信用等级公告

联合〔2019〕1471 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^+，“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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十八日

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
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

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	7.80 亿元	2021/10/22	AA+	AA+
15 海宁城投 MTN001	10.00 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：2019 年 6 月 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.49	20.75	27.62	27.98
资产总额(亿元)	255.78	274.55	297.17	298.42
所有者权益(亿元)	121.30	133.48	157.78	158.54
短期债务(亿元)	17.55	13.59	20.13	17.89
长期债务(亿元)	76.77	81.14	88.03	94.45
全部债务(亿元)	94.33	94.73	108.15	112.35
营业收入(亿元)	15.27	29.40	30.86	5.69
利润总额(亿元)	0.96	1.34	2.01	0.49
EBITDA(亿元)	1.45	2.09	3.31	--
经营性净现金流(亿元)	-4.66	25.20	10.74	0.20
营业利润率(%)	7.42	3.17	5.59	-14.19
净资产收益率(%)	0.76	0.99	1.21	--
资产负债率(%)	52.58	51.38	46.91	46.87
全部债务资本化比率(%)	43.75	41.51	40.67	41.47
流动比率(%)	372.65	368.32	430.14	488.60
全部债务/EBITDA(倍)	65.00	45.24	32.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.33	0.48	0.71	--

注：其他流动负债中有息债务已纳入短期债务计算；长期应付款中的有息债务已纳入长期债务计算；2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：文 中　马 颖　丁 晓　李 坤

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“公司”）是海宁市重要的基础设施建设和土地开发整理主体。跟踪期内，海宁市区域经济稳步增长，财政实力不断增强，公司外部发展环境良好；海宁市政府在资本金及资产注入、政府补助和债务置换等方面给予公司了持续有力的支持。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、其他应收款及在建工程对公司资金形成占用以及盈利能力弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“14海宁城投债/PR海城投”设置了分期偿还条款，有效缓解了公司集中偿付压力。公司经营活动现金流入量对存续期债券合计以及未来单年最高偿还金额的保障能力较强。

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，以及当地政府的持续支持，公司收入水平及盈利能力有望得到提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，“14海宁城投债/PR海城投”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，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 作为海宁市重要的基础设施建设和土地开发整理主体，跟踪期内，公司在资本金及资产注入、政府补助和债务置换等方面获得海宁市政府的有力支持。
3. “14海宁城投债/PR海城投”设置了分期偿还条款，有效缓解了公司集中偿付压力。

关注

1. 公司安置房及基础设施建设等业务未来投资规模较大，存在一定的筹资压力。
2. 公司其他应收款和在建工程规模较大，对资金形成占用。
3. 跟踪期内，公司利润总额对政府补助的依赖程度较高，整体盈利能力弱。

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”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化，实际控制人由海宁市国有资产监督管理局调整为海宁市人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“海宁市国资办”）。截至2019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，海宁市国资办为公司实际控制人。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司共18家，公司本部设有办公室、财务管理部、企管内审部、人力资源部、党群工作部和投资发展部共6个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额297.17亿元，所有者权益157.78亿元（其中少数股东权益0.65亿元）；2018年，公司实现营业收入30.86亿元，利润总额2.01亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额298.42亿元，所有者权益158.54亿元（其中少数股东权益0.65亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入5.69亿元，利润总额0.49亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市海州路89号；法定代表人：倪生其。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评存续债券包括“14海宁城投债/PR海城投”和“15海宁城投MTN001”，债券余额合计17.80亿元，详情见表1。其中，“14海宁城投债/PR海城投”按年付息，分期还本。跟踪期内，“14海宁城投债/PR海城投”和“15海宁城投MTN001”均已按时付息，“14海宁城投债/PR海城投”偿还本金2.60亿元。

表1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
14海宁城投债/PR海城投	7.80	2014/10/22	7	5.58
15海宁城投MTN001	10.00	2015/11/24	5	4.89

资料来源：联合资信整理

“14海宁城投债/PR海城投”募集资金用于城南大道南侧安置房一期工程以及群利三期安置房工程项目。截至2019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。

“15海宁城投MTN001”募集资金全部用于偿还到期贷款和补充运营资金，截至本评级报告日，募集资金已按约定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居

民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易

伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

五、行业与区域经济

1. 城市基础设施建设行业

（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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 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	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

	〔2018〕23 号	方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险’”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2. 区域经济环境

公司作为海宁市重要的基础设施建设和土地开发整理主体，主要负责海宁市城市基础设施、安置房等项目建设和土地开发整理工作，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《2018年海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，海宁市实现地区生产总值948.73亿元，同比增长6.1%。其中，第一产业实现增加值17.63亿元，同比下降0.5%；第二产业实现增加值538.02亿元，同比增长7.0%；第三产业实现增加值393.09亿元，同比增长5.2%。三次产业结构调整为1.9:56.7:41.4。2018年，按户籍人口计算，海宁市人均地区生产总值为136701元，同比增长4.9%。

