跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1085 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将海宁市城市发展投资集团有限公司主体长期信用等级由AA调整至AA^+，评级展望为稳定，并将“14海宁城投债/14海城投”及“15海宁城投MTN001”的信用等级由AA调整至AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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

海宁市城市发展投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 海宁城投债/14 海城投	13 亿元	2014/10/22-2021/10/22	AA^+	AA
15 海宁城投 MTN001	10 亿元	2015/11/24-2020/11/24	AA^+	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.26	22.38	9.49	12.88
资产总额(亿元)	191.68	243.02	255.78	250.33
所有者权益(亿元)	98.82	117.55	121.30	120.47
短期债务(亿元)	7.61	19.87	17.55	22.80
长期债务(亿元)	49.70	63.64	58.28	48.87
全部债务(亿元)	57.31	83.51	75.84	71.67
调整后全部债务(亿元)	57.31	87.45	94.33	89.87
营业收入(亿元)	15.38	12.85	15.27	5.73
利润总额(亿元)	2.20	1.78	0.96	-0.79
EBITDA(亿元)	2.64	2.25	1.45	--
经营性净现金流(亿元)	0.74	-3.47	-4.66	10.22
营业利润率(%)	4.85	5.50	7.42	-16.25
净资产收益率(%)	2.19	1.49	0.76	--
资产负债率(%)	48.44	51.63	52.58	51.88
全部债务资本化比率(%)	36.70	41.53	38.47	37.30
调整后全部债务资本化比率(%)	36.70	42.66	43.75	42.73
流动比率(%)	363.42	360.25	372.65	333.04
全部债务/EBITDA(倍)	21.71	37.20	52.26	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	21.71	38.95	65.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.57	0.45	0.51	--

注：公司 2017 年一季度财务数据未经审计；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分。

分析师

崔俊凯 黄琪融 曹媛

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“海宁城投”或“公司”）作为海宁市重要的基础设施建设主体，主要负责海宁市城市基础设施、保障安置房等项目建设和运营。跟踪期内，海宁市区域经济稳步增长、财政实力持续增强，政府债务负担有所减轻，公司外部发展环境良好；政府在土地出让收益返还及债务置换等方面给予公司持续有力的支持；公司主营业务多元化发展，作为海宁市城区规划范围内唯一的土地整理平台，业务垄断优势明显；商品房及商业地产的占比高，房地产业务向好；燃气及租赁等经营性业务可为公司营业收入提供有利补充。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司未来投资规模较大以及盈利能力仍较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司海宁市中心城区块项目建设完工后，其住宅、办公楼和部分商铺的销售可为公司房地产销售业务收入带来新的增长点；随着公司储备土地的不断出让，其未来收入水平及盈利能力有望得到提升；此外，海宁市政府将通过资产注入、股权划转及定向增发等方式向公司注入优质资产以支持公司的转型发展战略，未来公司资产规模与竞争力有望大幅提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“14海宁城投债/14海城投”及“15海宁城投MTN001”的信用等级由AA调整为AA^+。

优势

1. 跟踪期内，海宁市经济实力和财政实力有所提升，为公司的发展提供了良好的外部环境。
2. 海宁市政府计划将海宁新奥燃气有限公司15%的股权、海宁市城镇有机更新有限公司

30%的股权、海宁市文旅创意产业控股有限公司的股权等优质资产划转至公司。随着上述支持政策的持续落地，公司资产规模与竞争力将得到大幅提升。

3. 2016年，公司共获得政府债务置换金额14.30亿元，地方债务置换有效降低了公司的偿债压力。
4. 公司可出让土地储备资源充足，存货中保障房、商品房及商业地产占比高，未来主营业务向好。

关注

1. 跟踪期内，公司利润总额对政府补助的依赖程度较高，整体盈利能力仍较弱。
2. 公司未来的计划投资规模较大，存在一定的筹资压力。

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

海宁市城市发展投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于海宁市城市发展投资集团有限公司主体长期信用及存续期内的“14 海宁城投债/14 海城投”及“15 海宁城投 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2017 年 3 月底，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（核算中心）、投资发展部、人力资源部、企管内审部及党群工作部（纪检监事室）等 6 个部门；截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共计 12 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 255.78 亿元，所有者权益 121.30 亿元（其中少数股东权益 6.68 亿元）；2016 年公司实现营业收入 15.27 亿元，实现利润总额 0.96 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 250.33 亿元，所有者权益 120.47 亿元（其中少数股东权益 6.02 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.73 亿元，实现利润总额-0.79 亿元。

公司注册地址：海宁市海州路89号建设大楼北楼；法定代表人：汪维。

三、存续期债券概况及募集资金使用概况

公司于 2014 年公开发行 7 年期 13 亿元“14 海宁城投债/14 海城投”，每年付息一次，自债券发行后的第 3 个计息年度起，每年偿还债券本金的 20%，即 2017~2021 年分别偿还债券发行总额的 20%（2.60 亿元）。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 2017 年 3 月底，该债券募集资金已全部按募集说明使用。

表 1　公司“14 海宁城投债/14 海城投”募投项目的建设情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用债券金额	债券资金实际使用情况	截至 2016 年底累计投资额
城南大道南侧安置房一期工程	225724	90000	90000	225724
群利三期安置房工程	110191	40000	40000	110191
合计	**335915**	**130000**	**130000**	**335915**

资料来源：公司提供

公司于 2015 年公开发行“15 海宁城投 MTN001”，募集资金 10 亿元，每年付息一次；募集资金全部用于偿还到期贷款和补充运营资金。截至 2017 年 3 月底，该中期票据募集资金已全部按募集说明使用。

截至本期报告出具之日，上述债券均已按时付息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为

正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，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等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债

