

信用等级公告

联合[2014] 403 号

联合资信评估有限公司通过对海宁市城市发展投资集团有限公司及其拟发行的 2014 年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

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

2014 年海宁市城市发展投资集团有限公司

公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年三月二十五日

2014 年海宁市城市发展投资集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 13 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 于存续期第三年开始每年分别按照 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还本金

发行目的: 项目建设

评级时间: 2014 年 3 月 25 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	94.09	126.52	166.06
所有者权益(亿元)	48.14	61.15	85.63
长期债务(亿元)	28.61	22.62	29.16
全部债务(亿元)	33.69	44.30	44.42
营业收入(亿元)	5.77	6.01	14.60
利润总额(亿元)	1.06	2.04	2.38
EBITDA(亿元)	3.76	5.38	7.38
经营性净现金流(亿元)	0.61	-3.58	13.20
营业利润率(%)	5.67	12.07	7.77
净资产收益率(%)	2.20	3.29	2.55
资产负债率(%)	48.83	51.67	48.43
全部债务资本化比率(%)	41.17	42.01	34.16
流动比率(%)	420.40	242.07	265.10
全部债务/EBITDA(倍)	8.95	8.23	6.02
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.29	0.41	0.57

分析师

闫昱州 田业钧 王晓辉

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对海宁市城市发展投资集团有限公司 (以下简称“海宁城投或公司”) 的评级反映了公司在所属区域经济实力、安置保障房建设以及基础设施建设区域垄断性以及政府在土地出让金收益返还、股权划拨等方面的优势。联合资信同时注意到, 公司公益性和准公益性项目整体盈利能力偏弱, 对土地出让的依赖性较强等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

近年来, 海宁市经济持续快速增长, 财政实力稳步增强, 为公司发展提供了良好的外部环境。政府对公司保障安置房、基础设施建设业务支持力度强, 以及公司经营性业务盈利水平稳步增长, 有望进一步支撑其财务及信用基本面。

分期偿还条款对于缓解本期债券集中偿付压力有一定作用, 同时, 公司 EBITDA 对本期债券每年分期偿还本金的保障程度较高。综合以上分析, 公司本期债券不能偿付的风险较低, 安全性较高。

优势

1. 近年来海宁市区域经济实力和财政实力不断增强, 为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司作为海宁市重要的国有资产经营公司, 承担了海宁市城建、保障安置房等项目建设和运营, 政府支持力度大, 且长期持续稳定的资金和资源支持为公司发展提供了重要的支撑。
3. 公司 EBITDA 对本期债券每年分期偿还本金的保障程度较高, 同时, 本期债券设置了分期偿还方式, 在一定程度上降低了公

司集中偿付风险。

关注

1. 公司公益性和准经营性业务整体盈利能力偏弱。
2. 公司未来保障安置房和基础设施建设项目投资规模大，对外融资需求较强。
3. 近年来，海宁市国有土地出让收入波动较大，同时公司公益性和准经营性业务投资对土地出让收益的依赖性较强。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与海宁市城市发展投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与海宁市城市发展投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因海宁市城市发展投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由海宁市城市发展投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、海宁市城市发展投资集团有限公司 2014 年度 13 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

海宁市城市发展投资集团有限公司(以下简称“公司或海宁城投”)由海宁市资产经营公司投资设立,于2008年1月8日在海宁市工商行政管理局登记注册,成立时公司注册资金为人民币89902万元。2009年9月和11月,根据海宁市财政局文件海财国资[2009]309号、海财国资[2009]381号、海财国资[2009]401号以及公司股东决定,同意以资本公积99888.68万元转增注册资本,同时货币出资10109.32万元,合计增加注册资本110098万元,变更后的注册资金增加至200000万元。截至2013年底,公司注册资本为200000万元,海宁市资产经营公司为公司唯一股东,实际控制人为海宁市人民政府。

公司经营范围:城市基础设施的投资、开发、建设;房屋拆迁;受政府委托从事土地整理、土地开发和利用、土地收储;城镇有机更新(建设、开发);商贸服务项目的投资开发。

公司内设办公室、财务管理部、投资发展部、工程管理部、设计室、组宣人事部、内审室等7个部门(详见附件1);截至2013年底,公司纳入合并范围的子公司共计10家。

截至2013年底,公司合并资产总额166.06亿元,所有者权益85.63亿元(其中少数股东权益0.09亿元);2013年公司实现营业收入14.60亿元,实现利润总额2.38亿元。

公司注册地址:海宁市海州路89号北楼;法定代表人:王末顺。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

本期公司债券拟募集资金13亿元,发行期限为7年,在本期公司债券存续期的第3、第4、第5、第6和第7年,逐年分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还本金,即第3年至第7年每年均分别偿还本金2.60亿

元,每年付息。

本期公司债券无担保。

2. 本期公司债券投资项目概况

本期公司债券募集资金13亿元,其中9.00亿元用于城南大道南侧安置房一期工程,4.00亿元用于群利三期安置房工程项目。公司拟使用募集资金规模情况如下:

表1 本期公司债券募投项目情况

(单位:亿元,%)

募投资金投向	项目总投资	募集资金使用额度	占项目总投资比例
城南大道南侧安置房一期工程	22.57	9.00	39.88%
群利三期安置房工程项目	11.02	4.00	36.30%
合计	33.59	13.00	--

资料来源:公司提供

城南大道南侧安置房一期工程

城南大道南侧安置房一期工程项目已列入2013年政府投资项目计划(以下简称“城南大道安置一期项目”),项目可行性研究报告已得到海宁市发展和改革局“海发改投【2013】324号”批准;项目环境影响报告已经海宁市环境保护局“海环审【2012】143号”批准;该项目已获取相应的土地使用权证(海国用【2012】第07597号)、建设用地规划许可证(地字第330481201200077号)、建筑工程施工许可证(海建施【2013】第266号)。

城南大道安置一期项目位于海宁市海昌路东侧、城南大道南侧、九虎路西侧、规划道路北侧,用地面积116201平方米(折合约174.30亩),用地性质为商住用地。该项目总建筑面积403014平方米,其中地上建筑面积约285275.80平方米(住宅约236265.20平方米,商业用房约41432.03平方米,配套用房约7578.58平方米),地下建筑面积约117738.20平方米,计划安排住宅总户数约2151户,机动车位3310个。项目总投资225723.52万元,其中建安工程费108348.42万元,土地费72217.44万元,设备费

9889.21 万元，预备费 3718.97 万元，建设期贷款利息 24938.53 万元，其他 6610.95 万元。截至 2013 年底，该项目累计投资约 95780 万元，占总投资的 42.43%。

群利三期安置房工程项目

群利三期安置房工程项目已列入 2012 年、2013 年政府投资项目计划（以下简称“群利三期项目”），项目可行性研究报告已得到海宁市发展和改革局“海发改投【2013】355 号”批准；项目环境影响报告已经海宁市环境保护局“海环审【2011】213 号”批准；该项目已获取相应的土地使用权证（海国用（2013）第 03879 号）、建设用地规划许可证（地字第 330481201300098 号）、建筑工程施工许可证（海建施【2013】第 188 号）。

群利三期项目位于海宁市水月亭南侧、碧云路西侧、度善桥港北侧。项目规划总用地面积约 78020 平方米（约 117 亩），其中 2717 平方米为公共绿化用地，规划新建总建筑面积约 223640 平方米，其中地上建筑面积约 150313 平方米（住宅约 139933 平方米，商业用房约 7962 平方米，配套用房约 2418 平方米），地下夹层（储藏室）约 12914 平方米，地下建筑面积约 60413 平方米，计划安排住户 1218 户。该项目同时规划建设道路、绿化、围墙、照明等附属工程。群利三期项目计划总投资约 110190.81 万元，其中建安工程费 63435.82 万元，建设用地费 26789.91 万元，建设期贷款利息 13677.96 万元，预备费 2011.48 万元，其他 4275.64 万元。截至 2013 年底，该项目累计投资约 51215 万元，占总投资的 46.48%。

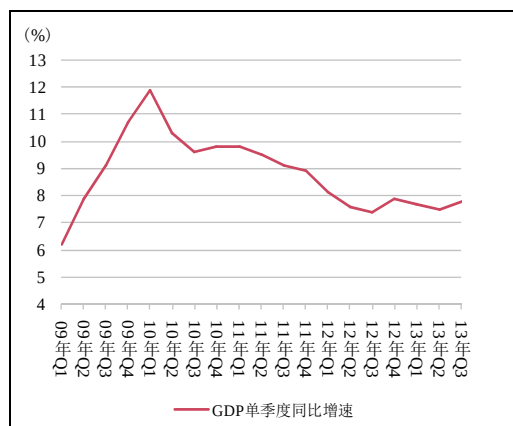
三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开对中国经济持续健康发展产生积极