2018年，海宁市实现规模以上工业增加值351.83亿元，比上年增长7.6%。同期，海宁市固定资产投资同比增长7.6%。其中，基础设施和房地产开发同比分别增长12.8%和29.2%。

根据《海宁市2018年财政预算执行情况和2019年财政预算草案的报告》，2018年，海宁

市实现一般预算收入89.00亿元，同比增长14.5%。其中，税收收入在一般预算收入中的占比为93.9%，收入质量好。2018年，海宁市实现政府性基金收入180.53亿元，同比增长56.5%。其中，国有土地使用权出让收入161.14亿元，同比增长60.7%。截至2018年底，海宁市政府债务余额为140.96亿元，债务负担一般。

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，一般预算收入质量好。

六、基础素质分析

公司是海宁市重要的基础设施建设和土地开发整理主体，主要负责海宁市城市基础设施、安置房等项目建设和土地开发整理工作。

跟踪期内，公司获得海宁市政府在资本金及资产注入、政府补助和债务置换等方面的支持。

资本金及资产注入方面，2018年，根据《关于同意海宁市万通燃气有限责任公司股权划转有关事项的通知》，海宁市国资办将海宁市万通燃气有限责任公司（以下简称“万通燃气”）100%股权无偿划转至公司，增加公司资本公积0.12亿元。根据海城〔2017〕197号文件，海宁市人民政府将海宁市人力资源和社会保障局持有的人才公寓资产无偿划拨给公司，增加公司资本公积319.03万元。根据海国资〔2018〕21号和海国资〔2018〕62号文件，海宁市资产经营公司将持有的海宁市市场开发服务中心和海宁市文旅创意产业控股有限公司全部股权划拨至公司，公司相应调增未分配利润期初数9.88亿元。根据《关于海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司2018年度财政拨款的财务处理意见的函》，公司及子公司收到财政拨款9.49亿元，计入“资本公积”。

政府补助方面，2018年和2019年1—3月，公司分别收到政府补助4.23亿元和1.83亿元，计入“其他收益”。

债务置换方面，2018年，公司获得政府债务置换资金4.35亿元，计入“长期应付款”，政府置换债券仍需公司还本付息。

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），截止2019年6月4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，公司董事长、总经理变更，倪生其先生任公司董事长兼总经理。

倪生其，1971 年 10 月出生，中共党员，大学学历。现任公司党委副书记、董事长、总经理及法定代表人职务。曾任海宁市公安局政治处民警、团工委副书记，海宁市政府法制办公室（法制局）科员、副主任（副局长），海宁市政府法制办公室主任，海宁市政府办公室副主任，海宁市政府金融工作办公室主任等职务。

上述人员变动系正常人事调动，对公司经营无重大影响。跟踪期内公司管理体制、管理制度无重大变化。

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、土地整理和燃气销售业务；其余业务对公司主营业务收入贡献小。

2018 年，公司实现主营业务收入 30.58 亿元，同比增长 4.76%，主要源于商业地产和燃气销售收入的增长。其中，受安置房交付规模下降影响，安置房业务收入 5.63 亿元，同比下降 35.93%；商业地产收入 3.77 亿元，同比增加 2.07 亿元，主要系工人路商业中心一期项目销售增加所致；公司燃气业务收入 4.96 亿元，同比大幅增加，主要源于对工业用气的增长；公司实现其他收入 0.64 亿元，同比增加 0.38 亿元，主要系合并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”）全年收

入所致。

2018 年，公司毛利率上升 2.95 个百分点至 6.78%，主要系商品房及商业地产毛利率明显上涨所致。2018 年，公司安置房业务毛利率为-17.79%，同比大幅下降，主要由于当年安置对象主要为农村征迁户，销售价格较低；商品房销售毛利率为 17.05%，较 2017 年上升 6.95 个百分点，主要系商品房销售单价上涨所致；由于跟踪期内商铺用于安置的情况较少，故 2018 年商业地产销售业务毛利率同比上升 10.02 个百分点至 12.47%；2018 年，公司燃气销售业务毛利率为 0.72%，同比小幅增加，主要系补贴服务费增加所致。

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 5.37 亿元，占 2018 年全年的 17.55%。同期，受公司房地产及土地整理业务毛利率下降影响，公司综合毛利率下降至-15.29%。

表 3　2017—2018 年及 2019 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	2017 年			2018 年			2019 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	199273.03	68.28	3.54	184671.96	60.38	5.49	28452.86	53.01	-30.28
其中：安置房	87871.17	--	-3.30	56299.61	--	-17.79	18554.88	--	-49.42
商品房	94365.31	--	10.10	90679.13	--	17.05	8170.74	--	31.71
商业地产	17036.55	--	2.45	37693.23	--	12.47	1727.24	--	-117.90
土地整理	52357.47	17.94	0.51	54475.34	17.81	0.11	6631.98	12.36	-2.83
燃气销售	31150.32	10.67	0.55	49576.62	16.21	0.72	15624.06	29.11	0.27
租赁	3569.26	1.22	44.06	5342.66	1.75	69.21	1824.64	3.40	31.25
物业管理	2433.72	0.83	11.31	4835.60	1.58	33.43	645.93	1.20	-52.58
客房收入	518.95	0.18	25.80	576.86	0.19	99.54	115.53	0.22	100.00
其他业务	2562.41	0.88	66.22	6356.21	2.08	67.71	382.44	0.71	54.24
合计	**291865.17**	**100.00**	**3.83**	**305835.25**	**100.00**	**6.78**	**53677.44**	**100.00**	**-15.29**