务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着融资平台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济和财政实力

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。

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。

根据《2016 年海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，海宁市实现地区生产总值 744.09 亿元，比上年增长 6.4%。其中，第一产业实现增加值 22.53 亿元，增长 3.6%；第二产业实现增加值 394.72 亿元，增长 5.0%，第三产业实现增加值 326.83 亿元，增长 8.4%，第三产业对 GDP 增长贡献率为 55.6%。三次产业结构比优化为 3.0：53.1：43.9，第三产业增加值占 GDP 比重同比提高 1.8 个百分点。

2016 年，海宁市实现工业增加值 341.36 亿元，比上年增长 5.6%。规模以上工业总产值达 1455.98 亿元，增长 3.6%，其中轻工业实现产值 860.36 亿元，增长 1.4%，重工业实现产值 595.61 亿元，增长 7.1%。规模以上工业新产品产值 614.13 亿元，增长 9.5%；出口交货值 367.71 亿元，增长 8.3%，出口交货值占销售产值的比重为 26.1%。

2016 年，海宁市完成固定资产投资 555.43 亿元，比上年增长 8.0%，非国有投资 394.61 亿元，增长 13.1%，占固定资产投资的 71.0%，其中民间投资 346.45 亿元，增长 9.6%，占固定资产投资的 62.4%。固定资产投资中，第一产业投资 7.55 亿元，增长 27.7%；第二产业投资 252.25 亿元，增长 11.0%；第三产业投资 295.62 亿元，增长 5.1%。三次产业投资比重由上年的 1.15：44.16:54.69 调整为 1.36:45.42:53.22。

跟踪期内，海宁市经济形势向好，财政实力快速增长。2016年，海宁市完成一般预算收入72.00亿元，较上年增长4.17%；上级补助收入15.40亿元，较上年下降19.97%；国有土地所有权出让收入较上年增长93.77%，为38.91亿元。2016年，海宁市地方可控财力为142.31亿元，较上年上涨21.53%。

从构成上看，一般预算收入是地方可控财力收入的重要组成部分，2016 年，受海宁市基金收入大幅上升的影响，海宁一般预算收入占地方可控财力比重有所下滑，为 50.59%，较上年下降 8.44 个百分点；2016 年，海宁市实现基金收入 51.89 亿元，占地方可控财力比重为 36.46%，占比较上年上升 14.74 个百分点。

总体看，海宁市财政实力的增强为公司受托代建工程提供了可靠的资金支持，有利于公司各项业务的持续发展，但是，联合资信关注到，海宁市政府性基金收入（主要是国有土地所有权出让收入）占比较大，是海宁市地方财政收入的重要来源，但是易受国家房地产行业宏观调控，存在一定的不确定性。

表 2　2014~2016 年海宁市财政收入数据（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
地方可控财力	**1580536**	**1171046**	**1423119**
一般预算收入	**600260**	**691221**	**720018**
其中：税收收入	583528	643457	659032
非税收收入	16732	47764	60986
上级补助收入	**174658**	**192495**	**154049**
其中：返还性收入	57904	59618	29559
一般性转移支付收入	63766	53370	54512
专项转移支付收入	52988	79507	69978
政府性基金收入	**775916**	**254377**	**518864**
其中：国有土地所有权出让收入	708903	200819	389130
预算外财政专户收入	**29702**	**32953**	**30188**

资料来源：海宁市财政局

注：地方可控财力=一般预算收入+政府性基金收入+上级补助收入+预算外财政专户收入。

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2016年底，海宁市政府全部债务余额98.74亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为69.39%，总体债务水平较2015年下降26.86个百分点，债务负担有所下降。

表3　2016年海宁市地方政府债务（单位：万元）

地方债务（截至2016年底）	金额（万元）	地方财力（2016年）	金额（万元）
（一）直接债务余额	984174	**（一）地方一般预算收入**	720018
1、外国政府贷款		1．税收收入	659032
2、国外金融组织贷款		2．非税收入	60986
（1）世界银行贷款		**（二）转移支付和税收返还收入**	154049
3、国债转贷资金		1．一般性转移支付收入	54512
4、农业综合开发借款		2．专项转移支付收入	69978
5、解决地方金融风险专项借款		3．税收返还收入	29559
6、国内金融机构借款		**（三）国有土地使用权出让收入**	409095
（1）政府直接借款		1．国有土地使用权出让金	389130
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款		2．国有土地收益基金	18690
7、债券融资		3．农业土地开发资金	1275
（1）中央代发地方政府债券	938174	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	46000	**（四）预算外财政专户收入**	30188
8、粮食企业亏损挂账		**（五）其他基金收入**	109769
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
（二）担保债务余额	6529		
1、政府担保的国内金融机构借款	6529		
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			
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	**987439**	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**1423119**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**69.39%**	

资料来源：海宁市财政局

总体来看，跟踪期内，海宁市区域经济稳步增长、财政实力持续增强，地方政府债务负担有所下降。

六、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2017年3月底，公司注册资本为20亿元，海宁市人民政府为其实际控制人。

2. 政府支持

公司作为海宁市重要的基础设施建设主体，持续获得当地政府在资产注入、土地出让返还、政府补助和债务置换等多方面的支持。

资产注入

根据2017年4月3日《海宁市人民政府专题会议纪要（第12期）》，海宁市政府同意将海宁市住房和城乡规划建设局所属企业持有的海宁新奥燃气有限公司15%的股权无偿划转至公司，原则同意由海州公司持有的海宁市城镇有机更新有限公司（以下简称“城镇有机更新”）30%股权无偿划转至公司，同意将城镇有机更新优质资产注入海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“皮城股份”），并通过定向增发