影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，

贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，

同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 月升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明

确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市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物质基础,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。近些年,全国各地区城建资金来源和渠道日益

丰富,城市基础设施建设规模不断扩大,建设水平迅速提高,城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家,基础设施还比较薄弱,这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥,不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来,中央政府逐年增加基础设施建设投入,特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模,对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策,为城市基础设施建设领域注入了大量的资金,而地方政府也相应出台了许多优惠政策,积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业,是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展,目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模,在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点,目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施投资建设主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革,国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》,明确指出:要转变政府管理职能,确立企业的投资主体地位,企业的投资决策权应由企业自己行使,并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上,2009年3月,中国人民银行和中国银监会

联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010 年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012 年，银监会出台《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存

量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881 号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发【2010】19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预【2012】463 号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指

导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013 年 8 月底，国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施

建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2012 年全年，全国固定资产投资总额完成 36.48 万亿元，比上年名义增长 20.6%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 1.65 万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资 5.84 万亿，比上年增长 13.3%。2012 年全年新开工项目计划总投资 30.91 万亿元，比上年增长 28.6%；新开工项目 35.63 个，比上年增加 2.89 万个。

截至 2012 年，中国城镇化率为 52.57%，较上年提高 1.3 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济概况

公司作为海宁市基础设施建设主体，主要从事土地整理、保障房建设和基础设施建设业务，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响。

(1) 经济概况

海宁市位于长江三角洲杭嘉湖平原南缘，钱塘江北岸，属嘉兴市下属县市，是全国百强县。海宁市全市总面积 668 平方公里，辖 4 个街道、8 个镇。

表 2 2011~2013 年海宁市主要经济指标

(单位:亿元、%)

项目	2011	2012	2013	复合增长率
地区生产总值	532.67	575.62	633.65	9.07%
第一产业增加值	24.26	24.43	25.62	2.76%
第二产业增加值	320.77	339.58	364.19	6.55%
第三产业增加值	187.63	211.61	243.84	14.00%
固定资产投资	248.97	303.67	368.35	21.63%
社会消费品零售总额	211.64	242.8	269.34	12.81%

资料来源：2011~2012 年海宁市国民经济和社会发展统计公报；
2013 年度全市国民经济运行情况通报

海宁市经济规模、经济结构和经济增速均保持较好的水平，产业结构不断优化，区域经济实力显著提高。根据 2011、2012 年海宁市市国民经济和社会发展统计公报和海宁市 2013 年度全市国民经济运行情况通报，2011~2013 年，海宁市分别实现地区生产总值（GDP）532.67 亿元、575.62 亿元和 633.65 亿元，年均复合增长率为 9.36%。2013 年，海宁市产业结构进一步调整，三次产业比例为 4.0:57.50:38.5。2013 年全市生产总值为 633.65 亿元，按可比价计算，比上年增长 9.5%，高于嘉兴 0.2 个百分点，人均 GDP（按照户籍人口计算）94912 元，增长 9.0%。总体来看，海宁市经济运行保持平

稳，呈现良好态势。

2011~2013 年，海宁市固定资产投资继续保持较高水平的快速增长，分别达到 248.97 亿元、303.67 亿元和 368.35 亿元，年均复合增长率为 21.63%。固定资产投资中，第一产业完成投资 2.07 亿元，同比增长 94.4%；第二产业完成投资 172.53 亿元，同比增长 18.5%，第三产业完成投资 193.75 亿元，增长 23.4%。第二产业投资中，工业生产性投资完成 172.30 亿元，增长 18.4%；三次产业投资比例由上年同期的 0.35:47.96:51.69 调整为 0.56:46.84:52.60。

总体看，海宁市良好的区位优势、快速增长的区域经济等因素为城市发展提供了有力支撑。

(2) 财政实力

公司是海宁市人民政府批准设立的国有独资企业，海宁市政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。

2011~2013 年，海宁市地方财政可控收入呈波动上升趋势，2013 年海宁地方财政收入 141.70 亿元，较 2012 年增长 48.66%。从收入结构看，2011~2013 年海宁市一般预算收入所占可控财力的比重波动上升，分别为 30.77%、46.46%和 37.17%。税收收入在一般预算收入中占比很大且年增长趋势，反映了海宁市一般预算收入的质量较好。

海宁市政府性基金收入基本主要为国有土地使用权出让收入，2013 年海宁市国有土地使用权出让收入为 61.61 亿元，政府性基金收入已成为地方综合财力的重要来源之一，但近年受房地产调控影响，近 3 年国有土地使用权出让收入波动较大。总体看，国有土地使用权出让在一定程度上增强了海宁市的财政调节能力，但考虑到土地市场的不确定性，未来政府性基金收入存在不确定性。

表 3 2011~2013 年海宁市财政收支数据（单位：万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
地方可控财力	1261573	953188	1417044

一般预算收入	388194	442890	524888
其中：税收收入	390121	433784	498623
非税收入	-1927	9106	26265
上级补助收入	126414	137188	178449
其中：返还性收入	49399	55319	56792
一般性转移支付收入	30554	33583	47733
专项转移支付收入	46461	48286	73924
政府性基金收入	717275	342626	685443
其中：国有土地使用权出让收入	717275	342626	616117
预算外财政专户收入	29690	30484	28264
财政支出	1176112	882711	1216985
其中：一般预算支出	398663	433163	511850
政府基金支出	746789	419437	673868
预算外支出	30660	30111	31267

资料来源：海宁市财政局；地方可控财力=一般预算收入+基金收入+上级补助收入+预算外财政专户收入。

财政支出方面，2011~2013 年海宁市地方财政支出分别为 117.61 亿元、88.27 亿元和 121.70 亿元。从收支平衡来看，近三年海宁市的财政平衡率（财政预算收入/财政预算支出）分别为 97.37%、102.25%和 102.55%，一般预算收入对支出的覆盖能力较好。

总体来看，近年来海宁市区域经济的快速发展为财政收入提供了较好的税源基础，一般预算收入增长较快，同时财政支出规模也相应扩大，一般预算收入对财政预算支出的覆盖能

力较好。联合资信认为，其经济在未来几年还将保持快速发展的态势，地方财政收入将随之提高，但国有土地使用权出让收益的波动在一定程度上影响了海宁市的财政调节能力。

（3）地方政府债务

海宁市地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至 2013 年底，海宁市政府全部债务余额 81.56 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 60.51%，总体债务水平较高。

表 4 2011~2013 年海宁市地方政府债务（单位：万元）

地方债务（截至 203 年底）	金额（万元）	地方财力（2013 年）	金额
（一）直接债务余额	805115	（一）地方一般预算收入	524888
1、外国政府贷款		1. 税收收入	498623
2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	26265
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	178449
3、国债转贷资金		1. 一般性转移支付收入	47733
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	73924
5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	56792
6、国内金融机构借款	474475	（三）国有土地使用权出让收入	616117
（1）政府直接借款		1. 国有土地使用权出让金	585830
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	474475	2. 国有土地收益基金	28677
7、债券融资	317500	3. 农业土地开发资金	1610
（1）中央代发地方政府债券	30000	4. 新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	287500	（四）预算外财政专户收入	28264
8、粮食企业亏损挂账	8000	（五）其他基金收入	

9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	3000		
(二) 担保债务余额	20874		
1、政府担保的国内金融机构借款	19578		
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	1296		
地方政府债务余额= (一) + (二) *50%	815552	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	1347718
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) ×100%		60.51%	

资料来源：海宁市财政局

总体来看，海宁市经济将持续保持快速增长、一般预算收入增长较快，政府负债占 GDP 的比重较低，地方政府债务率较高。同时，海宁市经济的快速发展为政府财政收入提高了保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是海宁市人民政府批准设立的国有独资企业，海宁市资产经营公司为公司全资股东，截至 2013 年底，公司注册资本为 20 亿元，海宁市财政局为其实际控制人。