资料来源：公司提供

注：其他业务主要包括基础设施代建业务、代收代缴水电费等

2. 业务经营分析

（1）土地整理

跟踪期内，公司土地整理业务继续由全资子公司海宁市土地开发有限公司（以下简称“土地开发公司”）负责，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。

土地整理包干费用方面，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。另外，对于老城区的土地整理项目，由于整理成本较高，海宁市财政局将公司实际整理成本返还公司，公司确认为土地整理收入。

2018 年，公司整理土地 280 亩，出让土地 256 亩，实现土地整理收入 5.45 亿元。2019 年 1—3 月，公司整理土地 42 亩，出让土地 93 亩，实现土地整理收入 0.66 亿元。

表 4　公司土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

年度	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
整理面积	336.00	280.00	42.00

年度	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
整理支出	1.04	0.86	0.13
出让面积	599.00	256.00	93.00
土地整理收入	5.24	5.45	0.66

资料来源：公司提供

公司土地资源充足，未来完成整理和出让后可形成一定的土地整理收入。截至 2018 年底，公司存货中土地整理成本账面价值 65.57 亿元，2019 年全年公司计划对外出让土地 692 亩，公司将获得相应的土地整理收入，但土地实际出让情况易受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。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。

（2）房地产业务

公司房地产业务包括安置房销售、商品房销售和商业地产销售，房地产业务收入是公司收入的主要来源。

安置房销售

公司是海宁市主要的安置房建设主体，经营实体为全资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”）。其中，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。2019年起，公司安置房项目建设均由全资子公司海宁市房地产开发有限公司（以下简称“房地产开发公司”）负责实施，存量项目建设主体保持不变。

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

表 5　公司安置房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
安置房开工面积	15.52	11.50	--
安置房竣工面积	25.50	4.30	--
安置房销售面积	21.26	10.27	4.90
安置房销售收入	87871.17	56299.61	18554.88

资料来源：公司提供

安置房建设方面，2018年公司安置房新开工11.50万平方米，竣工4.30万平方米。2018年，公司安置房销售收入5.63亿元，主要来自于月亮湾景苑、江南世家一期和人民花苑项目，毛利率为-17.79%，较2017年大幅下降，主要由于当期安置房销售对象主要系农村征迁户，销售价格较低。2019年1—3月，公司实现安置房销售收入1.86亿元，毛利率为-49.42%。公司该业务毛利率为负主要由于安置房建设成本逐年增加，而安置价格是根据安置政策确定，安置价格低于其建设成本。政府通常会对公司安置房业务的亏损进行补贴，2018年为2.13亿元（计入“其他收益”），能够弥补亏损。

表 6　截至 2019 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 2019 年 3 月底已投资	预计投资额		
				2019 年 4—12 月	2020 年	2021 年
长田区块安置房	2012.10—2019.6	24996.00	24896.00	100.00	--	--
双凤二期安置房	2013.3—2019.6	102343.00	101029.00	1314.00	--	--
红纸坊安置房	2016.11—2019.8	15106.00	14920.00	186.00	--	--
怡景湾	2017.12—2020.1	105000.00	67166.00	32500.00	5334.00	--
硖北里二期	2018.11—2021.12	85046.97	20500.00	7500.00	42500.00	14546.97
合计	--	**332491.97**	**228511.00**	**41600.00**	**47834.00**	**14546.97**

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司主要在建安置房项目总投资为33.25亿元，已完成投资22.85亿元，2019—2021年分别投资4.16亿元、4.78亿元和1.45亿元。

公司目前主要的拟建安置房项目包括碌南区块公寓房、建材市场北和伊桥二期南区，总投资规模28.60亿元，预计2019投资13.60亿元。

总体看，公司主要在建及拟建安置房项目未来需投资规模较大，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仍由全资子公司房地产开发公司和海宁市城镇有机更新有限公司（以下简称“城镇有机更新”）负责运营。

2018 年，公司实现商品房销售收入 9.07 亿元，同比略有下降，主要来自于华府景苑、月亮湾和江南世家一期安置房项目配套商品房等；商品房销售毛利率为 17.05%，较 2017 年上升 6.95 个百分点，主要系商品房销售单价上涨所致。2019 年 1—3 月，公司该业务板块实现收入 0.82 亿元，毛利率为 31.71%。

