

信用等级公告

联合[2015] 743 号

联合资信评估有限公司通过对海宁市城市发展投资集团有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

海宁市城市发展投资集团有限公司
主体长期信用等级为

AA

海宁市城市发展投资集团有限公司
2015 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。



海宁市城市发展投资集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还到期贷款和补充运营资金

评级时间: 2015 年 6 月 9 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	126.52	166.06	191.68	195.29
所有者权益(亿元)	61.15	85.63	98.82	98.77
长期债务(亿元)	22.62	29.16	49.70	54.85
全部债务(亿元)	44.30	44.42	57.31	62.81
营业收入(亿元)	6.01	14.60	15.38	2.22
利润总额(亿元)	2.04	2.38	2.20	-0.09
EBITDA(亿元)	4.36	5.76	7.11	--
经营性净现金流(亿元)	-3.58	13.20	0.74	0.12
营业利润率(%)	12.07	7.77	4.85	6.05
净资产收益率(%)	3.29	2.55	2.19	--
资产负债率(%)	51.67	48.43	48.44	49.43
全部债务资本化比率(%)	42.01	34.16	36.70	38.87
流动比率(%)	242.07	265.10	363.42	383.39
全部债务/EBITDA(倍)	10.16	7.71	8.06	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.44	0.58	0.71	--

注: 1、2015 年一季度月财务数据未经审计。

分析师

于芷崧 焦洁

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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”)主要从事海宁市内的基础设施建设及安置保障房建设等业务。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在所属区域经济实力、安置保障房建设以及基础设施建设区域垄断性以及政府在土地出让金收益返还、股权划拨等方面支持的优势。联合资信同时注意到, 公司公益性和准公益性项目整体盈利能力弱, 对土地出让的依赖性较强等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

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

公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 近年来海宁市区域经济实力和财政实力不断增强, 为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司作为海宁市重要的国有资产经营公司, 承担了海宁市城建、保障安置房等项目建设和运营, 政府支持力度大, 且长期持续稳定的资金和资源支持为公司发展提供了重要的支撑。
3. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较高。

关注

1. 公司公益性和准经营性业务整体盈利能力弱，近年来营业利润率持续下降。
2. 公司未来保障安置房和基础设施建设项目投资规模大，对外融资需求较强。
3. 近年来，海宁市国有土地出让收入波动较大，同时公司公益性和准经营性业务投资对土地出让收益的依赖性较强。
4. 公司经营活动现金净流量波动大。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、海宁市城市发展投资集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“海宁城投”）由海宁市资产经营公司投资设立，于2008年1月8日在海宁市工商行政管理局登记注册，成立时公司注册资本为人民币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2014年底，公司注册资本为200000万元，海宁市资产经营公司为公司唯一股东，实际控制人为海宁市人民政府。

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

公司内设办公室、财务管理部、投资发展部、工程管理部、设计室、组宣人事部、内审室等7个部门（详见附件1）；截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司共计10家。

截至2014年底，公司合并资产总额191.68亿元，所有者权益98.82亿元（其中少数股东权益0.09亿元）；2014年公司实现营业收入15.38亿元，实现利润总额2.20亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额195.29亿元，所有者权益98.77亿元。2015年1~3月，公司实现营业收入2.22亿元，利润总额-0.09亿元。

公司注册地址：海宁市海州路89号北楼；法定代表人：王末顺。

二、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册并发行中期票据10亿元（以下简称“本期中期票据”），发行期限为

5年，本期中期票据每年付息一次，到期兑付本金。本期中期票据所募集资金将全部用于偿还到期贷款和补充运营资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同

比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元,比上年增加 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增加 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

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,主要着眼于确立企业的投资主体地位,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财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,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,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月,银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底,国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初,国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“《43 号文》”)。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方

政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷

等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济概况

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

（1）经济概况

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

2014 年海宁市实现地区生产总值 668.48 亿元，按可比价计算，比上年增长 7.2%。其中第一产业实现增加值 24.93 亿元，增长 1.3%，第二产业实现增加值 383.38 亿元，增长 7.3%，第三产业实现增加值 260.17 亿元，增长 7.5%。三次产业结构比为 3.7:57.4:38.9。按户籍人口计算的海宁市人均生产总值为 99556 元（按年平均汇率计算为 16207 美元）。

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

（2）财政实力

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

2012~2014 年，海宁市地方财政可控收入呈快速上升趋势，2014 年海宁地方财政收入 158.05 亿元，较 2013 年增长 11.54%。税收收入在一般预算收入中占比很大且呈逐年增长趋势，反映了海宁市一般预算收入的质量较好。

近年来，海宁市政府性基金收入已成为地方综合财力的重要来源之一，政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入。近三年国有

土地使用权出让收入快速增长, 2014 年海宁市国有土地使用权出让收入为 70.89 亿元。总体看, 国有土地使用权出让在一定程度上增强了

海宁市的财政调节能力, 但考虑到土地市场的不确定性, 未来政府性基金收入存在不确定性。

表 1 2012~2014 年海宁市财政收支数据 (单位: 万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
地方可控财力	953188	1417044	1580536
一般预算收入	442890	524888	600260
其中: 税收收入	433784	498623	583528
非税收入	9106	26265	16732
上级补助收入	137188	178449	174658
其中: 返还性收入	55319	56792	57904
一般性转移支付收入	33583	47733	63766
专项转移支付收入	48286	73924	52988
政府性基金收入	342626	685443	775916
其中: 国有土地所有权出让收入	342626	616117	708903
预算外财政专户收入	30484	28264	29702
财政支出	882711	1216985	1416928
其中: 一般预算支出	433163	511850	606845
政府基金支出	419437	673868	783425
预算外支出	30111	31267	26658