2. 人员素质

公司高层管理人员 6 人，董事长兼总经理王未顺，男，汉族，1974 年 11 月生，研究生硕士学历，中共党员。2003 年 2 月任海宁市城市建设处总工程师；2004 年 8 月任海宁市规划建设局局长助理；2005 年 7 月任海宁市规划建设局局长助理、市城市建设开发投资有限公司副总经理；2008 年 7 月任海宁市城市建设开发投资有限公司总经理；2010 年 10 月任海宁市城市发展投资集团有限公司党委委员、副总经理；2013 年 5 月至今任海宁市城投集团有限公司党委副书记、董事长、总经理。

截至 2013 年底，公司（合并口径）共有

员工 608 人，其中本科及以上学历人员占 25%，大专学历人员占 38%，高中及中专学历人员占 25%，其他人员占 12%；从年龄结构看，30 岁及以下人员占 15%，30~50 岁员工占 37%，50 岁及以上人员占 48%。

整体看，公司人员年龄结构合理，公司高管文化素质高，管理经验与政府工作经验丰富，能够满足公司经营发展需要。

3. 股东支持

公司作为海宁市政府直属的城市基础设施建设运营主体，承担了政府性投资项目的建设、运营、管理等职能，基于公司特殊的经营职能，政府在股权划拨、财政补贴等方面支持公司的稳健发展。

股权划拨

2012 年，根据海宁市财政局《关于同意国有股权无偿划转的批复》(海财国资〔2012〕806 号文)，将海宁市新欣天然气有限公司 60% 股权、海宁小商品市场开发有限公司 100% 股权划予公司，新增当期公司净资产 0.95 亿元；2013 年，根据海宁市人民政府《关于同意市土地开发有限公司国有股权无偿划转给市城投集团的批复》，海宁市土地开发有限公司 100% 股权划予公司，新增当期公司净资产 3 亿元。

财政资金支持

根据“海政发[2011]19 号”《关于进一步完

善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》，城市规划控制区 55 平方公里内，扣除海宁经济开发区、马桥街道、市指定用途部分后出让土地的净收益，每年市财政留用 2 亿元后全额安排给公司，用于土地收储和城市基础设施、安置房及相关社会事业项目的开发建设，同时，对城市规划控制区内，政府按每亩 15 万元拨付给公司作收储土地的农村拆迁安置费；2012 年 9 月 5 日，根据“关于协调提高土地拆迁安置包干经费缴纳标准相关事宜”的会议纪要，将每亩 15 万元的经费提高至每亩 30 万元。

2011 年~2013 年，海宁市财政局拨付公司财政拨款和补助款合计分别为 15.57 亿元、13.26 亿元和 21.98 亿元。

表 5 近三年政府财政资金支持情况（单位：亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财政补贴	1.65	2.01	2.10
主营业务收入	--	1.12	--
资本公积	13.92	10.12	19.88
其中：土地出让收益	6.39	8.54	13.07
合计	15.57	13.25	21.98
具体文件	海财会 [2011]607 号	海财会 [2012]942 号	海财会 [2013]942 号

资料来源：公司提供

根据海财会[2011]607 号《关于海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2011 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》，海宁市财政局向公司及子公司拨付 15.57 亿元，其中 13.92 计入公司资本公积，1.65 亿元计入营业外收入；根据“海财会[2012]837 号”《关于海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2012 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》，海宁市财政局向公司及子公司拨付 13.26 亿元，其中 10.12 亿元于资本公积中体现、2.01 亿元计入公司营业外收入、1.12 亿元于公司营业收入中体现（系海宁市城市建设开发投资有限公司代建海昌路南延和城南大道西延的项目移交回购款）；根据“海财

会[2013]942 号”《关于海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2013 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》，海宁市财政局向公司及子公司拨付 21.98 亿元，其中 19.88 亿元于公司资本公积中体现，2.10 亿元计入公司营业外收入。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司设立了董事会、监事会、经理层，不设股东会由出资人行使股东会职权。董事会是决策层，经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行者。决策层、监督层、经理层按照《公司章程》规定各司其职，各负其责。

董事会成员人数 5 人，由出资人委派产生 4 人，由公司职工代表大会选举产生 1 人。董事任期三年，董事任期届满经出资人指定或公司指定或公司职工代表大会选举可以连任。公司设董事长 1 人，副董事长 1 人，由出资人在董事会成员中指定产生。

公司监事会成员 5 人，其中职工代表 2 人。职工代表由公司职工代表大会选举产生，其余由出资人委派。监事会设主席一人，由出资人从监事会成员中指定。

2. 管理水平

公司设有办公室、财务管理部、投资发展部、工程管理部、设计室、组宣人事部、内审室等 7 个部门。内部管理制度方面，公司已建立了较为完善合理的内部控制制度，并得到了一贯有效的遵循和执行，能够对公司各项业务活动的健康运行及执行国家有关法律法规提供保证。同时，公司将根据业务发展和内部机构调整的需要，及时修订并补充内部控制制度，提高内部控制制度的有效性和可操作性，有效地控制经营风险和财务风险，准确提供公司的管理及财务信息，保证公司生产经营持续、稳健、快速发展。

总体来看，公司管理制度较为健全，能够保障日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是海宁市从事基础设施投资开发、土地整理和保障房建设业务以及相关社会事业项目的投资、开发。业务范围主要涉及房地产销售（含保障房销售和商品房销售）、土地整理、代建、燃气销售、物业管理等。

公司土地整理业务收益由土地整理收入和土地出让收益构成。2011~2012年，公司土地整理收入和土地出让收益通过财政资金注入的形式在资本公积科目反映，未在利润表中体现。2013年海宁市人民政府《关于同意市土地开发有限公司国有股权无偿划转给市城投集团的批复》（海政函〔2013〕116号文），同意将海宁市财政局持有的海宁市土地开发有限公司100%股权无偿划拨给公司，公司将内部原有土地整体业务集中于该公司进行，并将土地整理业务的土地整理收入部分在营业收入中反映，公司获得的土地出让收益部分仍以财政资金注入形式在资本公积科目体现。2013年，公司新增3.19亿元的土地整理收入。

2011~2013年分别实现主营业务收入5.74亿元、5.96亿元和14.53亿元，保持快速

增长态势，主要是因为房地产销售收入尤其是新增商品房收入导致公司营业收入快速增长；同时，2013年，燃气销售、物业管理收入增加扩大了公司收入来源。以及2013年公司改变土地整理收益中土地整理收入核算模式变动带来的土地整理收入增长。

公司主营业务收入主要来自于房地产销售、燃气销售和土地整理收入。其中，房地产销售收入包括安置保障房销售收入和一般商品房销售收入。2013年公司房地产销售、燃气销售和土地开发收入在主营业务收入中的占比分别为66.32%、8.75%和21.93%。公司房产销售收入以保障安置房销售收入为主，2011和2012年基本均为保障房安置收入，2013年商品房销售收入占房产销售收入的比重大幅提高至41.13%。整体看，目前公司已经形成了房产销售和土地整理两大板块为主业的经营格局，且两大板块均受益于海宁市较好的经济发展态势。公司未来的收入将随着两大板块的进一步发展而继续增长。公司诸如物业管理、租赁、客房收入毛利率较高，但规模小。

毛利率方面，公司综合毛利率整体呈波动下降趋势，2011~2013年分别为13.25%、16.26%和12.75%。2013年，公司综合毛利率下滑主要受保障房业务毛利率水平下降以及新增土地整理业务毛利率水平较低影响。

表6 2011~2013年公司主营业务情况（单位：万元、%）

项目	2011年		2012年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售收入	57425.73	13.25	35484.79	17.10	96189.38	15.98
其中：保障安置房销售收入	57330.73	13.28	35477.79	17.09	56622.16	7.60
商品房销售收入					39567.22	27.98
代建收入			11233.29	4.76		
燃气销售收入			8746.69	5.54	12707.51	3.09
物业管理收入			719.10	16.05	1104.86	24.00
客房收入			832.72	18.87	836.94	22.13
租赁收入			2463.94	89.67	2353.54	85.77
土地整理收入					31860.65	0.33
合计	57425.73	13.25	59632.21	16.26	145266.37	12.75

