信用等级公告

联合[2018] 1252 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^+，维持“14 海宁城投债/PR 海城投”及“15 海宁城投 MTN001”债券信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

海宁市城市发展投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 海宁城投债/PR 海城投	10.4 亿元	2021/10/22	AA+	AA+
15 海宁城投 MTN001	10 亿元	2020/11/24	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.38	9.49	20.75	32.05
资产总额(亿元)	243.02	255.78	274.55	285.51
所有者权益(亿元)	117.55	121.30	133.48	140.11
短期债务(亿元)	19.87	17.55	13.59	13.59
长期债务(亿元)	67.58	76.77	81.14	80.78
全部债务(亿元)	87.45	94.33	94.73	94.37
营业收入(亿元)	12.85	15.27	29.40	8.98
利润总额(亿元)	1.78	0.96	1.34	0.50
EBITDA(亿元)	2.25	1.45	2.09	--
经营性净现金流(亿元)	-3.47	-4.66	25.20	8.88
营业利润率(%)	5.50	7.42	3.17	10.97
净资产收益率(%)	1.49	0.76	0.99	--
资产负债率(%)	51.63	52.58	51.38	50.93
全部债务资本化比率(%)	42.66	43.75	41.51	40.25
流动比率(%)	360.25	372.65	368.32	359.10
全部债务/EBITDA(倍)	38.95	65.00	45.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.42	0.33	0.48	--

注：1. 其他流动负债中的有息债务纳入短期债务；2. 长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算；3. 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

文 中　马 颖　黄琪融　崔俊凯
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，公司外部发展环境良好；政府在股权划转、资产注入、财政拨款及政府补助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，房地产业务发展良好；燃气销售及租赁等经营性业务可为公司营业收入提供有益补充。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、利润总额对财政补贴依赖性较强以及盈利能力较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司储备土地的不断出让，商品房及商业地产的陆续销售，公司收入水平及盈利能力有望得到持续提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“14海宁城投债/PR海城投”及“15海宁城投MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 海宁市经济稳步发展，为公司提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司作为海宁市重要的基础设施建设主体，在股权划转、资产注入、财政拨款及政府补助等方面获得海宁市政府的有力支持。
3. 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，主营业务发展前景良好。

4. 跟踪期内，公司房地产销售情况良好，经营活动现金大量净流入，现金类资产充足。

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，整体盈利能力较弱。
2. 公司安置房及基础设施建设等业务板块未来投资规模较大，存在一定筹资压力。

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（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内的“14海宁城投债/PR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

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，经营范围新增股权投资业务及减少土地收储业务；其中新增股权投资业务系为增强公司盈利能力，在海宁市政府支持下，公司与海宁中国皮革城投资有限公司等企业共同成立弄潮基金，基金主要投向海宁市内拟上市的优质企业；减少土地收储业务系因公司无土地收储职能而调整经营范围。

截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为20亿元，海宁市资产经营公司为公司唯一股东，海宁市人民政府为公司实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额274.55亿元，所有者权益133.48亿元（其中少数股东权益1.27亿元）；2017年，公司实现营业收入29.40亿元，利润总额1.34亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额285.51亿元，所有者权益140.11亿元（其中少数股东权益1.27亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入8.98亿元，利润总额0.50亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市海州路89号；法定代表人：汪维。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评债券尚需偿还余额总计20.40亿元，存续债券情况见表1。跟踪期内公司均已按时还本付息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
14 海宁城投债/PR 海城投	10.4 亿元	2021/10/22	5.58%
15 海宁城投 MTN001	10 亿元	2020/11/24	4.89%

资料来源：联合资信整理

公司存续债券“14海宁城投债/PR海城投”于2014年10月发行，发行规模为13亿元，期限为7年，采用固定利率，按年付息，分期还本。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2018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。

公司存续债券“15海宁城投MTN001”于2015年11月发行，发行规模为10亿元，发行期限为5年，采用固定利率，按年付息，到期还本。募集资金全部用于偿还到期贷款和补充运营资金，截至2018年3月底，募集资金已按约定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

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

形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，中国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

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

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

居民消费维持较快增长态势。2017年，中国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，中国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

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

主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业与区域经济

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要

依靠企业自身经营能力偿还。

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

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

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

2. 区域经济环境

公司作为海宁市重要的基础设施建设主体，主要负责海宁市城市基础设施、保障安置房等项目建设和运营，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

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

2017年，海宁市实现规模以上工业增加值317.98亿元，比上年增长10.7%。

2017年，海宁市完成固定资产投资591.05亿元，比上年增长11.0%，其中，第一产业投资1.97亿元，下降19.6%；第二产业投资278.31亿元，增长10.3%；第三产业投资310.77亿元，增长11.9%。