资料来源: 海宁市财政局。

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

财政支出方面, 2012~2014 年海宁市地方财政支出分别为 88.27 亿元、121.70 亿元和 141.69 亿元。从收支平衡来看, 近三年海宁市的财政平衡率 (财政预算收入/财政预算支出) 分别为 102.25%、102.55%和 111.55%, 预算收入对支出的覆盖能力较好。

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

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

(3) 地方政府债务

海宁市地方政府债务主要由直接债务构成, 担保债务余额较小。截至 2014 年底, 海宁市政府全部债务余额 122.45 亿元 (直接债务余额+担保债务余额*50%), 债务率为 77.47%, 总体债务水平一般。

表 2 2014 年海宁市地方政府债务 (单位: 万元)

地方债务 (截至 2014 年底)	金额 (万元)	地方财力 (2014 年)	金额
(一) 直接债务余额	1218702	(一) 地方一般预算收入	600260
1、外国政府贷款		1. 税收收入	583528
2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	16732
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	174658
3、国债转贷资金		1. 一般性转移支付收入	63776
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	52988

5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	57904
6、国内金融机构借款	813449	(三) 国有土地使用权出让收入	708903
(1) 政府直接借款		1. 国有土地使用权出让金	675284
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	813449	2. 国有土地收益基金	31816
7、债券融资	378000	3. 农业土地开发资金	1803
(1) 中央代发地方政府债券	44000	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	334000	(四) 预算外财政专户收入	29702
8、粮食企业亏损挂账	2140	(五) 其他基金收入	67013
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	25112		
(二) 担保债务余额	11636		
1、政府担保的国内金融机构借款	11636		
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%	1224520	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	1580536
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) ×100%			77.47%

资料来源：海宁市财政局

总体来看，海宁市经济将持续保持快速增长、一般预算收入增长较快，地方政府债务率一般。同时，海宁市经济的快速发展为政府财政收入提高了保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是海宁市人民政府批准设立的国有独资企业，海宁市资产经营公司为公司全资股东，截至 2015 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. 人员素质

公司高层管理人员 6 人。董事长兼总经理王末顺，男，汉族，1974 年 11 月生，研究生硕士学历，中共党员。2003 年 2 月任海宁市城市建设处总工程师；2004 年 8 月任海宁市规划建设局局长助理；2005 年 7 月任海宁市规划建设局局长助理、市城市建设开发投资有限公司副

总经理；2008 年 7 月任海宁市城市建设开发投资有限公司总经理；2010 年 10 月任海宁市城市发展投资集团有限公司党委委员、副总经理；2013 年 5 月至今任公司党委副书记、董事长、总经理。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并口径）共有员工 608 人，其中本科及以上学历人员占 25.00%，大专学历人员占 38.00%，高中及中专学历人员占 25.00%，其他人员占 12.00%；从年龄结构看，30 岁及以下人员占 15.00%，30~50 岁员工占 37.00%，50 岁及以上人员占 48.00%。

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

3. 股东支持

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

健发展。

股权划拨

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

财政资金支持

根据“海政发[2011]19 号”《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》，城市规划控制区 55 平方公里内，扣除海宁经济开发区、马桥街道、市指定用途部分后出让土地的净收益，每年市财政留用 2 亿元后全额安排给公司，用于土地收储和城市基础设施、安置房及相关社会事业项目的开发建设，同时，对城市规划控制区内，政府按每亩 15 万元拨付给公司作收储土地的农村拆迁安置费；2012 年 9 月 5 日，根据“关于协调提高土地拆迁安置包干经费缴纳标准相关事宜”的会议纪要，将每亩 15 万元的经费提高至每亩 30 万元。

2012~2014 年，海宁市财政局拨付公司财政拨款和补助款合计分别为 13.25 亿元、21.98 亿元和 13.46 亿元。

表 3 近三年政府财政资金支持情况（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财政补贴	2.01	2.10	2.40
主营业务收入	1.12	--	--
资本公积	10.12	19.88	11.06
其中：土地出让收益	8.54	13.07	10.18
合计	13.25	21.98	13.46
具体文件	海财会 [2012]942 号	海财会 [2013]942 号	海财会 [2014]112 号

资料来源：公司提供

根据“海财会[2012]837 号”《关于海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2012 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》，海宁市财政局向公司及子公司拨付 13.25 亿元，其中 10.12 亿元于资本公积中体现、2.01 亿元计入公司营业外收入、1.12 亿元于公司营业收入中体现（系海宁市城市建设开发投资有限公司代建海昌路南延和城南大道西延的项目移交回购款）；根据“海财会[2013]942 号”《关于海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2013 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》，海宁市财政局向公司及子公司拨付 21.98 亿元，其中 19.88 亿元于公司资本公积中体现，2.10 亿元计入公司营业外收入。根据“海财会[2014]112 号”《关于海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2014 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》，海宁市财政局向公司及子公司拨付 13.46 亿元，其中 11.06 亿元于公司资本公积中体现，2.40 亿元计入公司营业外收入。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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

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

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

2. 管理水平

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

总体来看，公司管理制度和治理结构较为健全，能够保障日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

1. 经营现状

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

公司土地整理业务收益由土地整理收入和土地出让收益构成。2012 年，公司土地整理收入和土地出让收益通过财政资金注入的形式在资本公积科目反映，未在利润表中体现。2013 年海宁市人民政府《关于同意市土地开发有限公司国有股权无偿划转给市城投集团的批复》（海政函[2013]116 号文），同意将海宁市财政局持有的海宁市土地开发有限公司 100% 股权无偿划拨给公司，公司将内部原

有土地整体业务集中于该公司进行，并将土地整理业务的土地整理收入部分在营业收入中反映，公司获得的土地出让收益部分仍以财政资金注入形式在资本公积科目体现。2013~2014 年，公司新增土地整理收入分别为 3.19 亿元和 6.60 亿元。