等方式，使公司持有皮革股份一定比例的股权；原则同意将海宁市资产经营有限公司持有的海宁市文旅创意产业控股有限公司（以下简称“文创控股”）股权无偿划转至公司，同时由公司将南关厢一期、二期等资产注入文创控股。

目前，上述资产及股权划转工作正在逐步推进。随着上述支持政策的持续落地，公司资产规模与竞争力将得到大幅提升。

政府补助

根据海财会【2016】81 号文，2016 年，公司获得财政拨款及补助款合计 4.91 亿元，按有关用途将其中 2.50 亿元计入“营业外收入”、2.41 亿元计入“资本公积”。

债务置换

2016年，根据《海财还协2号文》、《海财还协11号文》、《海财还协15号文》及《海财还协38号文》，公司及子公司原向国家开发银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司海宁支行以及中国农业发展银行海宁支行的借款合计14.30亿元，由海宁市人民政府使用政府债券进行置换，债务置换后债权人变更为海宁市财政局，公司与上述银行原债权债务关系相应解除。

跟踪期内，公司获得的政府支持持续且有力。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人代表及董事长变更为汪维；公司新增三名副总经理，分别由徐国强、苏钧辉、陈亮担任。

公司副总经理徐国强，1969年12月生，大学学历，中共党员。历任海宁市卫生局党委委员、副局长，海宁市社会发展建设投资集团有限公司副总经理；2016年12月至今任公司董事、副总经理。

公司副总经理苏钧辉，男，汉族，1981年11月生，本科学历，中共党员。历任海宁市城郊建设投资有限公司总经理助理、副总经理、支部书记，海宁市建筑业管理处副主任，浙江大学国际联和学院（海宁国际校区）项目建设指挥部办公室工程管理部部长；2016年3月至今任公司董事、副总经理。

公司副总经理陈亮，男，汉族，1978年11月生，本科学历，中共党员。历任公司投资发展部部长，海宁市土地开发有限公司总经理；2016年12月至今任公司董事、副总经理。

上述高管人员的变更对公司日常管理及生产经营未产生较大影响。

跟踪期内，公司新增党群工作部（纪检监事室），管理体制等其他方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入构成未发生变化，仍主要来自房地产业务收入、土地整理收入和燃气销售收入；其余业务对公司主营业务收入规模的影响相对较小。

2016 年，受公司土地整理业务收入大幅上升的影响，公司主营业务收入增长至 14.73 亿元，其中租赁业务收入增长较快主要系公司于 2016 年收到部分 2015 年应收租金所致；综合毛利率小幅上升至 8.40%，其中土地整理业务毛利率为负，主要系 2016 年公司的出让土地中包含城镇土地，致使当期土地整理业务成本超出征地拆迁安置包干经费标准所致。2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 5.69 亿元，占 2016 年全年的 38.63%；当期，受公司房地产业务亏损影响，公司毛利率降至-7.94%。

表 4　2015~2017 年 1~3 月公司主营业务情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	70894.67	56.22	10.08	75684.69	51.39	11.76	49088.03	86.32	-10.66

其中：安置房	42533.44	--	5.95	37822.35	--	-10.08	43351.60	--	-10.86
商品房	28361.23	--	16.28	27223.29	--	29.32	5736.43	--	-9.17
商业地产	--	--	--	10639.04	--	44.47	--	--	--
土地整理	28224.58	22.38	0.25	43235.58	29.36	-1.06	--	--	--
燃气销售	22082.91	17.51	-0.21	21158.04	14.37	0.05	6635.99	11.67	-0.29
租赁	488.58	0.39	25.74	2656.71	1.80	83.14	709.52	1.25	100.00
物业管理	3306.21	2.62	70.78	2049.58	1.39	32.34	209.40	0.37	-55.04
客房收入	635.31	0.50	-0.33	545.81	0.37	26.99	108.80	0.19	99.08
其他	478.19	0.38	64.52	1931.92	1.31	46.66	119.01	0.21	29.80
合计	**126110.45**	**100.00**	**7.89**	**147262.33**	**100.00**	**8.40**	**56870.75**	**100.00**	**-7.94**

资料来源：公司提供

土地整理

跟踪期内，公司土地整理业务继续由下属子公司海宁市土地开发有限公司（以下简称“土地开发公司”）负责，土地开发公司主要负责市区规划区范围内征地拆迁工作。该业务收益主要由土地整理收入和土地出让收益构成，分别反映在“营业收入”和“资本公积”科目。

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，截至 2017 年 3 月底，公司根据海宁市人民政府办公室于 2012 年 9 月出具的《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》，将征地拆迁安置包干经费标准设定为 30 万元/亩。根据海政办发[2017]37 号文，海宁市政府决定自 2017 年 4 月 1 日起，市区城市规划控制区内农村拆迁安置包干经费标准调整为 50 万元/亩。

会计核算方面，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整理收入，并同时结转相应的土地整理成本。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，在公司“应付账款”中反映。

2016 年，公司整理土地 384 亩，已出让 715 亩并实现土地整理收益 8.71 亿元，其中土地整理收入 4.32 亿元，土地出让收益 4.39 亿元（其中 1.98 亿元作为补贴收入计入“营业外收入”中）。2017 年 1~3 月，公司未实现土地整理收入。

表 5　2015~2017 年 1 季度公司土地整理与出让情况

（单位：亩、亿元）

年度	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
整理面积	1412.00	384.00	--
整理支出	4.26	1.15	0.48
出让面积	376.00	715.00	43.60
土地整理收益	6.58	8.71	--
其中：土地整理收入	2.82	4.32	--
土地出让收益	3.76	4.39	--