华府景苑商品房项目位于市区塘南路南侧、碧云路西侧，目前已完工。截至 2019 年 3 月底，该楼盘剩余住房 247 套，预计可实现销售收入 2.50 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建商品房项目为荷园项目，该项目位于海宁大道北侧、康乐路东侧，总投资 1.25 亿元，开发周期为 2016—2019 年，设计建筑面积 71809.48 平方米。截至 2019 年 3 月底，荷园项目已完成投资 1.09 亿元。公司无拟建商品房项目。

公司商品房项目未来投资规模不大，商品房销售业务的可持续性较差。

商业地产销售

公司商业地产销售业务收入主要来自安置房项目的配套商铺销售。截至 2019 年 3 月底，公司安置房配套商铺规划可销售面积为 114793.57 平方米，已确认收入面积为 46522.31 平方米。2018 年，该业务板块实现收入 3.77 亿元，同比增加 2.07 亿元，主要系工人路商业中心一期项目销售增加所致。由于跟踪期内商铺用于安置的情况较少，故商业地产销售业务毛利率同比上升 10.02 个百分点至 12.47%。

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，包括住宅区块、工人路商业中心一期、二期等项目。其中，住宅区块项目为纯安置房项目；商业中心一期项目总投资 19.49 亿元，截至 2019 年 3 月底，项目已完工并实现销售，2018 年确认销售商业地产销售收入 2.97 亿元；商业中心二期项目处于征迁阶段，预计 2019 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，跟踪期内公司房地产业务收入较上年略有下降，仍为公司的主要收入来源；受商品房和商业地产销售单价上升影响，房地产业务毛利率有所上升；公司在建及拟建房地产项目未来需投资规模较大，公司面临一定的筹资压力。

（3）基础设施建设

公司基础设施建设业务实施主体为全资子公司海宁市城市建设开发投资有限公司（以下简称“城市建设公司”）和社发集团。

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

截至 2019 年 3 月底，公司在建基础设施总投资 6.77 亿元，已完成投资 3.94 亿元，2019 年 4~12 月尚需投入资金 2.83 亿元。

社发集团的项目均为代建模式，业主单位为各项目所属单位，资金全部由海宁市财政资金解决，社发集团收取代建管理费，计入“其他业务收入”，2018 年确认 566.68 万元。

总体看，公司基础实施建设业务项目数量较多，单个项目投资规模较小，未来投资压力不大。

表 7　截至 2019 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 2019 年 3 月底已投资	2019 年 4—12 月投资
麻泾港滨河绿化	2014.7—2019.12	9018.00	7311.00	1707.00
西山路西延伸（海宁一中-环西二路）	2015.5—2019.6	19455.00	18755.00	700.00
平阳路（文苑路-海宁大道）	2018.9—2019.11	7878.00	2700.00	5178.00
农丰路（平阳路-长丰路）	2018.10—2019.12	3283.00	1550.00	1733.00
联合路（还套路-攀龙桥）	2018.8—2019.10	5100.00	1250.00	3850.00
洛塘河新开河段北侧（文苑路-农丰路）景观绿化工程	2018.9—2019.12	8500.00	2600.00	5900.00
新开洛塘河两侧堤防绿化（海涛路至 08 省道）	2018.6—2019.7	5855.00	2455.00	3400.00
新建中心菜场西侧绿地	2018.9—2019.12	2900.00	480.00	2420.00
浙大国际学院北侧绿化景观一期工程	2018.6—2019.7	5739.00	2339.00	3400.00
合计	--	**67728.00**	**39440.00**	**28288.00**

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

（4）燃气销售

公司控股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 2019 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（以下简称“新奥发展”）。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。

2018 年，公司天然气供气量为 23281.40 万立方米，同比增长 47.06%，主要源于工业用气的增长。受此影响，跟踪期内公司燃气销售收入快速增加至 4.96 亿元。2018 年，公司燃气销售业务毛利率为 0.72%，同比小幅增加，主要系新奥发展根据供气情况给与的补贴服务费增加所致。2019 年 1—3 月，公司燃气销售收入为 1.56 亿元，毛利率为 0.27%，主要系补贴服务费一般于年底结算所致。

2018 年 9 月，根据海国资〔2018〕67 号文件，海宁市国资办同意将万通燃气 100%股权无偿划转至公司，目前该股权划转工作已完成。万通燃气持有海宁新奥燃气有限公司（其持有新奥发展 70%股权）15%股权。海宁新奥燃气有限公司在海宁市天然气终端供应市场具有垄断地位，运营情况稳定，预计划转完成后将发挥协同作用，并为公司贡献较为稳定的投资收益。

总体看，跟踪期内，燃气销售业务收入有所增加，公司获得万通燃气 100%股权划入后，预计将会发挥一定的协同作用。

（5）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。2018 年，公司其他业务收入合计 0.64 亿元，同比增加 0.38 亿元，主要系合并社发集团全年收入所致。同期，公司其他业务板块毛利率为 67.71%。

总体来看，公司其他业务板块对公司整体收入形成有益补充。

3. 未来发展

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度合并财务报表，天健会计师事务所（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2019年一季度财务数据未经审计。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司共18家。2018年，公司合并范围新增3家子公司，均为无偿划转。2019年1—3月，公司合并范围新增1家子公司，为投资设立。总体看，公司新增子公司规模小，合并范围变动对财务数据可比性的影响小。