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

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

六、基础素质分析

公司业务定位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、保障安置房等项目的建设和运营，在区域建设中发挥了重要作用。

跟踪期内，公司获得海宁市政府在股权划转、资产注入、财政拨款及政府补助等方面的支持。其中，海宁市财政局将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，公司按照划拨时享有的净资产份额增加资本公积6.00亿元，将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”）100%股权、海宁市文旅开发投资有限公司（以下简称“文旅开发”）100%股权无偿划转至公司，公司将其纳入合并范围；海宁市政府将价值约1.04亿元的人才公寓、直管公房等资产无偿划拨至公司，公司计入“资本公积”；公司2017年获得财政拨款、补助款合计11.80亿元，按有关用途将其中2.25亿元计入“资本公积”、9.55亿元计入“其他收益”，其中9.55亿元的“其他收益”主要用于弥补公司群利小区、北湖嘉园一期、二期等拆迁安置房项目产生的政策性亏损。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G99330481001448009），截至2018年5月29日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司经营范围新增股权投资业务及减少土地收储业务，公司章程相应变更；公司修订了财务管理制度、融资管理办法、对外担保管理办法等制度，管理制度进一步完善，内部控制不断强化。

八、经营分析

1. 经营概况

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。

2017 年，由于公司房地产业务收入大幅增长，公司主营业务收入增加 14.46 亿元至 29.19 亿元，其中安置房、商品房、商业地产销售收入均实现快速增长，主要系跟踪期内月亮湾、江南世家、人民花苑三个安置房（内含配套建设的商品房）以及工人路商业中心交付确认收入所致。

跟踪期内，公司毛利率小幅下降 4.57 个百分点至 3.83%，主要系商品房及商业地产毛利率明显下降所致。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 8.85 亿元，占 2017 年全年的 30.31%；当期，受公司房地产业务及土地整理毛利率提高影响，公司综合毛利率上升至 10.24%。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	75684.69	51.39	11.76	199273.03	68.28	3.54	62524.93	70.68	7.55
其中：安置房	37822.35	--	-10.08	87871.17	--	-3.30	12363.36	--	-43.66
商品房	27223.29	--	29.32	94365.31	--	10.10	23721.64	--	14.10
商业地产	10639.04	--	44.47	17036.55	--	2.45	26439.92	--	25.63
土地整理	43235.58	29.36	-1.06	52357.47	17.94	0.51	13283.10	15.02	42.49
燃气销售	21158.04	14.37	0.05	31150.32	10.67	0.55	10071.87	11.39	0.39
租赁	2656.71	1.80	83.14	3569.26	1.22	44.06	2018.96	2.28	19.57
物业管理	2049.58	1.39	32.34	2433.72	0.83	11.31	270.04	0.31	-146.16
客房收入	545.81	0.37	26.99	518.95	0.18	25.80	141.11	0.16	99.44
其他	1931.92	1.31	46.66	2562.41	0.88	66.22	151.37	0.17	-984.89
合计	**147262.33**	**100.00**	**8.40**	**291865.17**	**100.00**	**3.83**	**88461.39**	**100.00**	**10.24**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

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范围内征地拆迁工作及前期土地整理工作。

业务模式方面，海宁市土地收储中心与土地开发公司签订《海宁市市区一级土地开发项目委托协议》，委托其对海宁市城市规划控制区 55 平方公里（扣除经济开发区、马桥街道）进行土地一级开发，总体规划，分片实施，分片开发，具体内容为对上述范围内的土地征收、拆迁、安置、三通一平工程建设工作。土地开发公司根据项目进度滚动分次开发，投入资金对土地进行前期整理，土地整理完成后，土地开发公司将土地交给收储中心收储并进行出让。待收储土地出让或行政划拨后，海宁市财政局支付土地开发公司土地整理包干费用（即土地整理收入），一般而言，土地出让后的 3~6 个月内可以结清。财综【2016】4 号文后，土地开发公司新投入的土地一级开发业务遵循

财综【2016】4 号文的要求签订协议，在结算方式上不与土地出让金挂钩，明确按协议金额支付报酬，按照约定包干经费标准支付土地开发公司相关土地整理费用。

土地整理包干费用（即土地整理收入）方面，根据 2012 年 9 月海宁市人民政府办公室《关于提高土地拆迁安置包干经费缴纳标准相关事宜的备忘录》，征地拆迁安置包干经费标准为每亩 30 万元。根据海政办发【2017】37 号文，海宁市政府决定自 2017 年 4 月 1 日起，市区城市规划控制区内农村拆迁安置包干经费标准调整为 50 万元/亩。