资料来源：企业提供

2013 年公司保障安置房销售毛利大幅下降主要是因为 2012 年拆迁和安置成本较低，而 2013 年成本大幅增加，销售价格没有相应提升，毛利率水平相应下滑。

2. 业务运营

土地整理

公司土地整理业务收益主要由土地整理收入和土地出让收益分成构成。

根据海宁市人民政府《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有关意见的通知》（海政发[2008]11 号），海宁市城市规划区东至城东大道、南至环城河道、西至丁屠公路、北至铁路约 43.6 平方公里范围内的土地出让金净收益的 60%，由市财政安排给公司，用于确定区域内的城市基础设施建设、旧城改造、土地征收、经营及相关社会事业项目的投资、开发和建设。2011 年，为了确保公司良性健康发展，海宁市人民政府进一步提升了土地出让金返还比例。根据海宁市人民政府文件《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》（海政发[2011]19 号），城市规划控制区 55 平方公里范围内，扣除海宁经济开发区、马桥街道、市制定用途部分后（东至 08 省道、南至环城河道、西至丁屠公路、北至铁路约 43.6 平方公里范围内）出让土地的净收益，每年市财政留用 2 亿元后全额安排给公司，用于土地收储和城市基础设施建设、安置房及相关社会事业项目的开发建设。

土地整理模式方面，公司投入资金对土地进行前期整理开发，土地开发完成后，公司将土地交给收储中心收储并进行出让。待土地正式拍卖后，海宁市财政局将土地整理包干费用（土地整理收入）返还给公司，再根据海宁市人民政府文件约定的比例将土地出让净收益返还给公司（土地出让收益分成），一般而言，土地出让后的 3-6 个月内可以结清。

土地整理包干费用方面，2012 年 9 月以前

土地整理包干费用为 15 万元/亩；2012 年 9 月根据海宁市人民政府办公司《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调整为每亩 30 万元。

业务实施主体方面，2013 年 5 月以前公司土地整理业务由公司子公司海宁市城郊投资有限公司（以下简称“城郊公司”）负责，为了理顺海宁市土地开发和规范公司内部业务流程，2013 年 5 月海宁市财政局成立海宁市土地开发有限公司（以下简称“土地开发公司”）专门负责征地拆迁工作。同时，根据海宁市人民政府《关于同意市土地开发有限公司国有股权无偿划转给市城投集团的批复》（海政函〔2013〕116 号文），海宁市财政局持有的海宁市土地开发有限公司 100% 股权无偿划拨给公司。土地开发公司主要负责市区规划区范围内征地拆迁工作。

会计核算方面，对于土地整理收入，2013 年以前，公司将土地整理成本计入“存货-开发成本”科目，公司根据拆迁户安置情况，将土地整理成本分别结转至相应的保障安置房的开发项目，并根据安置保障房建设进度结转土地开发成本。同时，公司将市财政返还的 15 万/亩土地开发包干费计入“资本公积”科目；从 2013 年开始，由土地开发公司实施土地整理业务，城郊公司将土地整理结余成本移交给新设立的土地开发公司，土地开发公司根据收到土地整理包干费用返还款项确认土地开发收入，并同时结转相应的土地开发成本。由于土地整理时涉及拆迁补偿安置房的建设和置换工作，对于已出让并获得土地整理收益的但未完成安置房交付的拆迁地块，公司按照预估成本先行结转，目前公司预估成本接近 30 万/亩。对于预估成本超出现金成本部分，公司在负债中应付账款科目反映，截至 2013 年底为 9.86 亿元。

会计核算中对于土地出让收益分成部分，2011 年以来，公司以财政资金注入形式“货币

资金”和“资本公积科目”反映。

表 7 近三年公司土地整理与出让情况

年度	2011 年	2012 年	2013 年
整理面积（亩）	2570	2642	1657
投资成本（万元）	38550	66050	48881
出让面积（亩）	439	742	1020
土地整理收益（万元）	158218	132340	162541

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司获得土地整理收益分别为 15.82 亿元，13.23 亿元和 16.25 亿元。

近三年，公司累计整理土地 6869 亩，整理土地中已累计出让 2201 亩。2013 年整理土地 1657 亩，其中 1020 亩于 2013 年出让并获得土地整理收益。2013 年公司获得土地整理收益 16.25 亿元，其中土地整理收入 3.19 亿元，由于结转成本为预估成本，接近 30/亩的返还收入，公司土地整理收入毛利率仅为 0.33%；此外公司获得土地出让收益 13.07 亿元。

截至 2013 年底，公司“存货-开发成本”科目中土地整理成本合计 34.90 亿元，相应土地整治面积 10834 万亩。

截至 2013 年底，公司整理土地分为 17 个项目区域，涉及整理面积 18107.43 亩，已累计整理 6585.28 亩。2014~2015 年，公司土地整理业务分别需要投入 11.73 亿元、9.01 亿元和 8.72 亿元。整体看，未来三年公司土地整理业务投资金额较大，同时公司土地资源较为充足，业务具有较好的可持续性。

此外，公司承担了海宁市城市基础设施、旧城改造、保障安置房建设等重大项目的投资、建设和运营任务。此类业务公益性强，其主要运营模式：对于保障安置房、城市道路、市政工程等公益性和准公益性项目，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建设资金，资金缺口由公司作为承贷主体进行筹集，其还款来源主要为土地出让金收益返还。根据海政办发[2014]59 号文《关于明确海宁市城市发展投资集团有限公司有关投融资意见的通知》，进一步明确了利用公司获得土地出让收益平衡城市基础设施

建设和棚户区改造等公益性较强项目的资金需求的运营模式。

总体看，公司作为海宁市城市规划控制区中 43.6 平方公里范围内唯一土地开发整理业务主体，业务垄断性突出。政府土地出让收益分成政策对公司倾斜力度大，支持力度强。公司近年土地整理规模大，获得土地整理收益规模持续增长，获得了较大规模的现金流入，对公司公益性项目的建设形成了良好的资金保障。公司土地整理业务持续性强，未来随着储备土地的逐步出让，公司将会产生较大收益。但同时，联合资信也关注到，公司土地出让价格、原有的计划出让进度会受，土地一级市场的行情影响，未来公司土地整理收益可能出现一定波动。

安置房与商品房建设

目前承担安置房建设项目主体为海宁市旧城改造与开发投资有限公司（以下简称“旧改公司”）、海宁市城郊投资有限公司（以下简称“城郊公司”），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。

安置房建设土地由公司通过摘牌所得，安置房销售价格实行分档计价，合理补偿。根据海宁市政府的有关规定，2013年起海宁城区的安置方式为货币补偿或房产权调换，改建地段或就近地段安置时原面积部分按安置房市场价80%计价，超原面积50%（含）以内部分按安置房市场价85%计价，超原面积50%以上部分按安置房市场价计价。

表 8 公司近年来安置房销售情况

（单位：万平方米、万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
安置房开工面积	45.00	71.00	60.52
安置房竣工面积	14.81	50.00	20.22
安置房销售面积	11.73	7.24	12.95
安置房销售收入	57330.73	35477.79	56621.95

资料来源：公司提供

安置房建设方面,2011~2013 年公司安置房累计新开工 176.52 万平方米,累计竣工 85.03 万平方米。受安置房竣工面积波动影响,公司安置房销售面积和收入均有波动。2011~2013 年公司安置房销售收入分别为 5.73 亿元、

3.55 亿元和 5.66 亿元。由于市场通货膨胀加剧,近年来安置房建设成本逐年增加,同时公司安置价格是根据市场评估价格进行确定,安置价格增长幅度明显低于安置房建设成本增长,因此,毛利率总体呈下降趋势。

表 9 截至 2013 年底公司在建安置房项目未来投资计划(单位:万元)

序号	项目名称	总投资	截至 2013 年底完成投资情况	2014 年	2015 年	2016 年
城郊公司	城南大道南侧安置房一期	225724	95780	32486	67458	30000
城郊公司	鑫泰城(海昌路东侧区块安置房)	55657	55657	--	--	--
城郊公司	北湖嘉园一期(海宁丝厂一期安置房)	31420	27522	3898	--	--
城郊公司	硖北里一期安置房	10042	10042	--	--	--
城郊公司	北湖嘉园二期(海宁丝厂二期安置房)	23120	19790	3131	--	--
城郊公司	润景嘉园(群利二期安置房)	76649	44028	9058	--	--
城郊公司	月亮湾景苑(群利三期安置房)	110190	51215	20638	31167	--
城郊公司	广顺里(伊桥集镇区块安置房)	18230	14980	3250	--	--
城郊公司	长田区块安置房	86251	48120	15000	20000	
城郊公司	民和三期安置房	62286	43650	13000	25000-	--
城郊公司	农丰区块安置房	27455	14320	1000	18000	8700
城郊公司	双凤二期安置房	97744	8500	12577	20000	25000-
城郊公司	伊桥区块二期安置房	87249	45368	20877	20000	20000
城郊公司	城南大道安置房二期	215664	51500	9172	70000	70000
城郊公司	洛河二期西区块安置房	20275	10500	4193	8453	--
城郊公司	荷叶村安置房	5736	120	2000	9000	2000
城郊公司	赞山景苑配套用房	10150	4850	4577	2173	--
城郊公司	鹃湖水库拆迁安置房	113603	500	4038	--	--
城郊公司	南郊二组安置房	12600	1975	5388	5737	--
城郊公司	洛南路东侧商业用房	3183	2400	783	--	--
旧区公司	得胜里区块拆迁安置房	32900	2400	12000	13000	5500
旧区公司	人民新村区块改建项目	28800	800	12000	13000	3000
旧区公司	蔡家埭区块改建项目	25000	800	10300	11000	2900
合计		1379928	554817	199366	308988	142100