2012~2014 年公司分别实现主营业务收入 5.96 亿元、14.53 亿元和 15.23 亿元，保持稳定增长态势，2013 年以来公司主营业务收入主要由房产销售收入、燃气销售和土地整理收入构成。

公司房地产销售收入包括安置保障房销售收入和一般商品房销售收入。2014 年公司房地产销售、燃气销售和土地开发收入在主营业务收入中的占比分别为 41.23%、12.54% 和 43.34%。公司房产销售收入以保障安置房销售收入为主。整体看，目前公司已经形成了房产销售和土地整理两大板块为主业的经营格局，且两大板块均受益于海宁市较好的经济发展态势。公司未来的收入将随着两大板块的进一步发展而继续增长。公司诸如物业管理、租赁、客房收入毛利率较高，但规模小。

毛利率方面，公司综合毛利率整体呈持续下降趋势，2012~2014 年分别为 16.26%、12.75% 和 6.45%。2014 年，公司综合毛利率下滑主要受土地整理业务毛利率水平较低影响。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 2.18 亿元，占 2014 年全年的 14.31%，主要是保障房销售收入。毛利率方面，房地产业务毛利率为 4.48%，毛利率下降主要受城市郊区安置房安置政策等因素影响所致。公司一季度公司整体毛利率略有上升至 7.48%。

表 4 2012~2015 年 3 月公司主营业务情况（单位：万元、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售收入	35484.79	17.10	96189.38	15.98	62837.71	11.66	14558.50	4.48
其中：保障安置房销售收入	35477.79	17.09	56622.16	7.60	44001.67	6.35	14558.50	4.48
商品房销售收入	--	--	39567.22	27.98	18835.74	53.73	--	--

代建收入	11233.29	4.76	--	--	--	--	--	--
燃气销售收入	8746.69	5.54	12707.51	3.09	19132.45	-0.26	5442.92	0.52
物业管理收入	719.10	16.05	1104.86	24.00	1107.50	18.63	208.70	32.77
客房收入	832.72	18.87	836.94	22.13	653.33	1.08	143.10	96.02
租赁收入	2463.94	89.67	2353.54	85.77	2419.78	86.11	695.65	100.00
土地整理收入	--	--	31860.65	0.33	65958.65	0.12	756.72	6.33
合计	59632.21	16.26	145266.37	12.75	152300.81	6.45	21805.59	7.48

资料来源：企业提供

2. 业务运营

土地整理

公司土地整理业务收益主要由土地整理收入和土地出让收益分成构成。

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

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

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

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

会计核算方面，对于土地整理收入，2013 年以前，公司将土地整理成本计入“存货-开发成本”科目，公司根据拆迁户安置情况，将土地整理成本分别结转至相应的保障安置房的开发项目，并根据安置保障房建设进度结转土地开发成本。同时，公司将市财政返还的 15 万/亩土地开发包干费计入“资本公积”科目；从 2013 年开始，由土地开发公司实施土地整理业务，城郊公司将土地整理结余成本移交给新设立的土地开发公司，土地开发公司根据收到土地整理包干费用返还款项确认土地开发收入，并同时结转相应的土地开发成本。由于土地整理时涉及拆迁补偿安置房的建设和置换工作，对于已出让并获得土地整理收益的但

未完成安置房交付的拆迁地块，公司按照预估成本先行结转，目前公司预估成本接近 30 万/亩。对于预估成本超出现金成本部分，公司在负债中应付账款科目反映，截至 2014 年底为 8.54 亿元。

会计核算中对于土地出让收益分成部分，2012 年以来，公司以财政资金注入形式在“货币资金”和“资本公积”反映。

表 5 近三年公司土地整理与出让情况

年度	2012 年	2013 年	2014 年
整理面积（亩）	2642	1657	2094
投资成本（万元）	66050	48881	61773
出让面积（亩）	742	1020	616
土地整理收益（万元）	132340	162541	167812

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司获得土地整理收益分别为 13.23 亿元、16.25 亿元和 16.78 亿元。

近三年，公司累计整理土地 6393 亩，整理土地中已累计出让 2378 亩。2014 年整理土地 2094 亩，其中 616 亩于 2014 年出让并获得土地整理收益。2014 年公司获得土地整理收益 16.78 亿元，其中土地整理收入 6.60 亿元，由于结转成本为预估成本，接近 30/亩的返还收入，公司土地整理收入毛利率仅为 0.12%；此外公司获得土地出让收益 10.18 亿元。

截至 2014 年底，公司“存货-开发成本”科目中土地整理成本合计 42.72 亿元，相应土地整治面积 1.94 万亩。

截至 2014 年底，公司整理土地分为 23 个项目区域，涉及整理面积 19417.7 亩，已累计整理 8131 亩。2015~2017 年，公司土地整理业务分别需要投入 9.01 亿元、8.72 亿元和 9.38 亿元。整体看，未来三年公司土地整理业务投资金额较大，同时公司土地资源较为充足，业务具有较好的可持续性。

此外，公司承担了海宁市城市基础设施、旧城改造、保障安置房建设等重大项目的投资、建设和运营任务。此类业务公益性强，其主要运营模式：对于保障安置房、城市道路、市政工程等公益性和准公益性项目，由政府投

入包括预算内资金、土地出让金政府净收益等在内的资金作为项目建设资金，资金缺口由公司作为承贷主体进行筹集，其还款来源主要为土地出让金收益返还。根据海政办发[2014]59 号文《关于明确海宁市城市发展投资集团有限公司有关投融资意见的通知》，进一步明确了利用公司获得土地出让收益平衡城市基础设施建设和棚户区改造等公益性较强项目的资金需求的运营模式。

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

安置房与商品房建设

目前承担安置房建设项目主体为海宁市旧城改造与开发投资有限公司（以下简称“旧改公司”）、海宁市城郊投资有限公司（以下简称“城郊公司”），旧改公司主要负责海宁市区的旧城改造项目投资及房地产开发建设，城郊公司主要负责海宁城郊结合部的安置房开发建设任务。