资料来源：公司提供

注：土地整理收益=土地整理收入+土地出让收益

公司目前土地资源充足，未来完成整理和出让后可形成规模较大的土地整理收益。截至2016年底，公司存货中土地整理成本账面价值59.51亿元，2017年全年公司计划对外出让土地656.6亩，预估土地出让单价为450万元/亩，预计形成土地出让收入29.55亿元，公司将获得相应的土地整理收益。但土地实际出让情况受到当地经济景气度及土地出让市场行情等因素的影响。

总体看，公司作为海宁市城市规划控制区中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当地经济景气度及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。

房地产业务

（1）安置房销售

根据《关于明确海宁市城市发展投资集团有限公司和海宁市交通投资集团有限公司的有关意见的通知》（海政发[2008]11号文），海宁市城市规划区范围内安置房区块建设由公司封闭运作；公司建设的安置房，市政府将根据公司运作情况择时批准一定比例（30%左右）的房屋进入市场销售，销售收入用于城市基础设施建设等，其余部分用于安置被拆迁住户。目前，公司下属子公司海宁市旧城改造与开发投资有限公司（以下简称“旧改公司”）和海宁市城郊投资有限公司（以下简称“城郊公司”）作为安置房建设项目的经营实体，旧改公司主要负责海宁市区的旧城改造项目投资及房地产开发建设，城郊公司主要负责海宁城郊结合部的安置房开发建设任务。

公司安置房建设的流程为：首先海宁市政府根据财政、居民等情况进行安置房未来建设规划；其次海宁市政府将建设计划分配到建设主体，建设主体通过招标方式获得安置房建设土地；第三，建设主体进行安置房投资概算及报批、融资等事务；第四，建设销售。

公司安置房业务盈利主要来源于超过需安置面积部分（30%左右）的住宅用房销售及配套建设的商业用房的销售收入，安置房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。

销售模式方面，公司按照海宁市政府的有关规定，以货币补偿或房产权调换的方式对拆迁户进行安置，改建地段或就近地段安置时原面积部分按市场价80%计价，超原面积50%（含）以内部分按市场价85%计价，超原面积50%以上部分按市场价计价。

确认收入模式方面，公司根据安置协议交房给被拆迁户并结算时确认收入，公开销售的房产按项目竣工开具不动产发票时确认收入，会计处理方式为按开票金额计主营业务收入，同时结转成本（即开发成本转入主营业务成本）。

表6　2015~2017年1~3月安置房销售情况

（单位：万平方米、万元）

项目	2015年	2016年	2017年1~3月
安置房开工面积	37.80	15.26	--
安置房竣工面积	22.14	89.14	8.10
安置房销售面积	6.40	11.30	6.71
安置房销售收入	42533.44	37822.75	43357.60

资料来源：公司提供

安置房建设方面，2016年公司安置房新开工15.26万平方米，竣工89.14万平方米。公司当年的安置房主要销售对象为农村拆迁户，售价相对较低，安置房销售业务出现了成本倒挂，公司该板块收入减少至3.78亿元；毛利率下降至-10.08%。2017年1~3月，公司实现安置房销售收入4.34亿元，毛利率为-10.86%。毛利率为负主要系安置房建设成本逐年增加，同时公司安置价格是根据由安置政策确定，导致安置价格低于其建设成本所致。

表 7　截至 2017 年 3 月底公司在建及拟建安置房项目进展及未来投资计划（单位：万元）

项目名称	建设周期	总投资	截至 2017 年 3 月底完成投资情况	剩余投资额	预计投资额		
					2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年
长田区块安置房	2012.09~2018.08	24996	6566	18430	14940	3490	--
民和三期安置房	2013.01~2017.09	41567	39239	2328	2328	--	--
双凤二期安置房	2013.03~2018.12	94348	54752	39596	29010	10586	--
伊桥二期安置房	2013.04~2019.08	102532	70640	31892	10892	16000	5000
农丰安置房	2010.10~2017.06	25170	23770	1400	1400	--	--
荷叶村安置房	2014.07~2017.06	10000	--	10000	3500	6500	--
合计	--	**298613**	**194967**	**103646**	**62070**	**36576**	**5000**

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司主要在建及拟建安置房项目总投资约为29.86亿元，已完成投资19.50亿元，未来仍需投资10.36亿元，存在较大的投资压力。

（2）商品房销售

公司商品房开发业务主要由海宁市房地产开发有限公司和城镇有机更新负责运营，近年开发的主要项目包括华盛嘉苑、华府景苑、海城大楼以及海宁市中心城区块项目（以下简称“老城区改造项目”）。

华盛嘉苑商品房开发项目位于文宗路西侧、丁桥港北侧，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。截至 2017 年 3 月底，该楼盘已销售完毕，累计实现销售收入 3.66 亿元。

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 万元，开发周期 2012 年 10 月至 2015 年 10 月。项目设计建筑面积 183342.3 平方米；截至 2017 年 3 月底，该楼盘已销售 381 套住房，累计实现销售收入 3.89 亿元。

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 2017 年 12 月。项目设计建筑面积 71809.48 平方米。截至 2017 年 3 月底，项目已累计投资 8037.31 万元。

老城区改造项目位于市区工人路南侧、人民路西侧、长埭路北侧，属于海宁市老城区繁华商业核心区，其用地面积为 44033 平方米。项目预计总投资为 37.43 亿元，开发周期 2014 年至 2017 年底。项目设计总建筑面积 255106 平方米，其中地上建筑面积 149979 平方米，地下建筑面积 105127 平方米，同时建设相关配套设施。建设单位为城镇有机更新。截至 2017 年 3 月底，项目已累计投资 32.75 亿元。该项目定位于市中心核心商圈改造升级，预计建成以市民广场为核心的城市商业中心，业态主要包括购物中心、沿街商铺、文化休闲商业街区、住宅、办公楼及酒店等。

