487.94	1125.88	342.95
速动比率（%）	487.94	1125.88	342.95
经营现金流动负债比（%）	65.22	14.67	6.45
现金短期债务比（倍）	0.93	2.06	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	0.05
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	343.03

注：1. 未提供母公司本部 2018 年和 2019 年折旧摊销额等数据，相关指标无法计算；2. 已将其他流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算，长期应付款中未包括政府专项债资金，已将 2020 年底一年内到期的长期应付款从短期债务中剔除

附件 4　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-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/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 5-1　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 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。