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

表 6 公司近年来安置房销售情况
(单位: 万平方米、万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
安置房开工面积	71.00	60.52	12.15	0
安置房竣工面积	50.00	20.22	28.98	0
安置房销售面积	7.24	12.95	8.16	2.31
安置房销售收入	35477.79	56622.11	44001.67	14558.50

资料来源: 公司提供

安置房建设方面, 2012~2014 年公司安置房累计新开工 143.67 万平方米, 累计竣工 99.20 万平方米。受安置房竣工面积波动影响, 公司安置房销售面积和收入均有波动。2012~2014 年公司安置房销售收入分别为 3.55 亿元、5.66 亿元和 4.40 亿元。由于市场通货膨胀加剧, 近年来安置房建设成本逐年增加, 同时公司安置价格是根据市场评估价格进行确定, 安置价格增长幅度明显低于安置房建设成本增长, 因此, 毛利率总体呈下降趋势。

表 7 截至 2014 年底公司在建安置房项目未来投资计划 (单位: 万元)

序号	项目名称	总投资	截至 2014 年底完成投资情况	2015 年	2016 年	2017 年
1	江南世家一期 (原城南大道南侧安置房一期)	225724	162526	52000	11198	
2	月亮湾 (原群利三期)	110191	92949	15170	2072	0
3	洛河二期西区块安置房	21064	13151	4640	3273	0
4	长田区块安置房	72502	17580	3000	30000	21922
5	鹃湖水库拆迁安置房	15405	7347	6552	1506	0
6	南郊二组安置房	8630	5088	3542	0	0
7	洛南路东侧商业用房	3183	2900	283	0	0
8	民和三期安置房	41567	26996	6493	6078	2000
9	双凤二期安置房	94348	16603	1300	25000	25000
10	伊桥二期安置房	102532	23705	20393	20000	11434
11	赞山景苑农贸市场及配套用房	11260	8467	2793		
12	农丰安置房	27700	1430	6600	15000	4670
13	荷叶村安置房	13000	450	2000	7000	3550
14	河西路南侧商业用房	3660	2030	1200	430	0
15	河西路北侧管理用房	810	110	590	110	0
合计		751576	381332	126556	121667	68576

资料来源: 公司提供

截至 2014 年底, 公司保障房投资成本为 71.12 亿元, 在公司存货中体现。公司在建安置房建设项目主要包括江南世家一期 (原城南大道南侧安置房一期)、月亮湾景苑 (群利三期安置房)、伊桥二期安置房等项目, 预计总投资 75.16 亿元, 截至 2014 年底已投资 38.13 亿元, 2015~2017 年分别需要投资 12.66 亿元、12.17 亿元和 6.86 亿元, 投资规模较大。

商品房销售

海宁市房地产开发有限公司为公司商品房开发主体, 主要开发项目为华盛嘉苑、华府

景园、海城大楼。2014 年, 公司实现商品房销售收入 1.88 亿元。

华盛嘉苑商品房开发项目位于文宗路西侧、丁桥港北侧, 土地购置于 2008 年 8 月, 土地面积 17074 平方米。项目概算 25000 万元, 开发周期为 2010 年 1 月至 2013 年 1 月, 已于 2013 年 9 月竣工完成。项目设计建筑面积 56131.4 平方米, 其中房屋地面建筑面积 42644.5 平方米。项目测绘面积报告: 住宅共计 345 套, 住宅可售面积 42083.50 平方米, 物业用房 391.02 平方米, 配套用房 10226 平方米,

地下室 12751.56 平方米。

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

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

表 8 公司商品房概况（单位：万平方米）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
新开工面积	18.33	7.18	--
竣工面积	--	5.53	--
销售面积	--	4.32	1.99

资料来源：公司提供

基础设施代建

海宁市城市建设开发投资有限公司（以下简称“城市建设公司”）主要承担海宁市区道路、绿化等基础设施项目的投资建设任务。

城市建设公司承担海宁市区道路、绿化等基础设施项目为公益性基础设施建设，建设由政府投入包括预算内资金、土地出让金政府净收益等在内的资金作为项目资本金，资金缺口由公司作为承贷主体进行筹集。根据海政办发[2014]59 号文，公司获得的土地出让金返还为公司从事基础设施代建的重要资金来源；此

外，市财政通过财政专项资金拨付、财政补贴以及折旧补贴对公司城市基础设施建设给予支持。由于 2012 年底财政部、国家发改委、人民银行和银监会四部委联合下发《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463 号），文件明确不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务，因此公司 2013 年之后无基础设施代建收入。

2012~2014 年公司基础设施代建业务分别投入 11573 万元、18443 万元和 46277 万元，形成资产主要在建工程科目反映，根据海宁市地方税务局《关于海宁市城市发展集团有限公司及其子公司收到的公用事业财政专项补贴有关问题的函》，2012~2014 年政府拨付的公用事业财政专项补贴分别为 5000 万元、6000 万元和 7000 万元，在资本公积和财政补贴科目体现。资金不足部分公司通过对外融资解决，截至 2014 年底，公司因基础设施代建形成的银行借款的债务融资规模为 41000 万元。截至 2014 年底，公司主要在建基础设施投资项目合计 6 项，概算总投资 11.10 亿元，截至 2014 年底已完成投资 3.84 亿元，2015~2017 年分别需要投入资金 2.71 亿元、3.34 亿元和 0.85 亿元。