2016 年，公司实现商品房销售收入 2.72 亿元，同比下降 4.01%，主要系公司于 2016 年将商业地产销售收入从该板块剥离所致；公司该业务毛利率为 29.32%，较 2015 年上升 13.04 个百分点，主要系 2016 年公司商品房整体销售单价较上年有所提高所致。2017 年 1~3 月，公司实现该板块业务收入 0.57 亿元，毛利率为 -9.17%，毛利率为负主要系 2017 年一季度公司所销售的华府景苑商品房中部分定向销售给拆迁安置户，其售价按安置价格结算所致。

（3）商业地产销售

2016 年，公司新增商业地产销售业务，其

收入主要来自公司安置房项目的配套商铺销售。截至 2017 年 3 月底，公司安置房配套商铺规划可销售面积为 109885.87 平方米，已结转收入面积为 29334.81 平方米。2016 年实现该板块业务收入 1.06 亿元，由于该部分商品均按市场价销售，且建设成本相对较低，故毛利率水平较高，2016 年为 44.47%。

总体看，公司作为海宁市安置房建设主体，房地产销售收入为公司主营业务收入的主要构成部分。此外，老城区改造项目位于海宁市中心核心商圈，商业资源集聚，未来该项目中住宅、办公楼和部分商铺的销售可为公司房地产销售业务收入带来新的增长点，公司主营业务收入有望得到进一步提升。但同时，公司在建房地产项目未来尚需投资规模仍较大，公司将面临一定的投资压力。

基础设施代建

公司基础设施建代建业务实施主体为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”），其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。考虑到所建项目的公益性质，政府将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 年之后无基础设施代建收入。

2016 年，公司基础设施代建业务投入 64373 万元，形成资产主要在“在建工程”中反映，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 2016 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》，2016 年政基础设施项目财政专项补贴专项补贴为 3573 万元，体现在“资本公积”中；基础设施年折旧额财政补助 1905.11 万元，在“营业外收入-政府补助”中体现。截至 2017 年 3 月底，公司主要在建基础设施投资项目合计 4 项，概算总投资 9.60 亿元，截至 2017 年 3 月底已完成投资 7.91 亿元，未来尚需投入资金 1.69 亿元。

表 8　截至 2017 年 3 月底公司在建基础设施项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	建设周期	总投资	截至 2017 年 3 月底完成投资情况	投资计划	
				2017 年 4~12 月	2018 年
鹃湖公园绿化及开发项目一期景观绿化	2013.12~2017.12	47615	47615	--	--
麻泾港滨河绿化	2014.07~2017.12	9018	5541	400	3077
海洲路东延（碧云路至 08 省道）	2014.11~2018.12	19957	11072	6600	2285
西山路西延伸（海宁一中-环西二路）	2015.05~2017.12	19455	14881	3350	1224
合计	--	**96045**	**79109**	**10350**	**6586**

资料来源：公司提供

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.

燃气销售

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。海宁燃气经营模式为自主经营，无政府补贴，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 2016 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。

2016年，公司天然气供气量为10525.93万立方米。2016年，公司实现该板块业务收入2.12亿元，毛利率为0.05%。2017年1~3月，公司实现该板块业务收入6635.99万元，毛利率为-0.29%。

租赁业务

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。

2016年，公司实现租赁业务收入2656.71，同比上升443.75%，主要系公司于2016年收到部分2015年应收租金所致；毛利率为83.14%，较上年增长57.40个百分点，系部分成本已于2015年提前确认所致。2017年1~3月，该板块业务收入为709.52万元，毛利率100.00%。

八、财务分析

公司提供的2016年财务报表已经天健会计师事务（特殊普通合伙）审计，并由审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2017年第一季度财务数据未经审计。

财务报表合并范围变化方面，跟踪期内，公司减少子公司1家，为天平测绘有限责任公司。合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至2016年底，公司合并资产总额255.78亿元，所有者权益121.30亿元（其中少数股东权益6.68亿元）；2016年公司实现营业收入15.27亿元，实现利润总额0.96亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额250.33亿元，所有者权益120.47亿元（其中少数股东权益6.02亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入5.73亿元，实现利润总额-0.79亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至2016年底，公司资产总额255.78亿元，同比增长5.25%；其中流动资产占84.07%，非流动资产占14.28%，公司资产以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产215.04亿元，同比增长3.23%，其主要构成为货币资金（占4.41%）、其他应收款（占5.00%）和存货（占89.69%）。

截至2016年底，公司货币资金9.49亿元，同比下降57.61%，主要为银行存款。

截至2016年底，公司其他应收款为10.74亿元，同比增长18.25%，主要为单位往来款及押金、定金、保证金等。截至2016年底，公司其他应收款前5名合计8.10亿元，占本年其他应收款的74.73%，其他应收账款前5名集中度较高。公司共计提坏账准备1154.13万元。总体看，公司其他应收款占比较高，对资金存在一定的占用。

表9 截至2016年底其他应收款前五名详情

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
海宁市旧区有机更新开发有限公司	36443.14	33.43	往来款
海宁市资产经营公司	15573.70	14.29	往来款
海宁市土地收储中心	13637.79	12.51	往来款
海宁市海州投资开发有限公司	8835.43	8.10	往来款
海宁市盐官景区综合开发有限公司	6558.33	6.02	往来款
合计	**81048.39**	**74.73**	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货192.88亿元，同比增长10.22%，主要为开发成本及开发产

品，分别占比 84.95%及 15.02%；从结构上看，公司存货以保障房（105.06 亿元）、存量土地（59.51 亿元）及商品房和商业地产（27.76 亿元）为主，未来可为公司带来一定的经济效益。跟踪期内，公司未计提存货跌价准备。