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

表 4　公司土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

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

资料来源：公司提供

公司目前土地资源充足，未来完成整理和出让后可形成一定的土地整理收入。截至 2017 年底，公司存货中土地整理成本账面价值 57.46 亿元，2018 年全年公司计划对外出让土地 714 亩，预估土地出让单价为 500 万元/亩，预计形成土地出让收入 35.70 亿元，公司将获得相应的土地整理收入。但土地实际出让情况容易受到当地经济景气度及土地出让市场行情等因素的影响。

总体看，公司作为海宁市城市规划控制区范围（扣除经济开发区、马桥街道）内唯一土地开发整理业务主体，业务垄断性突出。公司土地整理业务持续性强，未来随着储备土地的逐步出让，公司将会产生一定的土地整理收入。但同时联合资信也关注到，公司土地出让情况受当地房地产市场以及政策环境影响较大，公司土地整理收入可能出现一定波动。

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建设由公司负责；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建设投资开发有限公司（以下简称“旧改公司”）和海宁市城郊建设投资有限公司（以下简称“城郊公司”）作为安置房建设项目的经营实体，旧改公司主要负责海宁市区的旧城改造项目投资及房地产开发建设，城郊公司主要负责海宁城郊结合部的安置房开发建设任务。

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

收入确认方面，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。

表 5　公司安置房销售情况（单位：万平方米、万元）

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

资料来源：公司提供

安置房建设方面，2017年公司安置房新开工15.52万平方米，竣工25.50万平方米。由于跟踪期内月亮湾、江南世家、人民花苑三个安置房交付实现销售，公司该板块销售收入增加至8.79亿元；毛利率为-3.30%。2018年1~3月，公司实现安置房销售收入1.24亿元，毛利率为-43.66%。公司该业务毛利率为负主要系安置房建设成本逐年增加，而安置价格是根据安置政策确定，导致安置价格低于其建设成本所致。政府通常会对公司安置房业务的亏损进行补贴，2017年公司获得财政补助9.55亿元（公司计入“其他收益”），主要用于弥补公司群利小区、北湖嘉园一期、二期等拆迁安置房项目产生的政策性亏损。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司在建安置房项目进展及未来投资计划（单位：万元）

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

资料来源：公司提供

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

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

总体看，公司主要在建及拟建安置房项目投资规模大，公司存在较大的筹资压力。

商品房销售

公司商品房开发业务主要由海宁市房地产开发有限公司（以下简称“房地产开发公司”）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、海城大楼等。

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

华府景苑商品房项目位于市区塘南路南侧、碧云路西侧，项目概算 80000 万元，开发周期为 2012~2015 年，设计建筑面积 183342.3 平方米；截至 2018 年 3 月底，该楼盘已销售 642 套住房，累计实现销售收入 5.88 亿元；剩余住房 356 套，预计可实现销售收入 4 亿元。

海城大楼项目位于海宁大道东侧、洛塘河南侧，项目概算 46500 万元，开发周期为 2013~2017 年，设计建筑面积 71809.48 平方米。2017 年 5 月，公司采取股权转让方式盘活了海城大楼项目，即以海城大楼房产实物组建成立孙公司，并以公开竞价方式转让其全部股权，待社会资本方完成部分投资后，向其购买海城大楼部分房产。

荷园项目位于海宁大道北侧、康乐路东侧，项目概算 12500 万元，开发周期为 2016~2018 年，设计建筑面积 71809.48 平方米。截至 2018

年 3 月底，已完成投资 6410 万元。

2017 年，公司实现商品房销售收入 9.44 亿元，同比大幅增长 246.63%，主要系华府景苑商品房项目及安置房配套建设的商品房销售情况较好所致；毛利率为 10.10%，较 2016 年下降 19.22 个百分点，主要系商品房销售单价变动不大而建设成本明显上升所致。2018 年 1~3 月，公司该业务板块实现收入 2.37 亿元，毛利率为 14.10%。

截至 2018 年 3 月底，公司在建商品房项目主要为荷园项目，无拟建商品房项目，公司商品房业务板块未来投资规模不大，对外融资压力较小。

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

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

总体看，跟踪期内受部分安置房及商品房项目销售情况较好影响，公司房地产业务收入占比进一步提升，毛利率则因安置房及商品房建设成本上升而有所下降。公司在建及拟建房地产项目未来尚需投资规模较大，公司面临较大的筹资压力。

基础设施建设

公司基础设施建设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。此外，海宁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 年之后无基础设施建设业务收入。

2017 年，公司基础设施建设业务投入 58663.06 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 2017 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》，2017 年市政基础设施项目财政专项补贴为 5000 万元（含市政基础设施年折旧额财政补助 1905.11 万元），体现在“其他收益”中。截至 2018 年 3 月底，公司在建基础设施投资项目共计 16 个，总投资 10.21 亿元，截至 2018 年 3 月底已完成投资 6.27 亿元，未来尚需投入资金 3.94 亿元。