整体看，公司土地整理业务、商品房及安置房业务和基础设施建设业务 2015~2017 年合计尚需投资 65.70 亿元，未来投资规模较大，存在一定融资压力。

表 9 截至 2014 年底公司在建和拟建基础设施项目未来投资计划（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	截至 2014 年底 工程进度	截至 2014 年 底完成投资 情况	工程 周期	2015 年	2016 年	2017 年
1	广顺路南延（江南大道-丰收路）	7610	平阳堰港桥梁下部结构施工；环城巷道桥头搅拌桩施工及路基填筑，挡墙砌筑。	6060	2013 年 12 月至 2015 年 12 月	1550	0	0
2	环西二路跨铁路大桥	19746	桩基施工已经完成 192 根桩，涉铁部分已经启动。	8650	2013 年 12 月至 2016 年 12 月	8000	3096	0
3	鹃湖东侧道路（海洲路-城南大道）	8374	可实施路段道路宕渣填筑，雨污水管道施工。	4794	2014 年 5 月至 2016 年 12 月	2480	1100	0
4	鹃湖公园绿化及开发项目一期景观绿化	50000	鹃湖公园绿化及开发项目一期景观绿化西区块完工。东南区块可实施区域正在土方造型。	16500	2013 年 12 月至 2017 年 12 月	10000	20000	3500

5	麻泾港滨河绿化	9018	麻泾港滨河绿化一期目前正在清表工作。	266	2014年7月至2016年12月	2000	6752	0
6	海洲路东延(碧云路至08省道)	16207	碧云路至鹃湖西侧段,完成全部灌注桩,承台浇筑完成50%,雨水管道完成600米。	2150	2014年11月至2018年12月	3057	2500	5000
7	鹃湖北湖及引水河、湿地开挖工程	70000	前期工作	0	2016年7月至2019年12月	0	5000	10000
8	西山北坡绿化(绿化扩建)	5200	前期工作	0	2015年10月至2016年12月	1000	4200	0
9	西山路西延伸(海宁一中-环西二路)	22000	前期工作	0	2015年5月至2017年12月	3000	10000	9000
合计		208155		38420		31087	52648	27500

注:公司在建工程中多数项目已完工但未结转,该表统计的是未来持续投资项目。

资料来源:公司提供

其他业务

公司其他业务收入包括燃气、物业管理和租赁收入。

2012年1月海宁市财政局将海宁市资产经营公司持有的海宁市新欣天然气有限公司(以下简称:“海宁燃气”)60%股权自2012年1月1日起无偿划拨给公司。海宁燃气主要负责拨接城市供气管网与国家供气网络的城市主管网建设和运营;从事海宁市管道天然气的供应,负责与浙江省能源局和浙江省天然气开发有限公司进行对接,协调海宁市的年度用气指标。其收入构成主要由天然气高压管道运输收入和天然气销售收入构成。近三年,公司天然气供气量分别为3766万立方米、5037万立方米、6888万立方米。截至2014年底,公司燃气管道长度4.88千米。根据浙江省物价局2013年价格批复,目前海宁燃气的管道运输价格为0.03元/立方米;销售价格为2.98元/立方米。

2012~2014年,海宁燃气分别实现燃气销售收入0.87亿元、1.27亿元和1.91亿元。2014年毛利率下滑,主要是根据浙江省物价局2013年价格批复,自2013年到6月20日起天然气进销差价从0.2元降为0.03元所致。

公司租赁业务由子公司海宁市小商品市场开发有限公司负责,主要从事物业管理服务,市场经营管理、会务服务,目前市场现有摊位共计389个(东区底楼183个,东区二楼88个,西区118个),店面共计29间,截至

2015年3月底公司可租赁面积21942.11平方米。2012~2015年3月,分别实现租赁收入0.25亿元、0.24亿元、0.24亿元和0.07亿元。

公司客房收入来自海宁市小商品市场开发公司下属假日国际大酒店,目前酒店客房188间,入住率一般在70%左右;物业管理收入是海宁市兴房物业管理服务有限公司的主营收入,目前物业公司管理21个小区,设立14个物业管理部。

3. 未来发展

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012~2014年财务报表已经天健会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留的审计意见。2015年一季度财务数据

未经审计。

截至 2015 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 10 家；从合并范围变化上看，2012 年，公司新增纳入合并范围子公司 2 家；2013 年，公司新增纳入合并范围子公司海宁市城投集团资产管理有限公司、海宁市土地开发有限公司 2 家。2014 年无新增下属子公司，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2014 年底，公司资产总额 191.68 亿元，所有者权益合计 98.82 亿元（其中少数股东权益 0.09 亿元）；2014 年公司实现营业收入 15.38 亿元，实现利润总额 2.20 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 195.29 亿元，所有者权益 98.77 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.22 亿元，利润总额-0.09 亿元。

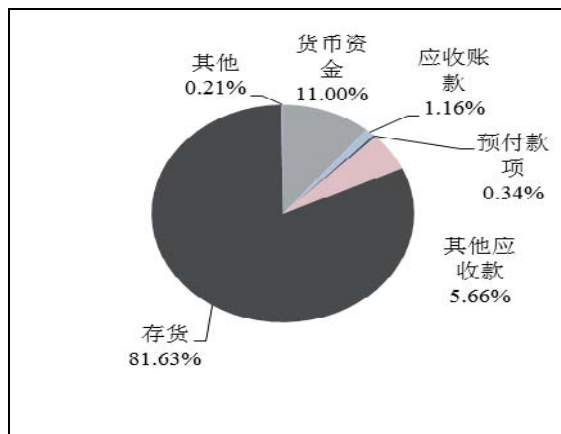
2. 资产质量

近年来公司资产增长速度较快，2012~2014 年年均复合增长 23.08%，截至 2014 年底为 191.68 亿元。从资产结构看，公司以流动资产为主（占 81.82%）。

流动资产

2012~2014 年公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 23.11%，截至 2014 年底为 156.84 亿元。公司流动资产主要由存货（占 81.63%）、货币资金（占 11.00%）和其他应收款（5.66%）构成。

图 1 公司 2014 年底流动资产结构



资料来源：审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金 17.26 亿元，其中银行存款及现金占 78.82%，其他货币资金占 21.15%，其他货币资金主要是定期存款 3.58 亿元（已用于质押借款）。