截至 2016 年底，公司非流动资产 40.75 亿元，同比上升 17.39%，主要由在建工程（占 60.11%）和固定资产（占 36.02%）构成。

截至 2016 年底，公司固定资产 14.68 亿元，同比下降 2.80%。其中房屋及建筑物占 27.58%，建设市政资产占 69.69%；公司固定资产累计计提折旧 2.87 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程 24.49 亿元，同比增长 35.53%，主要由公司基础设施建设业务中的道路整修项目（21.54 亿元）和城市基础建设工程（2.95 亿元）构成。

受限资产方面，截至 2016 年底，公司受限资产合计 10.56 亿元，大部分为用于抵押的土地使用权，其在公司资产总额中的占比为 4.13%，受限资产规模不大。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 250.33 亿元，较 2016 年底下降 2.13%，主要是受存货及固定资产的减少影响所致。当期，公司资产总额中流动资产占 82.97%，非流动资产占 17.03%。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产为 207.71 亿元，较 2016 年底下降 3.41%；其中，公司其他应收款为 9.46 亿元，较 2016 年底下降 11.97%，主要系公司收回部分往来款所致；公司存货为 185.12 亿元，较 2016 年底下降 4.02%，主要系公司将部分在建项目按预估成本结转至主营业务成本所致。截至 2017 年 3 月底，公司非流动资产为 42.63 亿元，较 2016 年底增长 4.61%，主要表现为在建工程的增加；当期，公司在建工程为 29.01 亿元，较上年增长 18.44%。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，其中以保障房为主的存货占比较高，考虑到公司保障房、商品房及商业地产可带来一定的经济效益，公司整体资产流动性及资产质量尚可。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益121.30亿元，同比增长3.19%。其中实收资本占16.49%、资本公积占70.59%、盈余公积占0.19%、未分配利润占7.22%，少数股东权益占5.51%。截至2016年底，公司资本公积为85.63亿元，同比增长2.85%，主要系根据《海宁市城市发展投资集团有限公司2016年度收到财政拨款的财务处理意见》（海财会[2016]81号），公司及子公司2016年收到的财政拨款、补助款合计4.91亿元，按有关用途将其中2.41亿元计入“资本公积-其他资本公积”。

截至2017年3月底，公司所有者权益120.47亿元，较上年底减少0.69%，主要为未分配利润的减少。

跟踪期内，公司所有者权益结构保持相对稳定；实收资本及资本公积占比高，稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 134.48 亿元，同比上升 7.18%，其中流动负债占 42.91%，非流动负债占 57.09%。

截至 2016 年底，公司流动负债为 57.70 亿元，同比下降 0.21%，主要以预收款项（占 14.71%）、应付账款（占 28.31%）、其他应付款（占 25.38%）和一年内到期的非流动负债（占 21.83%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款为 4.96 亿元，主要为保证借款；公司应付账款为 16.34 亿元，同比下降 16.51%，主要来自应付建设项目工程款的减少；公司预收款项为 8.49 亿元，同比上升 206.22%，主要系预收房款的增加；公司其他应付款为 14.65 亿元，同比下降 2.76%，主要系应付往来款的减少；公司一年内到期的非流动负债 12.60 亿元，均为一年内到期的长期借款。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 76.77 亿元，同比上升 13.50%，其中长期借款占 19.91%，应付债券占 56.01%（主要为 2014 年

10 月 22 日发行 7 年期 13 亿元“14 海宁城投债/14 海城投”，利率 5.58%；2015 年 11 月 24 日发行 5 年期 10 亿元 “15 海宁城投 MTN001”，利率 4.89%；2015 年 12 月 1 日发行 3 年期 5 亿元 “15 海宁城投定向债”，利率 5.20%；2016 年 7 月 5 日发行的 5 年期 10 亿元“16 海宁 01”；2016 年 11 月 18 日发行的 3 年期 5 亿元“16 海宁城投定向债”），长期应付款占 24.08%（主要为政府置换债券转贷 18.49 亿元）。

随着公司融资力度的加大，公司债务规模持续扩张，截至 2016 年底，公司调整后全部债务 94.33 亿元，同比上升 7.86%，其中调整后长期债务占 81.39%，公司债务以长期债务为主。债务指标方面，2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均有所上升，分别为 52.58%、43.75%和 38.76%。跟踪期内，公司债务负担略有加重，仍处于适宜范围。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 129.86 亿元，较 2016 年底下降 3.43%，其中，流动负债占 48.03%，非流动负债占 51.97%，流动负债占比有所增长。截至 2017 年 3 月底，公司预收款项 6.28 亿元，较 2016 年底下降 25.98%，主要系部分预收款项结转至营业收入所致；应付账款为 18.40 亿元，较 2016 年底上升 12.63%，主要来自应付代建工程款的增加；长期借款为 5.87 亿元，较 2016 年底下降 61.61%；公司新增专项应付款 0.43 亿元，其构成主要为财政专项拨款。截至 2017 年 3 月底，受长期借款大幅减少的影响，公司有息债务下滑至 89.87 亿元，较 2016 年底下降 4.73%，其中短期债务 22.80 亿元，调整后长期债务 67.07 亿元。债务指标方面，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均有所下降，分别为 51.88%、42.73%和 35.76%。

整体看，公司债务规模有所上升，以长期债务为主的债务结构符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；公司整体债务负担较轻。

2．盈利能力

2016年，公司实现营业收入15.27亿元，同比上升18.78%，主要系土地整理收入的大幅上涨所致；营业成本为13.67亿元，同比上升17.56%，低于收入的涨幅。受此影响，公司营业利润率上升至7.42%，较2015年上升1.92个百分点。