资料来源:公司提供

截至2013年底,公司保障房投资成本为 71.63 亿元,在公司存货中体现。其中已完工未结转保障房成本 16.15 亿元。

公司在建和拟建的安置房建设项目主要包括城南大道南侧安置房一期、城南大道安置房二期、月亮湾景苑(群利三期安置房)等项目,预计总投资 137.99 亿元,截至 2013 年底已投资 55.48 亿元,2014~2016 年分别需要投资 19.94 亿元、30.90 亿元和 14.21 亿元,融资压力

较大。

商品房销售

海宁市房地产开发有限公司为公司商品房开发主体,主要开发项目为华盛嘉苑、华府景园、海城大楼。2013 年,公司实现商品房销售收入 3.96 亿元。

华盛嘉苑商品房开发项目位于文宗路西侧、丁桥港北侧,土地购置于 2008 年 8 月,土地面积 17074 平方米。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，其中房屋地面建筑面积 42644.5 平方米。项目测绘面积报告：住宅共计 345 套，住宅可售面积 42083.50 平方米，物业用房 391.02 平方米，配套用房 10226 平方米，地下室 12751.56 平方米。

华府景苑商品房开发项目位于市区塘南路南侧、碧云路西侧，土地购置于 2012 年 1 月，土地面积为 68364 平方米。项目概算 80000，开发周期 2012 年 10 至 2015 年 10 月。项目设计建筑面积 183342.3 平方米，目前正在预售。

海城大楼开发项目位于海宁大道东侧、洛塘河南侧，土地购置于 2013 年 6 月，土地面积 13304 平方米。项目概算 46500 万元，开发周期 2013 年 10 月至 2016 年 10 月。项目设计建筑面积 71809.48 平方米。

表 10 公司商品房概况（单位：万平方米）

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
新开工面积	5.59	--	18.33	7.18
竣工面积	--	--	--	5.53
销售面积	--	--	--	4.32

资料来源：公司提供

基础设施代建

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”）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。

城市建设公司承担海宁市区道路、绿化等基础设施项目为公益性基础设施建设，建设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，公司获得的土地出让金返还为公司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。由于 2012 年底财政部、国家发改委、人民银行和银监会四部委联合下发《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463 号），文件明确不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务，因此公司 2013 年没有基础设施代建收入。

2011~2013 年公司基础设施代建业务分别投入 10872 万元、11573 万元和 18443 万元，形成资产主要在建工程科目反映，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》，2011~2013 年政府拨付的公用事业财政专项补贴分别为 11800 万元、5000 万元和 6000 万元，在资本公积和财政补贴科目体现。资金不足部分公司通过对外融资解决，截至 2013 年底，公司因基础设施代建形成的银行借款的债务融资规模为 42000 万元。截至 2013 年底，公司主要在建基础设施投资项目合计 8 项，概算总投资 17.56 亿元，截至 2013 年底已完成投资 0.11 亿元，2014~2016 年分别需要投入资金 2.67 亿元、3.34 亿元和 3.11 亿元。整体看，公司未来投资规模较大，存在一定融资压力。

表 11 截至 2013 年底公司在建和拟建基础设施项目未来投资计划（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	截至 2013 年底工程进度	截至 2013 年底完成投资情况	工程周期	2014 年	2015 年	2016 年
1	赵家漾路（水月亭路-太阳桥）	2878	开工建设	500	2013 年 10 月-2014 年 10 月	2378		
2	广顺路南延（江南大道-丰收路）	7610	开工建设	100	2013 年 12 月-2015 年 12 月	6610	900	
3	鹃湖东侧道路（海洲路-城南大道）	8500	前期工作	0	2014 年 9 月-2016 年 6 月	500	6000	2000
4	麻泾港滨河绿化	10000	前期工作	0	2014 年 9 月-2016 年	2000	5000	3000

					年 9 月			
5	海洲路东延(碧云路-08 省道)	13596	前期工作	0	2014 年 11 月-2016 年 11 月	1000	6500	6096
6	环西二路跨铁路大桥	15000	开工建设	200	2013 年 12 月-2015 年 12 月	4250	5000	5000
7	鹃湖公园绿化及开发项目一期景观绿化	50000	开工建设	300	2013 年 12 月-2016 年 5 月	10000	10000	10000
8	鹃湖北湖及引水河、湿地开挖工程	70000	无进度	0	2016 年 7 月-2019 年 12 月			5000
合计		177584		1100		26738	33400	31096

注：公司在建工程中多数项目已完工但未结转，该表统计的是未来持续投资项目。

资料来源：公司提供

其他业务

公司其他业务收入包括燃气、物业管理和租赁收入。

2012 年 1 月海宁市财政局将海宁市资产经营公司持有的海宁市新欣天然气有限公司（以下简称：海宁燃气）60%股权自 2012 年 1 月 1 日起无偿划拨给公司。海宁燃气主要负责拨接城市供气管网与国家供气网络的城市主管网建设和运营；从事海宁市管道天然气的供应，负责与浙江省能源局和浙江省天然气开发有限公司进行对接，协调海宁市的年度用气指标。其收入构成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，目前海宁燃气的管道运输价格为 0.03 元/立方米；居民和非居民气门站销售价格为 2.45 元/立方米和 3.26 元/立方米。

2012 年和 2013 年海宁燃气分别实现燃气销售收入 0.87 亿元和 1.27 亿元。2013 年毛利率下滑，主要是浙江省物价局调低管道运输价格标准值 0.03 元/立方米所致。

公司租赁业务由子公司海宁市小商品市场开发有限公司负责，主要从事物业管理服务，市场经营管理、会务服务，目前市场现有摊位共计 389 个（东区底楼 183 个，东区二楼 88 个，西区 118 个），店面共计 29 间，截至 2013 年底公司可租赁面积 21942.11 平方米。2012 和 2013 年，分别实现租赁收入 0.25 亿元和 0.24 亿元。

公司客房收入来自海宁市小商品市场开发公司下属假日国际大酒店，目前酒店客房

188 间，入住率一般在 70%左右；物业管理收入是海宁市兴房物业管理服务有限公司的主营收入，目前物业公司管理 21 个小区，设立 14 个物业管理部。

3. 未来发展

未来几年，公司将以建立现代化企业集团和项目建设推进为主线，重点打造投融资平台、重点项目建设平台和城市土地出让平台；以保障房、城市基础设施、商住地产开发和历史文化街区为主要抓手；突出环东西山区块、鹃湖区块、城西商贸城区块、城南区块和市中心老城区块五大区块的开发建设。到 2015 年，成为国内一流的县（市）级基于城市发展、开发建设和规范运营的现代化集团公司，初步形成自主的开发和运营能力，资产质量大幅提升，实力大幅增强。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011~2013 年财务报表已经天健会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2013 年底，公司纳入合并范围子公司 10 家；从合并范围变化上看，2012 年，公司新增纳入合并范围子公司 2 家；2013 年，公司新增纳入合并范围子公司海宁市城投集团资产经营管理有限公司、海宁市土地开发有限公司 2 家。合并范围变化对公司财务数据可比

性影响较小。

截至 2013 年底，公司资产总额 166.06 亿元，所有者权益合计 85.63 亿元（其中少数股东权益 0.09 亿元）；2013 年公司实现营业收入 14.60 亿元，实现利润总额 2.38 亿元。