2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，三年分别为 3.65 亿元、5.29 亿元和 8.88 亿元。截至 2014 年底，公司其他应收款主要为海宁市土地收储中心、海宁市旧区有机更新开发有限公司、海宁市第二水厂有限公司、海宁市盐官景区综合开发有限公司等的往来款（海宁市土地收储中心已于 2015 年 1 月 5 日还清）。从账龄看，45.64% 的其他应收款的账龄在 1 年以内，1~2 年的占 25.55%，2~3 年的占 10.98%，3 年以上占 17.83%。整体看，公司其他应收款综合账龄较长，由此产生的流动性问题有待关注。公司其他应收款计提坏账准备 0.08 亿元，计提比例为 0.90%。

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均复合增长率为 21.39%，主要是公司拆迁安置房项目增加所致。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 128.03 亿元，公司存货主要由开发成本（占 88.87%），开发产品（11.12%）构成。其中，开发成本中保障性安置房成本 63.94 亿元，商品房成本 7.11 亿元，土地整理成本 42.72 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长率为 22.98%，增长主要来自其他固定资产和在建工程的增加。截至 2014 年底，公司非流动资产为 34.83 亿元，主要由固定资产（38.07%）、在建工程（45.61%）和其他非流动资产（14.17%）构成。

2012~2014 年，公司固定资产账面净额持续增长，年均复合增长率为 15.59%。截至 2014 年底，公司固定资产原值 15.30 亿元，其中房屋 31.63%，公路资产占 65.49%。截至 2014 年底，公司累计计提折旧 2.05 亿元，固定资产净额为 13.26 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程大幅增加，

年均复合增长 44.74%，截至 2014 年底，公司在建工程 15.89 亿元，主要是公司基础设施建设业务中的道路整修项目（13.32 亿元）和城市基础建设工程（2.50 亿元）。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 195.29 亿元，较上年底增长 1.88%。资产构成中，流动资产占 81.82%，非流动资产占 18.18%，构成较上年底相比变化不大。

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

3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长率为 27.13%，主要是公司资本公积和未分配利润增长所致。公司资本公积的增长主要来源于财政拨款《海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2014 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》（海财会[2014]112 号文）、免缴国资收益《关于同意海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属公司免缴 2013 年度国资收益的批复》（海财函[2014]80 号文）、政府对公司的资本金支持（[2012]837 号、[2013]942 号文）以及股权划拨，近三年分别为 37.65 亿元、60.65 亿元和 72.37 亿元。截至 2014 年底，公司所有者权益为 98.82 亿元，其中归属于母公司权益 98.73 亿元，少数股东权益 0.09 亿元；归属于母公司权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 20.24%、73.23%和 6.21%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计为 98.77 亿元（含少数股东权益 0.09 亿元），较上年底微降 0.06%，构成基本保持不变。

总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

2012~2014 年，公司负债合计快速增长，年均复合增长率为 19.18%，截至 2014 年底，公司负债合计 92.85 亿元，其中流动负债占

46.48%，非流动负债占 53.52%。

2012~2014 年，公司流动负债波动增长，年复合增长率 0.47%。截至 2014 年底，公司流动负债为 43.16 亿元，其中占比较高的有短期借款（占 0.58%）、应付账款（占 45.47%）、预收款项（占 10.02%）、其他应付款（占 25.32%）和一年内到期的非流动负债（占 17.05%）。

2012~2014 年，公司短期借款呈逐年大幅下降趋势，截至 2014 年底，公司短期借款为 0.25 亿元，全部为保证借款。

2012~2014 年，公司应付账款年均复合增长率 251.34%，截至 2014 年底，公司应付账款为 19.62 亿元，较 2013 年有所下降，主要是公司 2013 年保障安置房在建项目及城市基础设施项目大幅增加，期末公司按照各项目的实际完工进度，计算实际已发生成本并对未开票部分进行暂估，其中合计暂估金额 12.80 亿元。

截至 2014 年底，公司预收款项为 4.32 亿元，公司预收款较 2013 年有所上升，主要是预收房产销售、房屋租金以及燃气收入所致。

2012~2014 年，公司其他应付款波动下降，年均复合增长率为-6.21%，截至 2014 年底，公司其他应付款为 10.93 亿元，主要系与海宁市资产经营公司（3.36 亿元）、海宁市水利建设投资开发有限责任公司（0.89 亿元）等的往来款。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.36 亿元，为一年内到期的长期借款。

2012~2014 年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长率为 48.21%。截至 2014 年底，公司非流动负债为 49.70 亿元，其中，长期借款占 71.00%，应付债券占 29.00%（为公司 2013 年 9 月 18 日在浙江股权交易中心发行的 1.50 亿元“海宁市城市发展投资集团有限公司 2013 年私募债券”，期限 2 年，利率 7.5%；2014 年 10 月 22 日发行 13 亿元“14 海宁城投债”，期限 7 年，利率 5.58%）。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 96.52

亿元，较 2014 年底增长 3.95%，主要来自长期借款的增长。构成中流动负债占 43.18%，非流动负债占 56.82%，较上年底相比基本保持稳定。

2012~2014 年公司有息债务快速增长，截至 2014 年底公司债务总额为 57.31 亿元。随着公司业务的发展和海宁市城乡建设的逐步推进，预计公司债务将进一步增加。从债务期限结构看，短期债务占比逐年下降，长期债务占比逐年上升。截至 2014 年底，短期债务占比 13.28%，长期债务占比 86.72%，公司债务以长期债务为主。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 62.81 亿元，较上年底增长 9.60%，其中短期债务为 7.96 亿元（占 12.67%），较上年底增长 4.60%；公司长期债务为 54.85 亿元（占 87.33%），较上年底增长 10.36%。