表 7　截至 2018 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 2018 年 3 月底已投资	投资计划	
				2018 年	2019 年
麻泾港滨河绿化	2014.7~2019.12	9018.00	6141.00	300.00	2577.00
海洲路东延（碧云路至 08 省道）	2014.11~2018.12	19957.00	19272.00	685.00	--
西山路西延伸（海宁一中-环西二路）	2015.5~2018.12	19455.00	15551.00	3904.00	--
平阳路（农丰路-海昌路，智丰路-文苑路）	2017.11~2018.12	10138.00	2360.00	7778.00	--

项目名称	建设周期	总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	投资计划	
				2018 年	2019 年
农丰路（江南大道-长丰路）	2017.12~2018.12	4567.00	535.00	4032.00	--
管径港路（联合路-民和小区）工程	2017.8~2018.12	3770.00	2535.00	1235.00	--
竦秀路（曹家河东侧道路-康乐路）工程	2017.9~2018.12	3321.00	1600.00	1721.00	--
长丰路南地块区间道路	2017.9~2018.8	3215.00	1550.00	1665.00	--
长丰路（九虎路-农丰路）	2017.7~2018.8	2940.00	1380.00	1560.00	--
九虎路（长丰路-平阳路）	2017.7~2018.9	1948.00	360.00	1588.00	--
洛塘河南侧道路（广顺路—海涛路）工程	2017.8~2018.10	2632.00	1880.00	752.00	--
九虎路（塘南路-南苑路）工程	2017.10~2018.8	1990.00	1245.00	745.00	--
康乐路（塘南路—竦秀路）工程	2017.9~2018.5	1483.00	1100.00	383.00	--
洛塘河新开河段北侧（文苑路-农丰路）景观绿化工程	2017.11~2018.12	10000.00	4210.00	5790.00	--
江南世家东侧绿地工程	2017.11~2018.12	5800.00	2320.00	3480.00	--
鹃湖湖心岛工程	2017.6~2018.6	1878.00	697.00	1181.00	--
合计	--	**102112.00**	**62736.00**	**36799.00**	**2577.00**

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。

公司下属子公司海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“海宁燃气”）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 2018 年 3 月底，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。

2017 年，公司天然气供气量为 15831.36 万立方米，同比增长 50.40%，受此影响，跟踪期内公司燃气销售收入快速增加至 3.12 亿元，毛利率为 0.55%。2018 年 1~3 月，公司燃气销售收入为 10071.87 万元，毛利率为 0.39%。

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、会务服务等业务，截至 2017 年底，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。

2017 年，公司租赁业务收入为 3569.26 万元，同比增长 34.35%，主要系同一控制下企业合并社发集团导致租赁面积扩大所致；毛利率为 44.06%，较上年下降 39.08%。2018 年 1~3 月，公司租赁业务收入为 2018.96 万元，占 2017 年全年水平的 56.57%，毛利率 19.57%。

其他业务

公司其他业务包括基础设施代建业务、代收代缴水电费等。2017 年，公司其他业务收入合计 2562.41 万元，同比增长 32.64%，主要系同一控制下企业合并社发集团所致。同期，公司其他业务板块毛利率为 66.22%。总体来看，公司其他业务板块总体收入规模小、业务种类多，对公司整体收入形成有益补充。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度合并财务报表，天健会计师事务（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 14 家，较 2016 年底合并范围新增 3 家子公司，其中公司控股股东海宁资产将其持有的社发集团（合并日资产总额 12.59 亿元，负债总额 3.93 亿元）100%股权、海宁市文旅开发投资有限公司（合并日资产总额 0.05 亿元，负债总额 0.02 亿元）100%股权无偿划拨给公司，另外，公司 2017 年新设立海宁鹃湖景区投资管理有限公司，上述子公司具有一定的资产、负债规模，公司财务数据可比性一般。

截至 2017 年底，公司资产总额 274.55 亿元，所有者权益 133.48 亿元（其中少数股东权益 1.27 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 29.40 亿元，利润总额 1.34 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 285.51 亿元，所有者权益 140.11 亿元（其中少数股东权益 1.27 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.98 亿元，利润总额 0.50 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 274.55 亿元，同比增长 7.34%，其中流动资产占 80.04%，公司资产仍以流动资产为主。