2016年，公司期间费用为1.09亿元，同比增长20.62%。其中，销售费用、管理费用和财务费用分别为0.15亿元、0.99亿元和-0.05亿元，由于公司借款利息全部资本化，公司财务费用表现为利息收入。期间费用率由2015年的7.06%增长至7.17%。

近年，政府补助是公司主要利润来源之一。2016年，公司获得政府补助2.54亿元，其中公司及下属子公司收到的与收益相关的补贴收入合计2.50亿元。2016年，公司实现利润总额0.96亿元，较2015年下滑46.38%，主要系公司将出售群利小区、北湖嘉园一期、二期等拆迁安置房项目产生的政策性亏损1.59亿元计入“营业外支出”所致。

从盈利指标来看，2016年，公司总资本收益率为0.47%，较2015年下降0.39个百分点，主要系公司净利润下滑的同时调整后全部债务大幅上升所致；公司净资产收益率为0.76%，较上年下滑0.73个百分点。公司盈利能力仍然处在较低水平。

2017年1~3月，公司实现营业收入5.73亿元，占2016年全年的37.56%；同期，公司利润总额为-0.79亿元。2017年1~3月，公司营业利润率为-9.06%。

总体看，跟踪期内，随着公司土地开发收入的增长，公司收入规模稳步增长；利润总额对政府补助的依赖程度较高。公司整体盈利能力弱。

3. 现金流及保障

从经营活动看，2016年，公司经营活动现金流入量为34.81亿元，较2015年上升2.82%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为16.69亿元，较上年变化不大；现金收入比为109.35%，公司收入实现质量较好；公司收到其他与经营活动有关的现金为18.12亿元，主要为收到的与其他公司的往来款13.43亿元、收到的政府补助等财政拨款3.96亿元等。同期，公司经营活动现金流出量为39.48亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金为28.29亿元；支付其他与经营活动有关的现金为9.87亿元，主要为支付与其他单位的往来款6.61亿元、支付的押金及保证金2.58亿元等。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.66亿元。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流入量为4.89亿元，其中，收到其他与投资活动有关的现金4.01亿元，主要为收回的带息往来款。同期，公司投资活动现金流出量为13.53亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为5.67亿元，主要为公司市政基础设施建设的投资支出；支付其他与投资活动有关的现金7.34亿元，主要为非关联方的借款。2016年，公司投资活动产生的现金流净额为-8.64亿元。

从筹资活动看，2016年，受偿还债务支付的现金大幅增加的影响，公司筹资活动产生的现金流量净额减少至3.91亿元，较2015年下降61.59%。公司筹资活动现金流入量为33.38亿元，主要表现为发行债券及向银行借款筹集的资金。同期，公司筹资活动现金流出为29.47亿元；其中，偿还债务支付的现金为22.78亿元，较2015年上升216.02%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金4.22亿元，较2015年变动不大。

2017年1~3月，公司经营活动现金流量净额为10.22亿元，其中经营活动产生的现金流入量为15.44亿元，公司经营活动产生的现金流出量为5.22亿元。2017年1~3月，公司投资活动现金净流出为2.23亿元，主要为支付其他与投资活动有关的的现金。2017年1~3月，公司筹资活动现金流入为0.25亿元，为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出4.84亿元，其中偿还债务支付的现金4.41亿元；筹资活动现金流量净额为-4.59亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流仍表现为净流出，未来随着房地产项目、土地整理项目以及基础设施建设项目投资力度的加大，公司将存在较大的外部融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016年，受存货大幅上升的影响，公司流动比率有所上升、速动比率有所下降，分别为372.65%和38.40%；2017年3月底分别为333.04%和36.22%。同期，公司经营现金流动负债比为-8.08%，指标显示公司经营活动净现金流对其流动负债无保护能力。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 1.45 亿元，调整后全部债务/EBITDA 为 65.00 倍，指标反映公司 EBITDA 对调整后全部债务的保障能力交托，但考虑到公司债务期限结构、海宁市政府对公司在债务置换及土地出让收益方面的支持以及公司未来房地产销售业务带来的现金流入，未来公司对调整后全部债务的保障能力有望增强。

截至 2017 年 3 月底，公司及其子公司对外担保金额 24.50 亿元，担保比率 20.34%，担保比率较高。目前被担保企业（单位）经营正常，公司或有负债风险可控。

表 10　截至 2017 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保类型（贷款、债券等）	担保方式（信用担保/抵质押担保）	起止时间
海宁沪鼎安置房项目管理有限公司	40000.00	信托	保证担保	2014.12.10-2017.8.1
	19242.00	信托	抵质押担保	2014.12.10-2017.8.1
	20758.00	信托	抵质押担保	2014.12.10-2017.8.1

海宁市实业投资集团有限公司	5000.00	贷款	保证担保	2016.1.28-2018.1.28
海宁连杭发展集团有限公司	110000.00	贷款	保证担保	2016.3.17-2032.3.16
海宁市旧区有机更新开发有限公司	10000.00	贷款	保证担保	2016.12.12-2034.9.19
	20000.00	贷款	保证担保	2017.1.4-2034.9.19
	5000.00	贷款	保证担保	2017.1.25-2034.9.19
	15000.00	贷款	保证担保	2017.2.14-2033.12.20
合计	**245000.00**	--	--	--

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2017年3月底，公司共获各家银行授信额度人民币39.41亿元，尚未使用额度27.57亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 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，截至2017年6月20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。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及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较强。

