

信用等级公告

联合[2018]1497号

海宁市尖山新区开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2018 年第一期公司债券进行了主动评级，确定：

海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

海宁市尖山新区开发有限公司拟发行的 2018 年第一期公司债券信用等级为 AA⁺_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2018年第一期海宁市尖山新区开发有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级: AA⁺_{pi}

公司主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 7 亿元

债券期限: 7 年

担保方: 海宁市资产经营公司

担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式: 按年付息, 存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

评级时间: 2018 年 7 月 20 日

主要财务数据:

发行人

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	110.03	113.66	122.06
所有者权益 (亿元)	62.00	62.95	65.12
长期债务 (亿元)	31.99	42.34	38.84
全部债务 (亿元)	46.62	48.89	49.87
营业收入 (亿元)	4.29	2.83	4.18
净利润 (亿元)	1.24	0.94	1.73
EBITDA (亿元)	1.35	1.10	1.92
经营性净现金流 (亿元)	-4.59	1.82	-0.10
营业利润率 (%)	2.84	6.97	14.57
净资产收益率 (%)	--	1.51	2.70
资产负债率 (%)	43.65	44.62	46.65
全部债务资本化比率 (%)	42.92	43.72	43.37
流动比率 (倍)	5.33	10.90	5.14
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.02	0.04
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.19	0.16	0.27

担保方

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	601.74	702.37	769.80	764.62
所有者权益 (亿元)	257.56	282.55	326.41	326.87
营业收入 (亿元)	50.21	43.89	49.58	13.07
净利润 (亿元)	10.22	7.89	8.06	0.09
资产负债率 (%)	57.20	59.77	57.60	57.25

注: 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 系四舍五入造成的; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对海宁市尖山新区开发有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体, 在财政补贴和政府债务置换等政府支持方面具备优势。同时, 联合评级也关注到, 公司存货及在建工程占比较高, 资产流动性较弱, 公司自身盈利能力弱, 利润对财政补贴依赖性强等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体, 具有明显的区域垄断性, 未来随着海宁经济开发区及尖山新区基础设施项目的持续推进, 公司资产和收入规模有望持续增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由海宁市资产经营公司 (以下简称“海宁资产”) 提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 其担保有效提升了本期债券本息偿还的安全性。另外, 本期债券设置了分期偿付条款, 有助于降低本期债券的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来, 海宁市经济稳步发展, 为公司业务运营提供了良好的外部环境。

2. 近年来, 公司在政府债务置换和财政补贴等方面持续获得海宁市政府的有力支持。

3. 本期债券设置了本金分期偿付条款, 有效降低了本期债券的集中偿付压力。海宁资产为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 有效提升了本期债券本息偿

付的安全性。

关注

1. 公司利润总额对财政补贴依赖性高，整体盈利能力弱。
2. 公司存货及在建工程占比较高，变现能力较差，公司资产流动性较弱，且公司仍有部分完工但尚未移交的受托代建工程，整体资产质量一般。
3. 募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性。
4. 公司存在短期债务偿付压力；公司对外担保规模较大，且无反担保措施，部分被担保企业负债率高或收入少，公司或有负债风险较高。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由海宁市尖山新区开发有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因海宁市尖山新区开发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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与海宁市尖山新区开发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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对海宁市尖山新区开发有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