燃气销售

表 8　2016~2017 年及 2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**215.04**	**84.07**	**219.76**	**80.04**	**231.09**	**80.94**
货币资金	9.49	3.71	20.74	7.55	32.05	11.23
其他应收款	10.74	4.20	23.49	8.55	27.72	9.71
存货	192.88	75.41	173.74	63.28	171.00	59.89
非流动资产	**40.75**	**15.93**	**54.79**	**19.96**	**54.42**	**19.06**
固定资产	14.68	5.74	26.47	9.64	25.90	9.07
在建工程	24.49	9.58	19.23	7.00	20.73	7.26
资产合计	**255.78**	**100.00**	**274.55**	**100.00**	**285.51**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017 年底，公司流动资产 219.76 亿元，同比增长 2.20%。流动资产中，货币资金 20.74 亿元，同比增长 118.63%，主要系公司房地产销售回款及往来款大幅流入所致，其中银行存款占 99.98%，受限货币资金 21.00 万元，全部为保证金；其他应收款 23.49 亿元，同比增长 118.60%，主要系往来款大幅增加所致，前 5 名欠款单位合计占 83.18%，集中度高，其他应收款多为与海宁市政府单位或平台公司的往来款，回款风险较低，但对公司资金形成占用；存货 173.74 亿元，同比下降 9.92%，主要系存货中的保障安置房因销售而结转所致，主要包括开发成本 91.74 亿元（其中保障安置房 27.86 亿元、土地整理 57.46 亿元）、开发产品 81.98 亿元（其中保障安置房 51.07 亿元，商品房、商业地产 30.91 亿元）等；存货中受限资产 6.82 亿元，占存货的 3.92%。

2017 年底，公司非流动资产 54.79 亿元，同比增长 34.46%。非流动资产中，在建工程 19.23 亿元，同比下降 21.50%，主要系道路整修项目和城市基础建设工程完工转入固定资产所致，其中道路整修项目 18.50 亿元、城市基础建设工程 0.69 亿元；固定资产 26.47 亿元，同比增长 80.39%，其中房屋及建筑物 7.00 亿元、建设市政资产 19.10 亿元；投资性房地产及其他非流动资产明显增长，主要系同一控制下企业合并社发集团所致。

2017 年底，公司受限资产账面价值总计 10.53 亿元，占净资产的 7.89%。其中存货、投资性房地产、固定资产和在建工程中受限资产

分别为 6.82 亿元、0.20 亿元、1.66 亿元和 1.84 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额 285.51 亿元，较上年底增长 3.99%；其中流动资产占 80.94%，流动资产占比较上年底略有提高；其中货币资金 32.05 亿元，较上年底增长 54.51%。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，其中以保障安置房为主的存货占比高，资产中已完工基础设施建设业务项目投入占比大；考虑到公司保障安置房、商品房及商业地产可带来一定的经济效益，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 133.48 亿元，同比增长 10.04%，主要系海宁市政府资产注入及财政拨款、补助款导致公司资本公积增加所致；所有者权益主要由实收资本（占 15.13%）、资本公积（占 77.43%）和未分配利润（占 7.27%）构成。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 140.11 亿元，较上年底增长 4.97%；所有者权益构成较上年底变动不大。

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，以实收资本和资本公积为主，权益结构整体稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 141.07 亿元，同比增长 4.90%，其中流动负债占 42.29%，非流动负债占 57.71%，公司负债结构较上年底变动小。

2017 年底，公司流动负债 59.67 亿元，同比增长 3.40%，以应付账款（占 19.55%）、预收款项（占 18.10%）和其他应付款（占 37.25%）为主。其中，应付账款 11.67 亿元，同比下降 28.59%，主要系应付建设项目工程款减少所致；预收款项 10.80 亿元，同比增长 27.27%，主要系预收房款增加所致；其他应付款 22.22 亿元，主要包括单位往来款（占 65.74%）和暂收款（占 24.06%），同比增长 51.72%，主要系往来款增加以及同一控制下企业合并社发集团所致；新增其他流动负债 7.00 亿元，为公司 2017 年 5 月 8 日发行的“17 海宁城投 CP001”，已纳入有息债务核算。

2017 年底，公司非流动负债 81.41 亿元，同比增长 6.03%，主要由长期借款（占 15.31%）、应付债券（占 61.65%）和长期应付款（占 22.71%）构成。其中，长期借款 12.46 亿元，同比下降 18.46%；应付债券 50.18 亿元，同比增长 16.71%，主要系公司 2017 年 5 月 4 日非公开发行 5 年期 10 亿元“17 海宁 01”所致；长期应付款 18.49 亿元，与上年底持平，全部为政府置换债券转贷，已纳入有息债务核算。

从有息债务看，2017 年底，公司全部债务 94.73 亿元，较上年底略有增加；其中，短期债务占比较 2016 年底下降 4.26 个百分点至 14.35%。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.38%、41.51%和 37.81%，较 2016 年底分别下降 1.19 个、2.23 个和 0.95 个百分点。从 2017 年底存量债务来看，未来几年公司需偿付的债务规模比较平均，不存在集中偿付的情况。