截至2018年底，公司资产总额297.17亿元，所有者权益157.78亿元（其中少数股东权益0.65亿元）；2018年，公司实现营业收入30.86亿元，利润总额2.01亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额298.42亿元，所有者权益158.54亿元（其中少数股东权益0.65亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入5.69亿元，利润总额0.49亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额297.17亿元，同比增长8.24%，主要源于长期股权投资和在建工程的增长。其中，流动资产占73.82%，非流动资产占26.18%，公司资产仍以流动资产为主。

表8　2017—2018年及2019年3月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**219.76**	**80.04**	**219.37**	**73.82**	**219.11**	**73.42**
货币资金	20.74	7.55	27.62	9.29	27.98	9.38
其他应收款	23.49	8.55	20.61	6.94	23.75	7.96
存货	173.74	63.28	169.20	56.94	165.63	55.50
非流动资产	**54.79**	**19.96**	**77.81**	**26.18**	**79.32**	**26.58**
固定资产	26.47	9.64	27.45	9.24	27.36	9.17
在建工程	19.23	7.00	26.32	8.86	27.67	9.27
资产总额	**274.55**	**100.00**	**297.17**	**100.00**	**298.42**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报表

2018年底，公司流动资产219.37亿元，同比下降0.18%。流动资产中，货币资金27.62亿元，同比增长33.16%，其中银行存款占99.99%，受限货币资金29.63万元，全部为购房保证金。公司其他应收款为20.61亿元，同比下降12.24%，主要系往来款下降所致，前5名欠款单位[1]合计占81.93%，集中度高，按账龄分析法计提坏账准备0.31亿元，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。公司存货为169.20亿元，同比下降2.61%，主要系存货中的房地产因销售而结转成本所致。其中，开发成本112.82亿元（主要为土地整理成本65.57亿元、房地产开发成本46.33亿元），开发产品56.00亿元（主要为已完工的安置房、商品房和商业地产成本）。存货中受限资产为28.14亿元，主要用于借款抵押，占存货的16.63%。

[1] 其他应收款前五名情况不包括应收利息和应收股利。

表9　2018年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人	金额	款项性质	占比
海宁市资产经营公司	10.36	往来款	49.83
海宁市土地收储中心	4.74	往来款	22.79
海宁市尖山新区管理委员会	0.75	往来款	3.63
海宁市人民政府房屋征收服务中心	0.73	往来款	3.51
海宁市住房和城乡规划建设局	0.45	往来款	2.17
合计	**17.04**	**--**	**81.93**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司非流动资产 77.81 亿元，同比增长 42.02%。非流动资产中，在建工程 26.32 亿元，同比增长 36.90%，主要系道路整修项目和城市基础建设工程增加投资所致。其中，道路整修项目 23.09 亿元，城市基础建设工程 3.11 亿元。公司固定资产原值为 32.24 亿元，累计折旧 4.78 亿元，账面价值为 27.45 亿元，同比增长 3.70%。其中，房屋及建筑物 7.26 亿元，建设市政资产 19.11 亿元。公司长期股权投资明显增加，主要源于对海宁中国皮革城股份有限公司的投资，持股比例为 18.36%。

2018 年底，公司受限资产账面价值合计 32.70 亿元，在总资产中的占比为 11.00%。

表 10　截至 2018 年底公司受限资产情况

（单位：万元）

项目	金额	受限原因
货币资金	29.63	保证金
存货（开发成本）	281433.01	抵押
投资性房地产	1891.68	抵押
无形资产（土地使用权）	1441.78	抵押
固定资产	34819.36	抵押
在建工程	7422.83	抵押
合计	**327038.29**	**--**

资料来源：公司提供

2019 年 3 月底，公司资产总额 298.42 亿元，较上年底增长 0.42%。其中，流动资产占 73.42%，流动资产占比较上年底略有下降。2019 年 3 月底，公司货币资金 27.98 亿元，较上年底增长 1.32%；其他应收款 23.75 亿元，较上年底增长 15.24%，主要源于往来款的增长；存货 165.63 亿元，较上年底下降 2.11%；在建工程 27.67 亿元，较上年底增长 5.13%，主要系基础设施建设项目增加投资所致。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以土地整理成本和房地产成本为主的存货占比较高，其他应收款和在建工程对公司资金形成占用；公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 157.78 亿元，同比增长 18.21%，主要源于海宁市政府资产注入和未分配利润期初数的调整。归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 12.73%、73.67%、0.16%和 13.45%。

2018 年底，公司资本公积 115.75 亿元，同比增长 13.80%，主要系海宁市政府资产注入及财政拨款所致。

2018 年底，公司未分配利润 21.13 亿元，同比增加 11.52 亿元，主要由于同一控制下企业合并相应调整未分配利润期初数（9.88 亿元）和当年度净利润结余所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 158.54 亿元，较上年底增长 0.48%；所有者权益构成较上年底变动不大。