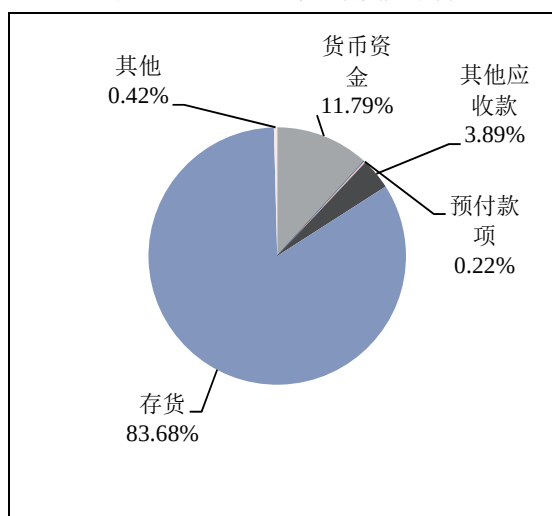
2. 资产质量

近年来公司资产增长速度较快，2011～2013 年年均复合增长 32.85%，截至 2013 年底为 166.06 亿元。从资产结构看，公司以流动资产为主（占 81.85%）。

流动资产

2011～2013 年公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 36.54%，截至 2013 年底为 135.92 亿元。公司流动资产主要由存货（占 83.68%）、货币资金（占 11.79%）和其他应收款（3.89%）构成。

图 2 公司 2013 年流动资产结构



资料来源：审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金 16.03 亿元，其中银行存款占 68.79%，其他货币资金占 31.20%，其他货币资金主要是定期存款 4.90 亿元（已用于质押借款）。

2011～2013 年，公司其他应收款波动增长，三年分别为 3.68 亿元、3.65 亿元和 5.29 亿元。截至 2013 年底，公司其他应收款主要为海宁市第二水厂有限公司、海宁市盐官景区

综合开发有限公司等的往来款。从账龄看，63.48%的其他应收款的账龄在 1 年以内，1～2 年的占 13.25%，2～3 年的占 9.73%，3 年以上占 13.54%。整体看，公司其他应收款综合账龄较长，由此产生的流动性问题有待关注。公司其他应收款未计提坏账准备 0.07 亿元，计提比例为 1.29%。

2011～2013 年，公司存货快速增长，年均复合增长率为 37.67%，主要是公司拆迁安置房项目增加所致。截至 2013 年底，公司存货账面价值为 113.74 亿元，公司存货主要由开发成本（占 94.87%），开发产品（5.12%）构成。其中，开发成本中保障性安置房成本 71.63 亿元，商品房成本 7.22 亿元，土地整理成本 34.90 亿元。

非流动资产

2011～2013 年，公司非流动资产持续增长，年复合增长率为 19.29%，增长主要来自其他固定资产和在建工程的增加。截至 2013 年底，公司非流动资产为 30.14 亿元，主要由固定资产（45.70%）、在建工程（34.23%）和其他非流动资产（16.37%）构成。

2011～2013 年，公司固定资产账面净额持续增长，年复合增长率为 19.98%。截至 2012 年底，公司固定资产原值 15.72 亿元，其中房屋 36.91%，公路资产占 60.33%。截至 2013 年底，公司累计计提折旧 1.94 亿元，固定资产净额为 13.78 亿元，公司固定资产成新率 87.66%。

2011～2013 年，公司在建工程大幅增加，年均增长 36.98%，截至 2013 年底，公司在建工程 10.90 亿元，主要是公司基础设施建设业务中的道路整修项目（9.23 亿元）和城市基础设施建设工程（1.68 亿元）。

公司资产以流动资产为主，但流动资产中存货占比较大，其他应收款账龄较长，整体资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

2011~2013 年, 公司所有者权益快速增长, 年复合增长率为 33.37%, 主要是公司资本公积和未分配利润增长所致。公司资本公积的增长主要来源于土地出让金返还(根据海政发【2011】19 号《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》返回的土地出让金)、政府对公司的资本金支持(海财会【2011】607 号、【2012】837 号、【2013】942 号文, 见表 4)以及股权划拨, 近三年分别为 26.42 亿元、37.65 亿元和 60.65 亿元。截至 2013 年底, 公司所有者权益为 85.63 亿元, 其中归属于母公司权益 85.54 亿元, 少数股东权益 0.09 亿元; 归属于母公司权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 23.38%、70.90% 和 5.71%。总体看, 公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

2011~2013 年, 公司负债合计快速增长, 年复合增长率为 32.31%, 截至 2013 年底, 公司负债合计 80.43 亿元, 其中流动负债占 63.75%, 非流动负债占 36.25%。

2011~2013 年, 公司流动负债逐年增长, 年复合增长率 71.94%。截至 2013 年底, 公司流动负债为 51.27 亿元, 其中占比较高的有短期借款(占 7.26%)、应付账款(占 46.90%)、预收款项(占 4.86%)、其他应付款(占 17.50%)和一年内到期的非流动负债(占 22.51%)。

2011~2013 年, 公司短期借款呈波动上升趋势, 截至 2013 年底, 公司短期借款为 3.72 亿元, 其中保证借款、质押借款和信用借款分别占 80.65%、15.32%和 4.03%。

截至 2013 年底, 公司应付账款为 24.05 亿元, 较 2012 年大幅增长, 主要是公司 2013 年保障安置房在建项目及城市基础设施项目大幅增加, 期末公司按照各项的实际完工进度, 计算实际已发生成本并对未开票部分进行暂估, 合计暂估金额 22.27 亿元。

截至 2013 年底, 公司预收款项为 2.49 亿

元, 公司预收款较 2012 年大幅下降, 主要是华盛嘉苑(商品房)、金融中心(安置房)等项目确认收入所致。

2011~2013 年, 公司其他应付款波动增长, 年复合增长率为 20.26%, 截至 2013 年底, 公司其他应付款为 8.97 亿元, 主要系与海宁市资产经营公司(3.58 亿元)、海宁市水利建设投资开发有限责任公司(0.68 亿元)等的往来款。

截至 2013 年底, 公司一年内到期的非流动负债 11.54 亿元, 为一年内到期的长期借款。

2011~2013 年, 公司非流动负债基本维持稳定, 近三年分别为 28.61 亿元、22.62 亿元和 29.16 亿元。截至 2013 年底, 公司非流动负债为 29.16 亿元, 其中, 长期借款占 94.86%, 应付债券占 5.14%(为公司 2013 年 9 月 18 日在浙江股权交易中心发行的 1.50 亿元“海宁市城市发展投资集团有限公司 2013 年私募债券”, 期限 2 年, 利率 7.5%)。

2011~2013 年公司债务快速增长, 截至 2013 年底公司债务总额为 44.42 亿元。随着公司业务的发展和海宁市城乡建设的逐步推进, 预计公司债务将进一步增加。从债务期限结构看, 短期债务占比波动上升, 长期债务占比波动下降。截至 2013 年底, 短期债务占比 34.35%, 长期债务占比 65.65%, 公司债务以长期债务为主。

图 3 2011 年~2013 年公司债务负担



资料来源: 审计报告

2011~2013 年，资产负债率基本保持稳定，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈下降趋势，2013 年底分别为 48.43%、34.16%和 25.40%，公司整体债务负担较轻。

整体看，近年来政府持续的资产投入使得公司实力不断增强，以长期债务为主的债务结构复合公司从事公用事业项目建设和安置房建设对资金的长期需求。目前，公司安置房建设和基础设施建设投资规模仍然较大，预计公司债务规模仍将呈上升趋势。

4. 盈利能力

2011~2013 年，随着业务规模的扩大，公司收入快速增长，2013 年公司实现营业收入 14.60 亿元。公司营业收入主要来自房产销售收入（保障安置房销售和商品房销售收入）、土地开发收入和燃气销售收入；同期，公司营业成本亦快速上升，2013 年为 12.69 亿元；近三年公司营业利润率呈波动上升趋势，分别为 5.67%、12.07%和 7.77%。