九、存续债券偿付能力分析

基于“14 海宁城投债/14 海城投”所设有的提前偿付本金条款（本期公司债券存续期的第3年至第7年，每年按债券发行总额的20%偿还本金，即第3年至第7年每年需偿还2.60亿元），以本报告出具时间为截点，公司未来一年内需偿付的于公开市场发行债券的本金总额为2.60亿元。截至2017年3月底，公司现金类资产为12.88亿元，为上述需偿付本金额度（2.60亿元）的4.95倍。2016年，公司经营活动现金流入量为34.81亿元，为上述需偿付本金额度（2.60亿元）的13.39倍。公司现金类资产及经营活动现金流入量对未来一年内需偿付的债券本金总额保障能力强。

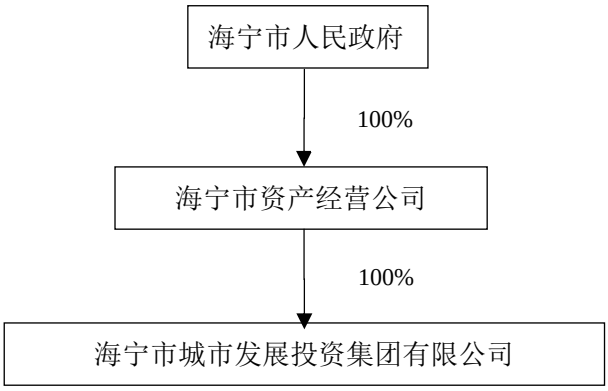
考虑到“15 海宁城投 MTN001”将于2020年到期一次性兑付，公司于2020年在公开市场需偿付本金额度达到最高，为12.60亿元。2016年，公司EBITDA为1.45亿元，为上述最高偿付额度（12.60亿元）的0.12倍；经营活动现金流入量以及经营活动现金流入净额分别为上述最高偿付额度（12.60亿元）的2.76倍及-0.37倍。公司现金流入量对未来单年最高偿付额度的保障程度尚可。

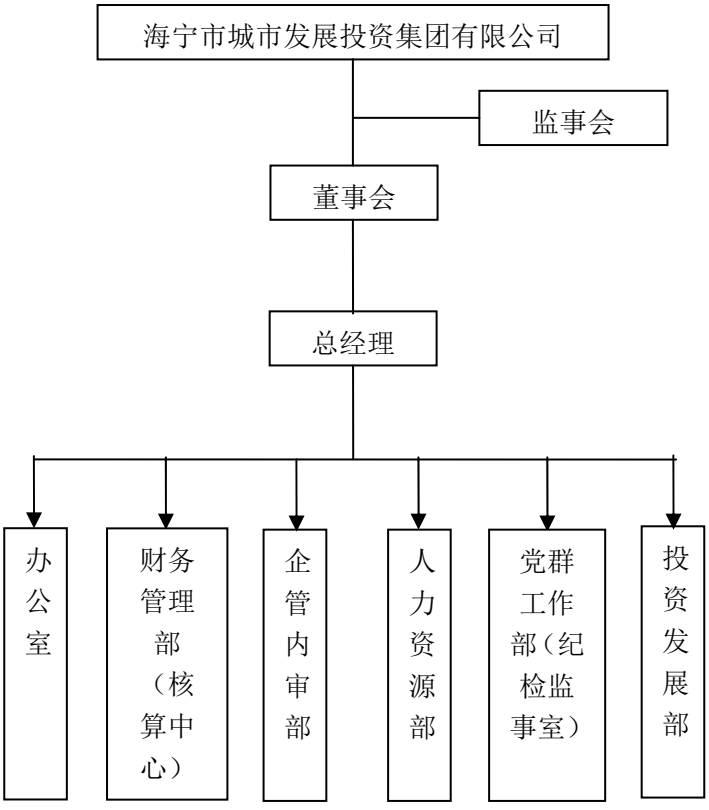
总体看，公司现金类资产及经营活动现金流入量对未来一年内需偿付的本金额度的保障能力强，经营活动现金流入量对未来单年最高额度的保障能力尚可。

十、结论

综合以上，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“14 海宁城投债/14 海城投”及“15 海宁城投 MTN001”的信用等级由AA调整为AA^+。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.26	22.38	9.49	12.88
资产总额(亿元)	191.68	243.02	255.78	250.33
所有者权益(亿元)	98.82	117.55	121.30	120.47
短期债务(亿元)	7.61	19.87	17.55	22.80
长期债务(亿元)	49.70	63.64	58.28	48.87
调整后长期债务(亿元)	49.70	67.58	76.77	67.07
全部债务(亿元)	57.31	83.51	75.84	71.67
调整后全部债务(亿元)	57.31	87.45	94.33	89.87
营业收入(亿元)	15.38	12.85	15.27	5.73
利润总额(亿元)	2.20	1.78	0.96	-0.79
EBITDA(亿元)	2.64	2.25	1.45	--
经营性净现金流(亿元)	0.74	-3.47	-4.66	10.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.92	9.75	20.91	--
存货周转次数(次)	0.12	0.08	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	101.44	129.74	109.35	329.68
营业利润率(%)	4.85	5.50	7.42	-9.06
总资本收益率(%)	1.39	0.86	0.47	--
净资产收益率(%)	2.19	1.49	0.76	--
长期债务资本化比率(%)	33.46	35.12	32.45	28.86
调整后长期债务资本化比率(%)	33.46	36.50	38.76	35.76
全部债务资本化比率(%)	36.70	41.53	38.47	37.30
调整后全部债务资本化比率(%)	36.70	42.66	43.75	42.73
资产负债率(%)	48.44	51.63	52.58	51.88
流动比率(%)	363.42	360.25	372.65	333.04
速动比率(%)	66.77	57.62	38.40	36.22
经营现金流动负债比(%)	1.70	-6.01	-8.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.57	0.45	0.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.71	37.20	52.26	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	21.71	38.95	65.00	--

注：公司 2017 年一季度财务数据未经审计；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分。

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

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 4-1　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 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　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。