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，构成以资本公积为主，整体稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 139.39 亿元，同比下降 1.19%。其中，流动负债占 36.59%，非流动负债占 63.61%，仍以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 51.00 亿元，同比下降 14.53%，以应付票据及应付账款（占 16.34%）、预收款项（占 17.29%）、其他应付款（占 25.96%）和其他流动负债（占 28.42%）为主。其中，应付票据及应付账款 8.33 亿元，全部为应付账款，同比下降 28.59%，主要系应付建设项目工程款减少所致。公司预收款项为

8.82 亿元，同比下降 18.35%，主要系预收房款结转收入所致。公司其他应付款为 13.24 亿元，主要包括单位往来款(4.49 亿元)和暂收款(4.58 亿元)，同比下降 43.11%，主要系单位往来款减少所致。公司其他流动负债 14.49 亿元，同比增加 7.49 亿元，全部为短期融资券，已纳入短期债务计算。

2018 年底，公司非流动负债 88.39 亿元，同比增长 8.58%，主要由长期借款（占 9.85%）、应付债券（占 63.83%）和长期应付款（占 26.32%）构成。公司长期借款为 8.71 亿元，同比下降 30.12%，其中抵押借款、质押借款和信用借款的占比分别为 98.12%、1.72%和 0.16%。公司应付债券为 56.42 亿元，同比增长 12.42%，主要系公司新增 13.80 亿元“18 海宁城投债”所致。公司长期应付款为 23.27 亿元，同比增长 24.02%，主要系新增政府置换债券所致；政府置换债券 22.90 亿元仍需公司还本付息，本报告已纳入长期债务核算。

从有息债务看，2018 年底，公司全部债务 108.15 亿元，同比增长 14.17%。其中，短期债务占 18.61%，长期债务占 81.39%，仍以长期债务为主。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 46.91%、40.67%和 35.81%，较 2017 年底分别下降 4.48 个、0.84 个和 2.00 个百分点。

表 11　公司债务构成及债务负担情况(单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	13.59	20.13	17.89
长期债务	81.14	88.03	94.45
全部债务	94.73	108.15	112.35
资产负债率	51.38	46.91	46.87
全部债务资本化比率	41.51	40.67	41.47
长期债务资本化比率	37.81	35.81	37.33

资料来源：根据公司提供资料整理

2019 年 3 月底，公司负债总额 139.88 亿元，较上年底增长 0.35%。其中，流动负债占 32.06%，非流动负债占 67.94%，仍以非流动负债为主。2019 年 3 月底，公司全部债务 112.35 亿元，较上年底增长 6.98%，包括短期债务 17.89 亿元、长期债务 94.45 亿元。债务指标方面，公司资产负债率较 2018 年底有所下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2018 年底均略有上升，上述指标分别为 46.87%、41.47%和 37.33%。

跟踪期内，公司负债规模略有下降，负债结构仍以非流动负债为主，有息债务持续增长，整体债务负担处于适中水平。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 30.86 亿元，同比增长 4.97%，主要源于商业地产和燃气销售收入的增长；营业成本 28.51 亿元，同比增长 1.39%。2018 年，公司营业利润率上升 2.42 个百分点至 5.59%。

公司期间费用以管理费用和销售费用为主。2018 年，公司期间费用 2.44 亿元，同比增长 51.27%，主要系折旧摊销和办公费用增长所致。受公司大部分借款利息资本化和获得利息收入（0.38 亿元）影响，2018 年公司财务费用为-0.09 亿元。同期，期间费用占营业收入的比重为 7.90%，同比上升 2.42 个百分点。总体看，公司期间费用控制能力较强。

2018 年，公司获得政府补助 4.23 亿元。其中，4.23 亿元计入“其他收益”，主要系补贴安置房项目产生的政策性亏损、科技孵化器企业发展财政奖励资金和其他政府补助等拨付的资金；39.77 万元计入“营业外收入”，主要为煤改气补贴。同期，公司实现利润总额 2.01 亿元，政府补助在利润总额中的占比为 210.45%，利润总额对政府补助的依赖程度很高。

表 12　公司盈利能力情况（单位：万元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	293981.57	308594.43
其他收益	96267.99	42265.11
营业外收入（政府补助）	82.38	39.77
营业外支出	75126.34	21384.33
利润总额	13366.88	20090.72
营业利润率	3.17	5.59
总资本收益率	0.58	0.82
净资产收益率	0.99	1.21

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.82%和 1.21%，较上年分别提高 0.24 和 0.22 个百分点，公司整体盈利能力弱。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.69 亿元，相当于 2018 年全年的 18.43%；同期，公司利润总额为 0.49 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长；利润总额对政府补助的依赖程度很高，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要为经营业务收款、往来款及政府补助，2018 年为 50.12 亿元，同比下降 39.22%。2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金为 24.59 亿元，主要为往来款及政府补助。2018 年，公司现金收入比为 82.74%。公司经营活动现金流出主要为土地整理、房地产开发投入以及往来款，2018 年为 39.39 亿元，同比下降 31.23%。其中，支付其他与经营活动有关的现金 13.72 亿元，主要为单位间往来款。2018 年，公司经营性净现金流 10.74 亿元。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入	82.47	50.12
经营活动现金流出	57.27	39.39
经营活动净现金流	25.20	10.74
现金收入比	110.67	82.74
投资活动净现金流	-1.13	-12.12
筹资活动净现金流	-15.44	7.36