2012~2014 年，资产负债率和全部债务资本化比率呈波动下降趋势，长期债务资本化比率呈波动上升趋势，2014 年底分别为 48.44%、36.70%和 33.46%，公司整体债务负担适宜。截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.43%、38.87%和 35.70%，较上年底分别上升 0.99、2.17 和 2.24 个百分点，债务规模上升较快，债务负担略有加重。

整体看，近年来政府持续的资产投入使得公司实力不断增强，以长期债务为主的债务结构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。未来，公司安置房建设和基础设施建设投资规模仍然较大，预计公司债务规模仍将呈上升趋势。

4. 盈利能力

2012~2014 年，随着业务规模的扩大，公司收入快速增长，2014 年公司实现营业收入 15.38 亿元。公司营业收入主要来自房产销售收入（保障安置房销售和商品房销售收入）、土地开发收入和燃气销售收入；同期，公司营业成本亦快速上升，2014 年为 14.25 亿元；近

三年公司营业利润率呈逐年下降趋势，分别为 12.07%、7.77%和 4.85%。

2012~2014 年，公司期间费用分别为 0.72 亿元、0.79 亿元和 0.71 亿元，期间费用占营业收入比重近三年分别为 11.90%、5.40%和 4.62%，得益于营业收入大幅增长，期间费用占比下降幅度较大。

2012~2014 年，公司利润总额分别为 2.04 亿元、2.38 亿元和 2.20 亿元，主要由经营性业务利润和营业外收入构成。2012~2014 年，公司经营性利润分别为 0.04 亿元、0.30 亿元和 0.02 亿元，公司主营业务的获利能力差。营业外收入主要为财政补贴收入，是公司最核心的利润来源，近三年分别为 2.01 亿元、2.10 亿元和 2.40 亿元，公司利润总额对政府补贴的依赖性强。

近三年，公司总资本收益率和净资产收益率均逐年下降，三年均值分别为 1.53%和 2.52%，2014 年分别为 1.29%和 2.19%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.22 亿元，利润总额-0.09 亿元；营业利润率为 6.05%，较 2014 年上升 1.20 个百分点。

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

5. 现金流

经营活动现金流方面，2012~2014 年，受公司收入规模大幅增长影响，公司经营活动产生的现金流入量亦波动增长，2014 年为 46.48 亿元。其中，销售商品、提供劳务所收到的现金 15.60 亿元，主要是保障房和商品房销售收入；收到其他与经营活动有关的现金 30.84 亿元，主要是政府拨付的土地出让金返还款和往来款。经营活动现金流出方面，近三年购买商品、接受劳务支付的现金波动上升，分别为 23.81 亿元、17.62 亿元和 24.12 亿元；近三年

支付其他与经营活动有关的现金波动上升，2014 年为 20.68 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流净额分别为-3.58 亿元、13.20 亿元和 0.74 亿元。获现能力方面，近三年现金收入比分别为 91.90%、68.91%和 101.44%，其中 2013 年，公司现金收入比较低，主要是土地整理收入收到的现金在收到其他与经营活动有关的现金中反映。总体看，公司收现质量良好。

投资活动方面，2012~2014 年公司投资活动现金流出较小，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金，近三年分别为 1.53 亿元、2.24 亿元和 7.30 亿元，主要对应公司市政基础设施建设投资支出。公司投资支付的现金主要为公司和子公司旧改公司购买理财产品支付的现金，近三年分别为 0.45 亿元、4.91 亿元和 1.18 亿元。公司投资活动产生的现金主要是收回投资收到的现金，近三年分别为 1.78 亿元、4.77 亿元和 1.30 亿元，主要系赎回理财产品收到的现金。公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，2012~2014 年分别为 0.18 亿元、-2.25 亿元和-6.99 亿元。

从筹资活动来看，2012~2014 年，筹资活动现金流入量逐年上升，2014 年为 30.07 亿元，主要为银行借款及发行债券。发行债券收到的现金为公司 2014 年 10 月发行的“14 海宁城投债”。收到其他与筹资活动有关的现金主要是非银行类借款，2014 年为 1.57 亿元；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务、分配股利偿付利息支付的现金。2014 年支付其他与筹资活动有关的现金 1.30 亿元，主要是偿还借款，包括海宁市资产经营公司 5244.38 万元，海宁第二水厂 2800 万元以及康安融资租赁公司 5000 万元。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.38 亿元、-8.12 亿元和 8.93 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入为 9.64 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 0.12 亿元、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.18 亿元和-0.52 亿元。

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

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012~2014 年，公司流动比率和速度逐年上升，近三年均值分别为 309.65%和 54.13%，2014 年底分别为 363.42%和 66.77%。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 383.39%和 66.11%，较上年底分别上升 19.97 和-0.66 个百分点。近三年公司经营现金流动负债比分别为-8.37%、25.75%和 1.70%。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2012~2014 年，受公司利润规模上升影响，EBITDA 保持增长，2014 年为 7.11 亿元；公司全部债务/EBITDA 波动下降，近三年均值为 8.38 倍，2014 年为 8.06 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

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

截至 2015 年 3 月底，公司及其子公司对外担保 6.30 亿元，担保比率为 6.38%，目前被担保企业（单位）经营正常。整体看，公司担保比率较低，或有负债风险较低。

表 10 公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	被担保单位	担保金额	担保到期日
公司、海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司、海宁市城郊建设投资有限公司	海宁沪鼎安置房项目管理有限公司	40000.00	2017-08-01

海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司	浙江省基础建设投资集团股份有限公司	13000.00	2016-10-30
	海宁市人民医院	10000.00	2018-05-15
合计		63000.00	

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2015年3月底，公司共获各家银行授信额度人民币66.78亿元，尚未使用额度3.90亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2015年5月11日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

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

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为10亿元，分别占2015年3月底长期债务和全部债务的18.23%和15.92%，本期中票发行对公司现有债务有一定的影响。