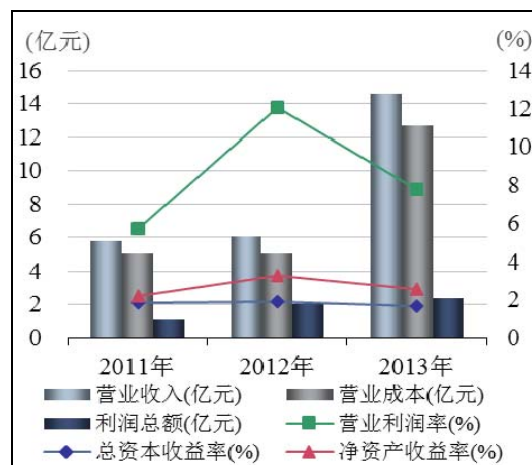
2011~2013 年，公司期间费用分别为 0.92 亿元、0.72 亿元和 0.79 亿元，期间费用占营业收入比重近三年分别为 15.99%、11.90%和 5.40%，得益于营业收入大幅增长，期间费用占比下降幅度较大。从期间费用结构看，公司三项费用以管理费用为主，近三年公司管理费用占营业收入比重分别为 8.38%、12.20%和 5.73%，公司管理费用占比呈下降趋势，但占比仍然较大，费用控制能力有待提高。

2011~2013 年，公司利润总额分别为 1.06 亿元、2.04 亿元和 2.38 亿元，主要由经营性业务利润和营业外损益构成。2011~2013 年，公司经营性利润分别为-0.58 亿元、0.04 亿元和 0.30 亿元，公司主营业务的获利能力较差。营业外损益主要为财政补贴收入是公司最核心的利润来源，近三年分别为 1.65 亿元、2.01 亿元和 2.10 亿元，公司利润总额对政府补贴的依赖性强。

近三年，公司总资本收益率波动下降，净

资产收益率波动上升，三年均值分别为 1.79%和 2.70%，2013 年分别为 1.69%和 2.55%。

图 4 2011~2013 年公司盈利能力情况



资料来源：审计报告

总体看，随着房地产业务、燃气业务、土地开发收入与代建收入等的发展，公司收入规模整体保持了良好的增长态势，海宁市财政局的财政补贴是公司利润总额的重要组成部分，公司盈利能力逐年提升。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2011~2013 年，受公司收入规模大幅增长影响，公司经营活动产生的现金流入量亦大幅增长，2013 年为 54.24 亿元。其中，销售商品、提供劳务所收到的现金 10.06 亿元，主要是保障房和商品房销售收入；收到其他与经营活动有关的现金 44.18 亿元，主要是政府拨付的土地出让金返还款和往来款。经营活动现金流出方面，近三年购买商品、接受劳务支付的现金波动下降，分别为 22.45 亿元、23.81 亿元和 17.62 亿元；近三年支付其他与经营活动有关的波动上升，2013 年为 22.25 亿元，其中往来款 20.89 亿元，代收代付 0.60 亿元，支付的保证金 0.36 亿元。2011~2013 年，公司经营活动现金流净额分别为 0.61 亿元、-3.58 亿元和 13.20 亿元。获现能力方面，近三年现金收入比分别为 148.90%、91.90%和 68.91%，其中 2013 年，公司现金收

入比较低，主要是土地整理收入受到的现金在收到其他与经营活动有关的现金中反映。总体看，公司收现质量良好。

投资活动方面，2011~2013 年公司投资活动现金流出较小，主要是构建固定资产、无形资产等支付的现金，近三年分别为 1.89 亿元、1.53 亿元和 2.24 亿元，主要对应公司市政基础设施建设投资支出。公司投资支付的现金主要公司和子公司旧改公司购买理财产品支付的现金，近三年分别为 1.30 亿元、0.45 亿元和 4.91 亿元。公司投资活动产生的现金主要是收回投资收到的现金，2012 年和 2013 年分别为 1.78 亿元和 4.77 亿元，主要为理财产品到期收回的现金。公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，2011~2013 年分别为-3.50 亿元、0.18 亿元和-2.25 亿元。

从筹资活动来看，2011~2013 年，筹资活动现金流入量逐年上升，2013 年为 27.73 亿元，主要为银行借款。发行债券收到的现金为公司 2013 年 9 月发行的“13 海城债”。收到其他与筹资活动有关的现金主要是非银行类借款，2013 年为 3.48 亿元；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务、分配股利偿付利息支付的现金。2013 年支付其他与筹资活动有关的现金 9.97 亿元，主要是质押定期存单 4.10 亿元和非银行类借款拆入资金 4.70 亿元。2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 3.18 亿元、8.38 亿元和-8.12 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，投资支出保持较大规模，存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011~2013 年，公司

流动比率和速度波动下降，近三年均值分别为 289.25%和 48.16%，2013 年底分别为 265.10%和 43.27%。近三年公司经营现金流动负债比分别为 3.51%、-8.37%和 25.75%。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2011~2013 年，受公司利润规模上升影响，EBITDA 保持增长，2013 年为 7.38 亿元；公司全部债务/EBITDA 逐年下降，近三年均值为 7.27 倍，2013 年为 6.02 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般。近三年，公司经营活动现金流入量对全部债务的保障倍数分别为 1.58 倍、1.23 倍和 3.01 倍。近年，公司经营活动现金流量净额波动较大，对公司债务的保障程度较弱。整体看，公司经营活动现金流入量对公司债务的覆盖倍较好。

近年，公司近年土地整理规模大，获得土地整理收益规模持续增长。获得了较大规模的现金流入，对公司整体项目建设和债务本息偿付形成良好保障。考虑到政府土地出让收益分成政策对公司倾斜力度大，支持力度强，持续性较强，有望对公司未来债务形成良好保障，公司整体偿债能力较强。

截至 2013 年底，公司及其子公司对外担保 14.90 亿元，担保比率为 17.40%，被担保企业主要有关联企业：浙江金海洲建设开发公司、海宁市水务投资集团有限公司、海宁市水利建设投资开发有限责任公司、海宁市第二水厂有限公司、海宁紫薇水务有限公司和海宁市第二水厂有限公司；非关联企业：浙江省基础建设投资集团股份有限公司和海宁市人民医院。目前被担保企业（单位）经营正常。整体看，公司担保比率一般，具有一定或有负债风险。

表 12 公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	被担保单位	担保金额	担保到期日	备注
海宁市城市发展投资集团有限公司	浙江金海洲建设开发公司	4700.00	2014/12/5	关联方
	海宁市水务投资集团有限公司	30000.00	2014/4/2	关联方

海宁市城市建设开发投资有限公司	海宁市水利建设投资开发有限责任公司	45000.00	2019/5/28	关联方
海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司	海宁市第二水厂有限公司	10255.50	2019/3/1	关联方
	海宁紫薇水务有限公司	9792.40	2019/3/4	关联方
	海宁紫薇水务有限公司	3264.13	2019/3/4	关联方
	海宁市第二水厂有限公司	4500.00	2019/9/26	关联方
	海宁市第二水厂有限公司	4500.00	2019/11/10	关联方
海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司	浙江省基础建设投资集团股份有限公司	27000.00	2016/10/30	非关联方
	海宁市人民医院	10000.00	2018/5/15	非关联方
总计		149012.03		

资料来源：公司提供

公司与银行建立了长期的合作关系，截至2013年底，公司共获各家银行授信额度人民币61.60亿元，尚未使用额度16.70亿元。公司具备间接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：G99330481001448009），截至2014年1月21日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及海宁市区域及财力状况、海宁市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

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

本期公司债券拟发行额度13亿元，占2013年底公司长期债务的44.58%，公司全部债务的29.27%，对现有债务影响大。截至2013年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为48.43%和34.16%，以2013年底财务数据为基础测算，本期公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至52.71%和40.96%。

本期公司债券的发行对公司整体债务规

模和结构有较大影响。本期公司债券发行后，公司债务负担将有一定程度加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2011~2013年，公司EBITDA分别为本期公司债券拟发行额度的0.29倍、0.41倍和0.57倍。同期，公司经营活动流入量分别为本期公司债券拟发行额度的2.18倍、1.70倍和4.17倍，经营活动现金净流量分别为本期公司债券拟发行额度的0.05倍、-0.28倍和1.02倍。本期公司债券设提前分期偿还条款，从债券发行第3年起按照发行额度的20%偿付本金。根据上述条款，公司从第3年起每年偿付本金为2.60亿元。近三年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对每年分期偿付本金的覆盖倍数均值分别为2.33倍、15.16倍和2.17倍，2013年分别为2.84倍、20.86倍和5.08倍，公司EBITDA和经营性现金流对本期债券每年分期偿还本金的保障程度较高，提前分期偿付本金，有效缓解了债券的集中偿付压力。