表 9　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	17.55	13.59	13.59
长期债务	76.77	81.14	80.78
全部债务	94.33	94.73	94.37
资产负债率	52.58	51.38	50.93
全部债务资本化比率	43.75	41.51	40.25
长期债务资本化比率	38.76	37.81	36.57

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2018 年 3 月底，公司负债总额 145.40 亿元，较上年底增长 4.90%，其中，流动负债占 44.26%，流动负债占比有所提高，主要系公司应付账款和其他应付款增加所致。2018 年 3 月底，公司全部债务较上年底略有下降，为 94.37 亿元，其中短期债务 13.59 亿元，长期债务 80.78 亿元。债务指标方面，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均略有下降，分别为 50.93%、40.25%和 36.57%。

跟踪期内，公司负债规模小幅增长，负债结构仍以非流动负债为主，有息债务规模变动不大，短期债务减少，整体债务负担处于适中水平。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 29.40 亿元，同比增长 92.58%，增量主要来自房地产业务；同期，营业成本 28.12 亿元，同比增长 105.79%；受此影响，营业利润率下降 4.25 个百分点至 3.17%。

公司期间费用以管理费用和销售费用为主。2017 年，公司期间费用 1.61 亿元，期间费用占营业收入的比例为 5.48%，较上年下降 1.69 个百分点。总体看，公司期间费用控制较好。

2017 年，公司获得政府补助 9.64 亿元，其中补贴收入合计 9.63 亿元，公司计入“其他收益”科目；海洲街道办事处财政补贴等 82.38 万元，公司计入“营业外收入”科目。

表 10　公司盈利能力情况（单位：万元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	152655.52	293981.57
其他收益	--	96267.99
营业外收入（政府补助）	25428.75	82.38
营业外支出	16062.19	75126.34
利润总额	9560.48	13366.88
营业利润率	7.42	3.17
总资本收益率	2.49	2.50
净资产收益率	0.76	0.99

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017 年，公司营业外支出 7.51 亿元，主要为公司群利小区、北湖嘉园一期、二期等拆迁安置房项目产生的政策性亏损。

2017 年，公司实现利润总额 1.34 亿元，同比增长 39.81%，主要系公司政府补助增加所致。

从主要盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.50%和 0.99%，分别较上年提高 0.01 和 0.22 个百分点。公司整体盈利能力仍处于较低水平。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.98 亿元，占 2017 年全年的 30.53%；同期，公司利润总额为 0.50 亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司房地产业务收入的高速增长，公司收入规模大幅增长；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。

5. 现金流分析

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入量为 82.47 亿元；其中，销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长 94.91%至 32.54 亿元，主要系房地产销售情况较好所致；收到其他与经营活动有关的现金为 49.93 亿元，主要包括往来款 30.65 亿元、政府补助等财政拨款 11.98 亿元。公司经营活动现金流出量 57.27 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 31.07 亿元，主要包括往来款 23.35 亿元、押金及保证金 3.71 亿元。2017 年，公司经营性净现金流呈现净流入，为 25.20 亿元。2017 年，公司现金收入比为 110.67%，收入实现质量较好。

表 11　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	34.81	82.47
经营活动现金流出	39.48	57.27
经营活动净现金流	-4.66	25.20
现金收入比	109.35	110.67
投资活动净现金流	-8.64	-1.13
筹资活动净现金流	3.91	-15.44

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入量为 20.43 亿元；其中，收回投资收到的现金 15.94 亿元，主要为收回理财产品本金和收益；收到其他与投资活动有关的现金 3.72 亿元，主要为收回单位间往来款。同期，公司投资活动现金流出量 21.55 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 5.45 亿元，主要为公司市政基础设施建设投资支出；投资支付的现金 15.97 亿元，主要为购买理财产品支出。2017 年，公司投资活动现金流量净额为 -1.13 亿元。

从筹资活动看，2017 年，公司支付其他与

筹资活动有关的现金 12.36 亿元，主要为往来款 11.95 亿元；偿还债务支付的现金 31.73 亿元；受偿还债务支付的现金大幅增加影响，2017 年公司筹资活动现金流量净额为-15.44 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 8.88 亿元，现金收入比 98.11%，投资活动现金流量净额-0.75 亿元，筹资活动现金流量净额 3.18 亿元。

总体看，跟踪期内，受房地产业务销售情况较好以及往来款大幅增加影响，公司经营活动现金流大量净流入，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的持续推进，公司存在一定的外部融资需求。