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金，2018 年为 25.22 亿元。2018 年，公司收回投资收到的现金 5.87 亿元，主要源于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 18.94 亿元，主要源于收回海宁市资产经营公司借款。公司投资活动现金流出 37.34 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 6.86 亿元，主要为公司市政基础设施建设投入；投资支付的现金 7.09 亿元，主要为购买理财产品支出；支付其他与投资活动有关的现金 23.38 亿元，主要为向海宁市资产经营公司借出款项。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-12.12 亿元。

从筹资活动看，2018 年，筹资活动现金流入 34.61 亿元，全部为取得借款收到的现金。同期，公司偿还债务本息支付的现金规模较大，筹资活动现金流出为 27.25 亿元。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 7.36 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.20 亿元，现金收入比 58.96%，投资活动现金流量净额-2.01 亿元，筹资活动现金流量净额 2.17 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流继续净流入，收入实现质量有所下降；投资活动现金净流出规模增大；随着房地产、土地整理以及基础设施建设项目的持续推进，公司存在一定的融资压力。

6. 偿债能力分析

从短期偿债指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 430.14%和 98.36%，同比均有所上升，2019 年 3 月底分别为 488.60%和 119.26%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 21.05%。2019 年 3 月底，公司现金类资产 27.98 亿元（剔除受限后），相当于短期债务的 1.56 倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 同比有所增加，为 3.31 亿元；全部债务/EBITDA 为 32.67 倍；EBITDA 利息倍数为 0.71 倍。EBITDA 对公司全部债务和利息的保障能力较弱。

表 14　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况
（单位：亿元）

被担保方	担保余额
海宁连杭发展集团有限公司	11.60
海宁市旧区有机更新开发有限公司	5.38
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	1.74
海宁中通石油有限公司	3.29

海宁市鼎青绿化投资有限公司	0.90
购房业主	2.96
合计	**25.87**

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司对外担保余额为25.87亿元，担保比率16.32%。

海宁连杭发展集团有限公司实际控制人为海宁市国资局。2018 年底，该公司资产总额 137.98 亿元，资产负债率 53.99%；2018 年，营业收入 0.47 亿元，利润总额-0.29 亿元。

总体看，公司对外担保单位均为海宁市国有企业，但部分被担保企业盈利能力弱，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 28.43 亿元，已使用额度 11.72 亿元，尚未使用额度 16.71 亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到海宁市政府对公司在资本金及资产注入、政府补助和债务置换等方面的有力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额175.52亿元，同比增长4.58%。母公司资产占合并口径资产总额的59.06%。其中，流动资产为97.44亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款构成。非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为84.82亿元，同比下降5.36%。其中，实收资本和资本公积分别占23.58%和75.63%。公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债规模较上年大幅增长15.97%，主要由非流动负债构成。其中，非流动负债主要由应付债券和长期应付款构成。母公司2018年资产负债率为51.68%，同比有所增长，整体债务压力上升。

2018年，母公司营业收入和营业成本均为0元，净利润为0.10亿元，对合并口径净利润影响小。

总体看，母公司资产和负债总额占合并口径的比例一般，对合并口径营业收入和净利润的贡献低。

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 7.80 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。

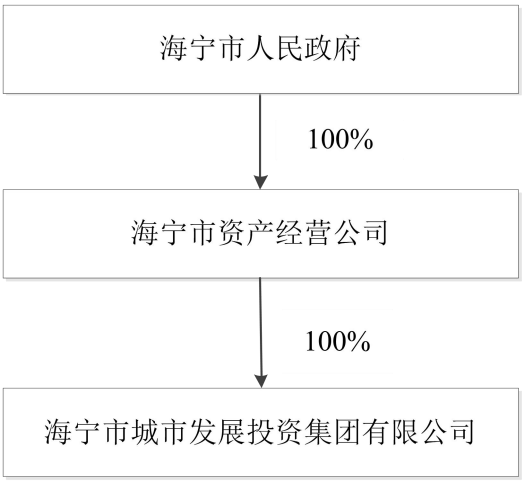
2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和现金类资产对存续期内债券本金合计（17.80 亿元）的覆盖倍数分别为 0.10 倍、2.82 倍、0.60 倍和 1.55 倍；为未来单年最高偿还金额（12.60 亿元）的 0.26 倍、3.98 倍、0.85 倍和 2.19 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对债券存续期内本金合计以及未来单年最高偿还金额的保障能力较强。