截至2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.43%、38.87%和35.70%，公司2015年3月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，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将分别上升至51.89%、42.44%和39.63%。公司债务负担进一步上升。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的2.21倍、5.42倍和4.65倍；2012~2014年，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的-0.36倍、1.32倍和0.07倍；2012~2014年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的0.44倍、0.58倍和0.71倍。经营活动现金流量净额及EBITDA对本期中期票据覆盖程度低，经营活动现金流入对本期中期票据覆盖程度较高。

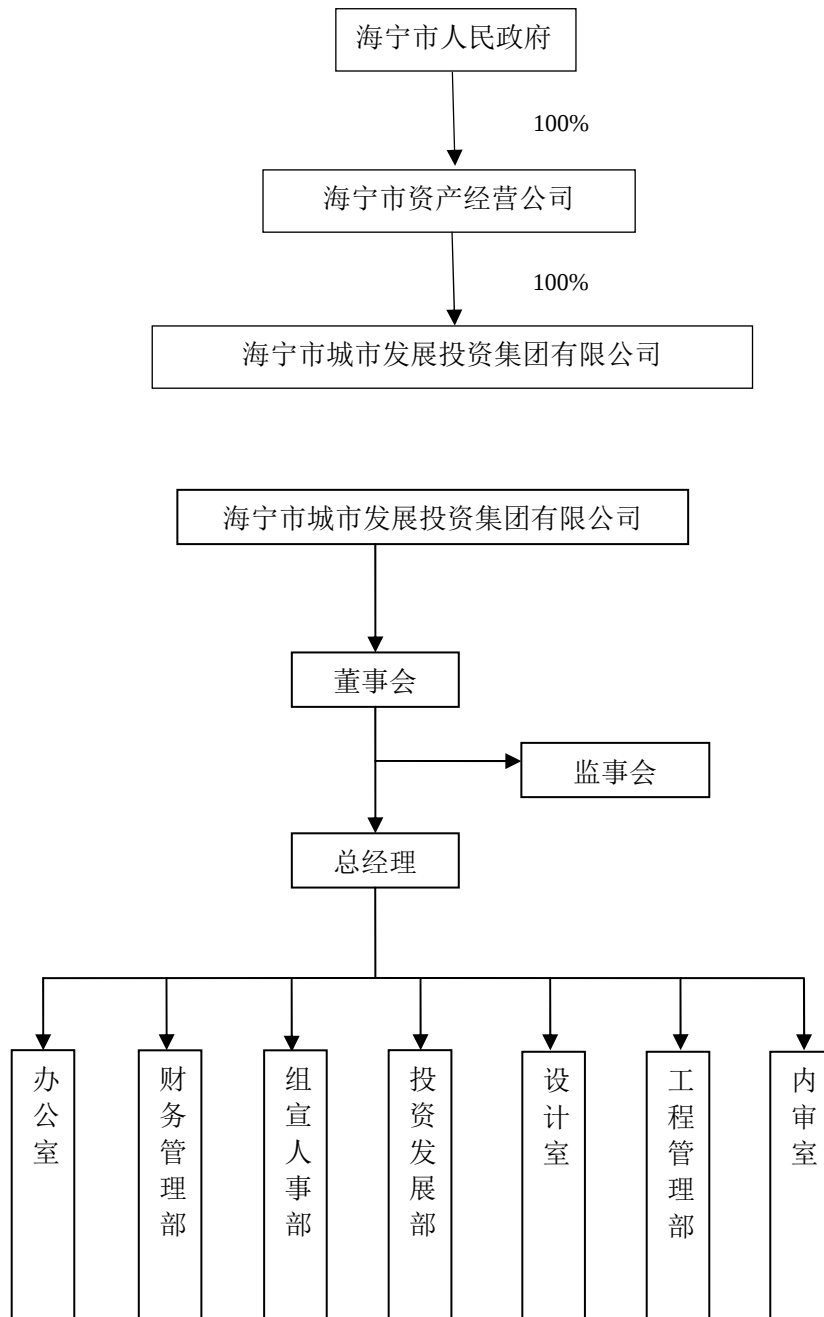
十、结论

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

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

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较高。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.54	16.03	17.26	15.68
资产总额(亿元)	126.52	166.06	191.68	195.29
所有者权益(亿元)	61.15	85.63	98.82	98.77
短期债务(亿元)	21.67	15.26	7.61	7.96
长期债务(亿元)	22.62	29.16	49.70	54.85
全部债务(亿元)	44.30	44.42	57.31	62.81
营业收入(亿元)	6.01	14.60	15.38	2.22
利润总额(亿元)	2.04	2.38	2.20	-0.09
EBITDA(亿元)	4.36	5.76	7.11	--
经营性净现金流(亿元)	-3.58	13.20	0.74	0.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13120.96	15632.75	16.92	--
存货周转次数(次)	0.12	0.13	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.10	0.09	--
现金收入比(%)	91.90	68.91	101.44	66.07
营业利润率(%)	12.07	7.77	4.85	6.05
总资本收益率(%)	1.91	1.69	1.29	--
净资产收益率(%)	3.29	2.55	2.19	--
长期债务资本化比率(%)	27.01	25.40	33.46	35.70
全部债务资本化比率(%)	42.01	34.16	36.70	38.87
资产负债率(%)	51.67	48.43	48.44	49.43
流动比率(%)	242.07	265.10	363.42	383.39
速动比率(%)	38.83	43.27	66.77	66.11
经营现金流动负债比(%)	-8.37	25.75	1.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.16	7.71	8.06	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.21	5.42	4.65	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.36	1.32	0.07	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.44	0.58	0.71	--

注：1、2015 年一季度月财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 海宁市城市发展投资集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

海宁市城市发展投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。海宁市城市发展投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，海宁市城市发展投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注海宁市城市发展投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现海宁市城市发展投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如海宁市城市发展投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

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