6. 偿债能力分析

从短期偿债指标看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 368.32%和 77.14%，2018 年 3 月底分别为 359.10%和 93.38%；2017 年底，公司经营现金流动负债比为 42.23%。考虑到公司现金类资产比较充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 2.09 亿元，全部债务/EBITDA 为 45.24 倍，指标较上年有所改善但对全部债务的保障能力仍然较弱；考虑到海宁市政府对公司在资产注入及财政拨款、补助款等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预期，公司对全部债务的保障能力有望增强。

表 12　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保终止时间
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	15000.00	2022.10.19
	2400.00	2022.10.13
海宁市第二水厂有限公司	2094.71	2019.3.1
海宁连杭发展集团有限公司	120000.00	2032.3.16
海宁市旧区有机更新开发有限公司	10000.00	2034.9.19
	20000.00	2034.9.19
	5000.00	2034.9.19
	15000.00	2033.12.20
	3800.00	2034.9.19
合计	**193294.71**	--

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司对外担保余额为19.33亿元，担保比率13.80%，担保规模及担保比率较上年同期均有所下降。

被担保企业海宁连杭发展集团有限公司为国有企业，实际控制人为海宁市国资局。2017 年底，该公司资产总额 171.97 亿元，资产负债率 50.75%，2017 年实现营业收入 909.53 万元，利润总额-294.46 万元。

海宁市旧区有机更新开发有限公司为国有企业，实际控制人为海宁市国资局。2017 年底，该公司资产总额 54.11 亿元，资产负债率 82.73%，2017 年实现营业收入 1.47 亿元，利润总额 0.05 亿元。

总体看，公司对外担保余额有所下降，但部分被担保企业收入规模小，负债率高，且均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 35.73 亿元，已使用额度 18.76 亿元，尚未使用额度 16.97 亿元。公司间接融资渠道畅通。

十、存续债券偿付能力分析

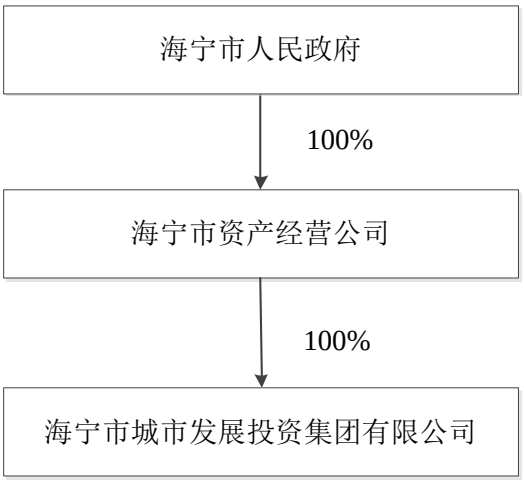
“14 海宁城投债/PR 海城投”（剩余本金 10.40 亿元）自 2017~2021 年每年还本 2.60 亿元，“15 海宁城投 MTN001”于 2020 年到期一次偿还本金 10.00 亿元，存续期内债券单年最高偿还金额为 12.60 亿元。

以 2017 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和现金类资产对存续期内债券本金合计（20.40 亿元）的保护倍数分别为 0.10 倍、4.04 倍、1.24 倍和 1.02 倍；为未来单年最高偿还金额（12.60 亿元）的 0.17 倍、6.55 倍、2.00 倍和 1.65 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内债券本金合计以及对未来单年最高偿还金额的保障能力均较强，EBITDA 对存续期内债券本金合计以及对未来单年最高偿还金额的覆盖程度均偏低。