十、债权保护条款分析

1. 偿债资金主要来源

本期公司债券为无担保债券，其偿债资金主要来源于公司未来持续获得的经营现金流入。公司未来的保障房销售收入和土地出让收益，将是本期债券还本付息的重要保障。

根据海宁市人民政府下发的《关于同意海

宁市城市旧住宅区（危旧房、城中村）改造专项规划（2013-2017）的批复》（海政函[2014]8号）公司 2014 年和 2015 年预计可实现保障房交付使用面积 24.96 万平米和 74.61 万平米，2016~2017 年预计交付 193.83 万平米，预计产生销售收入 261.33 亿元，毛利润 19.86 亿元。

此外，根据公司土地出让计划，2014~2022 年，公司预计土地出让规模分别为 5545 亩，预计获得土地出让毛收入 291.09 亿元，预计获得土地出让净收益 174.37 亿元。

表 13 公司土地出让收益预测表

项 目	拟出让面积 (亩)	预计出让毛 收入 (亿元)	预计净收益 (亿元)
2014	817	34.70	18.82
2015	666	34.57	18.74
2016	673	37.87	20.72
2017	573	24.94	15.90
2018	545	22.10	17.83
2019	620	35.80	23.27
2020	508	27.40	17.82
2021	573	32.68	21.24
2022	570	30.80	20.02
合计	5545	291.09	174.37

资料来源：公司提供

整体看，公司未来保障房和土地整理业务规模的产生的收益规模大，能够对本期债券的覆盖倍数高。同时联合资信也关注到，公司预测保障房收益的实现受安置补偿、项目建设进度，销售价格等多方面因素的影响存在一定不确定性，实际经营成果可能低于上述预测值；公司土地整理业务预计收益也将受土地市场波动影响而有所波动。

2. 资金监管

公司聘请国家开发银行股份有限公司浙江省分行作为本期债券的资金账户监管人，并与其签署了《2014 年海宁市城市发展投资集团有限公司公司债券资金账户开立和监管协议》，根据监管协议，公司应在本期债券存续期内不晚于每个付息日和/或兑付日前 10 个工作日，保证按时、足额将本年度应偿付资金划入偿债账户，偿付资金一旦划入偿债账户，仅

可以用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金。公司在每年付息日和/或兑付日前按时向监管银行发出指令，将每年应付的本息从偿债账户划付至债券托管机构指定的账户。

此外，公司就本期债券与国家开发银行浙江分行签署了《流动性贷款支持协议》，约定了公司在本期债券本息兑付发生临时资金流动性不足时，国家开发银行浙江分行可发放流动性支持贷款解决公司本息偿付困难。

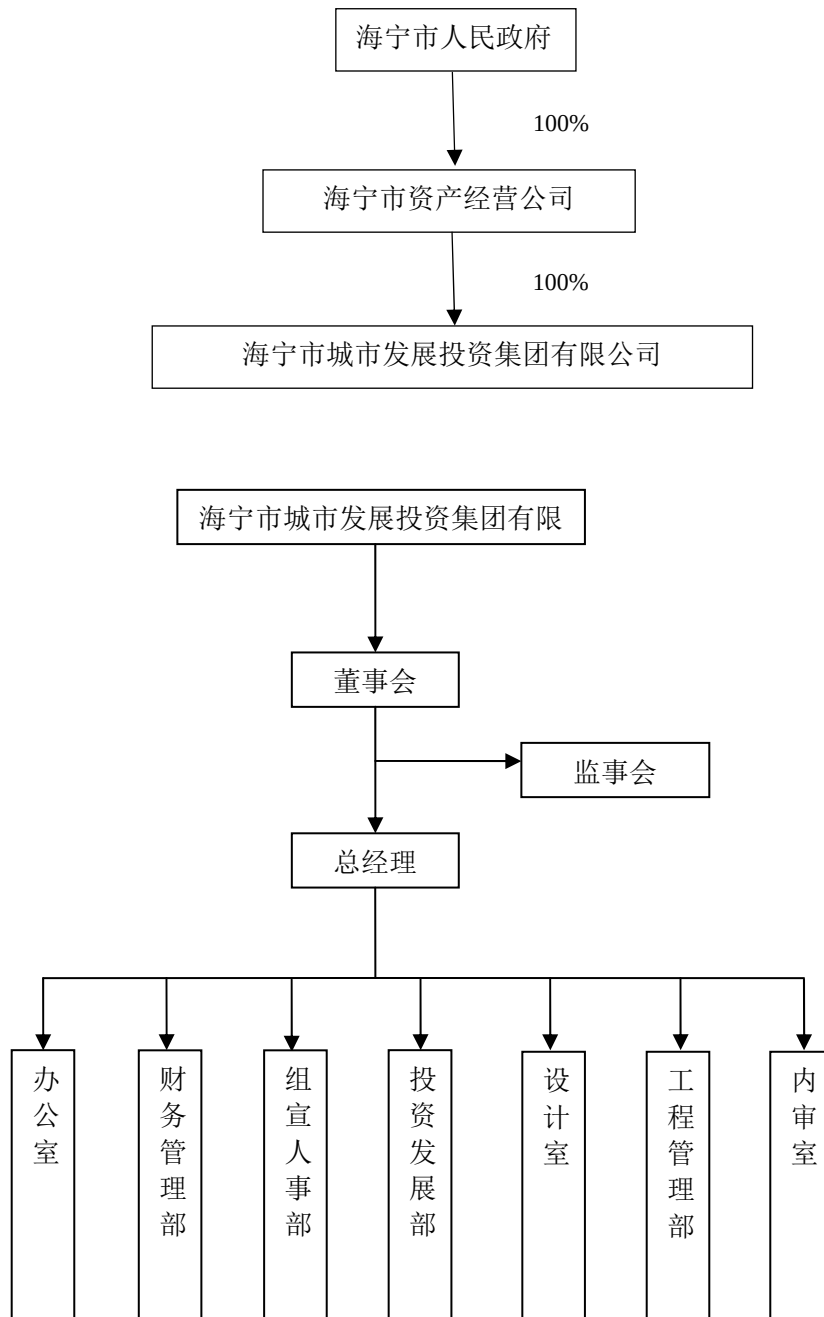
联合资信关注到，监管协议中未明确信息通知条款，当偿债账户资金余额不足时，本期债券主承销商、评级机构、投资者等中介机构及相关方可能无法及时获取相关信息。

十一、 结论

公司是海宁市从事城建等公益性和准经营性项目建设、投资和运营等经营性资产运营的主体。近年来海宁市县域经济实力和财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部发展环境。

公司作为海宁市重要的国有资产经营公司，其承担的海宁市城建等公益性和准经营性项目区域垄断经营优势较强，政府支持力度大，且长期持续稳定的资金和资源支持为公司发展提供了重要的支撑。同时，联合资信也关注到公司公益性和准经营性业务对政府支持依赖性较强，内控机制有待于强化。综合看，公司整体抗风险能力强，信用风险低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.31	9.54	16.03
资产总额(亿元)	94.09	126.52	166.06
所有者权益(亿元)	48.14	61.15	85.63
短期债务(亿元)	5.08	21.67	15.26
长期债务(亿元)	28.61	22.62	29.16
全部债务(亿元)	33.69	44.30	44.42
营业收入(亿元)	5.77	6.01	14.60
利润总额(亿元)	1.06	2.04	2.38
EBITDA(亿元)	3.76	5.38	7.38
经营性净现金流(亿元)	0.61	-3.58	13.20
财务指标			
销售债权周转次数(次)	39211.95	9932.09	15632.75
存货周转次数(次)	0.17	0.07	0.13
总资产周转次数(次)	0.12	0.05	0.10
现金收入比(%)	148.90	91.90	68.91
营业利润率(%)	5.67	12.07	7.77
总资本收益率(%)	1.87	1.91	1.69
净资产收益率(%)	2.20	3.29	2.55
长期债务资本化比率(%)	37.27	27.01	25.40
全部债务资本化比率(%)	41.17	42.01	34.16
资产负债率(%)	48.83	51.67	48.43
流动比率(%)	420.40	242.07	265.10
速动比率(%)	74.36	38.83	43.27
经营现金流动负债比(%)	3.51	-8.37	25.75
EBITDA 利息倍数(倍)	1.54	1.79	1.59
全部债务/EBITDA(倍)	8.95	8.23	6.02
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.18	1.70	4.17
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.05	-0.28	1.02
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.29	0.41	0.57

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 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%
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期 (非流动) 负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 2014 海宁市城市发展投资集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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

如海宁市城市发展投资集团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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送海宁市城市发展投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