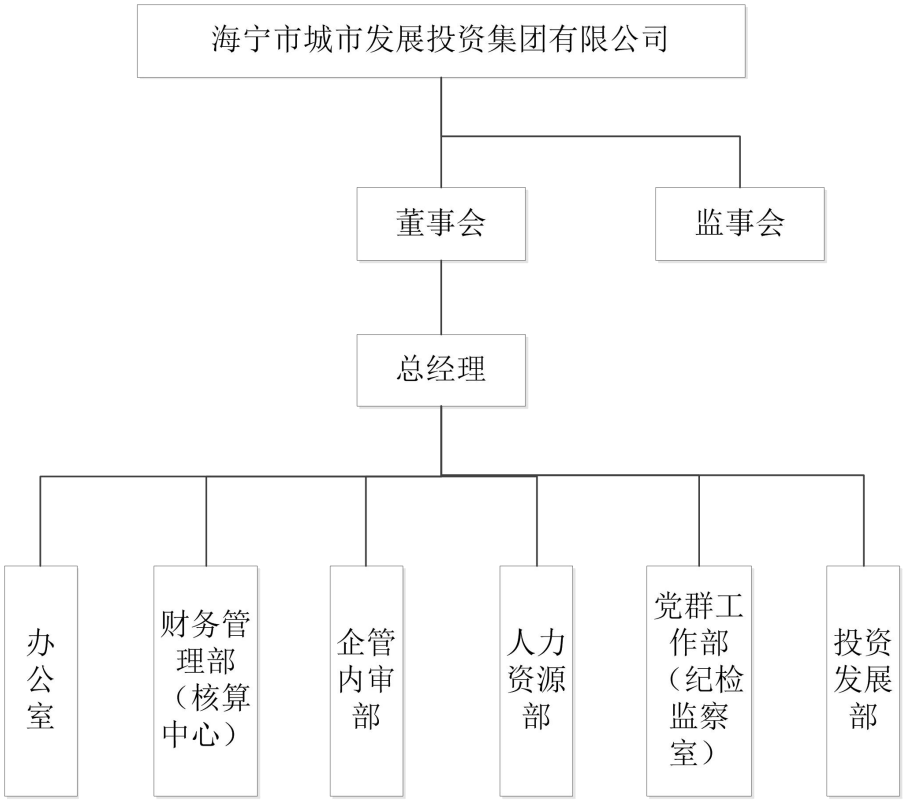
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“14 海宁城投债/PR 海城投”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 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围的一级子公司情况

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
4	海宁市房地产开发有限公司	39800.00	100.00	房地产开发经营
5	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
6	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
7	海宁市小商品市场开发有限公司	1736.30	100.00	市场管理、房产出租
8	海宁市城镇有机更新有限公司	100000.00	100.00	城镇有机更新(建设、开发）；房地产开发经营
9	海宁市新欣天然气有限公司	2000.00	60.00	管道燃气销售
10	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
11	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
12	海宁鹃湖景区投资管理有限公司	800.00	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
14	海宁市万通燃气有限责任公司	50.00	100.00	从事管道燃气供气的技术咨询服务；建筑材料厨房材料、厨房用品等
15	海宁市市场开发服务中心	3860.00	100.00	市场招商、引资和摊位招标安排、负责市场开发、建设、改造和维护
16	海宁市文旅开发投资有限公司	7200.00	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；
17	海宁市文旅创意产业控股有限公司	3000.00	100.00	旅游景点开发
18	海宁城投金融投资有限公司	35000.00	100.00	从事金融产业、工业、商业、服务业、城

				市基础设施等项目的投资

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.49	20.75	27.62	27.98
资产总额(亿元)	255.78	274.55	297.17	298.42
所有者权益(亿元)	121.30	133.48	157.78	158.54
短期债务(亿元)	17.55	13.59	20.13	17.89
长期债务(亿元)	76.77	81.14	88.03	94.45
全部债务(亿元)	94.33	94.73	108.15	112.35
营业收入(亿元)	15.27	29.40	30.86	5.69
利润总额(亿元)	0.96	1.34	2.01	0.49
EBITDA(亿元)	1.45	2.09	3.31	--
经营性净现金流(亿元)	-4.66	25.20	10.74	0.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.91	61.19	127.02	--
存货周转次数(次)	0.07	0.15	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.11	0.11	--
现金收入比(%)	109.35	110.67	82.74	58.96
营业利润率(%)	7.42	3.17	5.59	-14.19
总资本收益率(%)	0.43	0.58	0.82	--
净资产收益率(%)	0.76	0.99	1.21	--
长期债务资本化比率(%)	38.76	37.81	35.81	37.33
全部债务资本化比率(%)	43.75	41.51	40.67	41.47
资产负债率(%)	52.58	51.38	46.91	46.87
流动比率(%)	372.65	368.32	430.14	488.60
速动比率(%)	38.40	77.14	98.36	119.26
经营现金流动负债比(%)	-8.08	42.23	21.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.33	0.48	0.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	65.00	45.24	32.67	--

注：1. 其他流动负债中有息债务已纳入短期债务核算；2. 长期应付款中的有息债务已纳入长期债务核算；3. 2019 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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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