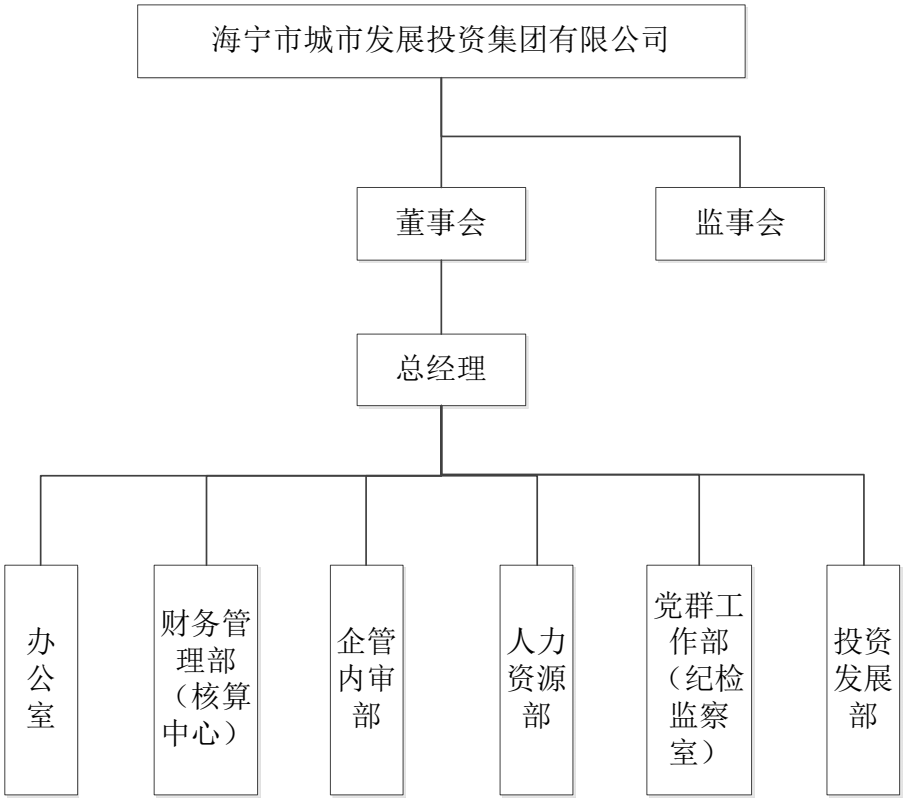
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“14 海宁城投债/PR 海城投”及“15 海宁城投 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2018 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	主要经营业务
1	海宁市城市建设开发投资有限公司	24500.00	100.00	城市基础设施建设项目的投资，城市管道建设工程施工
2	海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司	15626.00	100.00	旧城改造项目投资；房地产开发
3	海宁市房地产开发有限公司	6080.00	100.00	房地产开发经营
4	海宁市城郊建设投资有限公司	5000.00	100.00	城郊建设项目的投资；房地产开发、经营
5	海宁市新欣天然气有限公司	1200.00	60.00	管道燃气销售
6	海宁市小商品市场开发有限公司	1736.30	100.00	物业经营管理
7	海宁市安平房屋拆迁有限公司	100.00	100.00	代理海宁市范围内房屋拆迁业务
8	海宁市兴房物业管理服务有限公司	300.00	100.00	物业管理服务（凭有效资质证书经营）；智标塔景点的经营管理服务
9	海宁市城投集团资产经营管理有限公司	10000.00	100.00	实业投资，投资项目管理，自有房产出租
10	海宁市土地开发有限公司	30000.00	100.00	对国有土地、农村集体土地的拆迁服务、土地平整、城乡基础设施建设
11	海宁市城镇有机更新有限公司	70000.00	100.00	城镇有机更新(建设、开发)；房地产开发经营
12	海宁鹃湖景区投资管理有限公司	600.00	100.00	鹃湖景区文化旅游项目的投资管理与开发，景区内自行车与观光电瓶车出租
13	海宁市文旅开发投资有限公司	1200.00	100.00	从事文化旅游项目的投资；文化艺术活动组织策划；旅游景点开发；工世吕、旅游纪念品（食品除外）批外、零售；自有房屋、室外场地出租；物业管理
14	海宁市社会发展建设投资集团有限公司	40000.00	100.00	建筑工程管理服务、投资开发、物业出租及管理、文化创意产业的投资、房地产开发

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.38	9.49	20.75	32.05
资产总额(亿元)	243.02	255.78	274.55	285.51
所有者权益(亿元)	117.55	121.30	133.48	140.11
短期债务(亿元)	19.87	17.55	13.59	13.59
长期债务(亿元)	67.58	76.77	81.14	80.78
全部债务(亿元)	87.45	94.33	94.73	94.37
营业收入(亿元)	12.85	15.27	29.40	8.98
利润总额(亿元)	1.78	0.96	1.34	0.50
EBITDA(亿元)	2.25	1.45	2.09	--
经营性净现金流(亿元)	-3.47	-4.66	25.20	8.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.69	20.91	61.19	--
存货周转次数(次)	0.07	0.07	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.11	--
现金收入比(%)	129.74	109.35	110.67	98.11
营业利润率(%)	5.50	7.42	3.17	10.97
总资本收益率(%)	3.46	2.49	2.50	--
净资产收益率(%)	1.49	0.76	0.99	--
长期债务资本化比率(%)	36.50	38.76	37.81	36.57
全部债务资本化比率(%)	42.66	43.75	41.51	40.25
资产负债率(%)	51.63	52.58	51.38	50.93
流动比率(%)	360.25	372.65	368.32	359.10
速动比率(%)	57.62	38.40	77.14	93.38
经营现金流动负债比(%)	-6.01	-8.08	42.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.42	0.33	0.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	38.95	65.00	45.24	--

注：1. 其他流动负债中的有息债务纳入短期债务；2. 长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算；3. 2018 年一季度财务数据未经审计。

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。