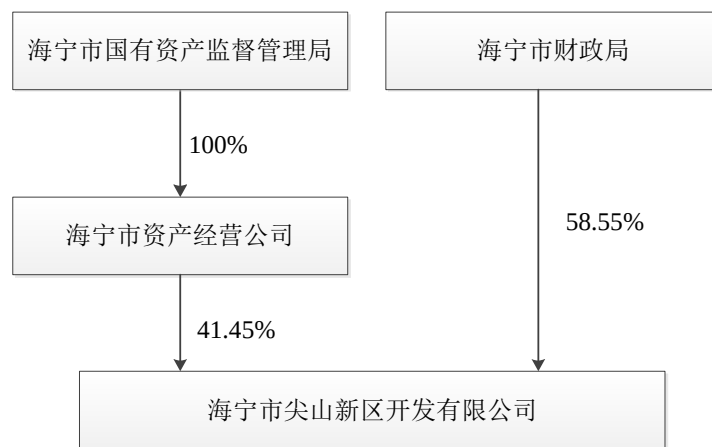


联合信用评级有限公司

一、主体概况

海宁市尖山新区开发有限公司原名为海宁市尖山治江围垦开发有限公司，是由海宁市人民政府《关于同意建办海宁尖山治江围垦开发有限公司的批复》（海政发[1998]112号）批准组建的国有独资公司，股东为海宁市治江围垦管理委员会，初始注册资本1.50亿元。2005年6月，根据《企业名称变更核准通知书》（（海工商）名称变核内[2005]第038248号），公司名称变更为现用名。经多次股权变更，截至2017年底，公司注册资本及实收资本均为3.66亿元，其中海宁市财政局持股58.55%，海宁市资产经营公司（海宁市国有资产监督管理局下属独资公司¹，以下简称“海宁资产”）持股41.45%。公司实际控制人为海宁市财政局，其委托海宁市尖山新区管理委员会对公司进行代管。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：尖山段滩涂治江围垦、涂地开发、投资开发；房地产开发经营（凭有效资质证书经营）。

截至2017年底，公司本部内设办公室、计划财务科、投资发展科、工程管理科和资产管理科5个职能部门；公司合并范围内子公司4家。

截至 2017 年底，公司资产总额 122.06 亿元，负债合计 56.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 65.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 64.62 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 4.18 亿元，净利润（含少数股东损益）1.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元；经营活动现金流量净额-0.10 亿元，现金及现金等价物增加额 7.06 亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市尖山围垦区；法定代表人：王云开。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2018年第一期海宁市尖山新区开发有限公司公司债券”，本次债券发行总额为14亿元，本期发行规模为7亿元。本期债券为7年期固定利率债券，每年付息一次，同时

¹ 根据海宁市资产经营公司 2017 年 9 月 19 日在中国货币网发布的《海宁市资产经营公司控股股东及实际控制人变更公告》，海宁市人民政府将市政府国有资产监督机构由海宁市财政局调整为海宁市服务业发展局，海宁市服务业发展局增挂海宁市国有资产监督管理局（以下简称“海宁市国资局”）牌子，海宁市国资局代表海宁市人民政府行使公司国有资产出资人的职责，公司股东海宁市资产经营公司的实际控制人变更为海宁市国资局。

设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。最后五期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

本期债券由海宁资产提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券拟募集资金规模7.00亿元，其中4.20亿元用于海宁国际装备制造产业园项目，2.80亿元用于补充营运资金，具体情况如下表：

表1 募投项目资金用途概况（单位：亿元、%）

项目名称	总投资额	募集资金使用额度	占项目总投资比
海宁国际装备制造产业园项目	17.69	4.20	23.74
补充营运资金	--	2.80	--
合计	17.69	7.00	--

资料来源：公司提供

海宁国际装备制造产业园项目

根据浙江和诚房地产估价有限公司出具的《海宁国际装备制造产业园项目可行性研究报告》，海宁国际装备制造产业园项目位于海宁经济开发区漕河泾分区，东至漕河泾路、南至长山河路、西至杭平申航道、北至盐湖公路，总规划面积约700亩，规划建设装备产业园、电子产业园、生活配套服务区及物流园区。项目总建筑面积约为514,592平方米，其中重装备产业园厂房建筑面积228,310平方米、电子产业园厂房建筑面积120,314平方米、物流产业园库房建筑面积140,000平方米、园区配套服务用房建筑面积约为25,968平方米，同步建设道路、绿化、市政管网、消防设施、铺装等基础设施工程。

项目总投资额为17.69亿元，拟使用本期债券募集资金4.20亿元，截至目前已到位银行贷款3.80亿元，其余项目建设资金依靠公司自有资金或银行贷款解决。

本期债券募投项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如表2所示：

表2 募投项目批复情况

项目	海宁国际装备制造产业园项目
批复、文件	关于海宁国际装备制造产业园建设选址意见书
	关于海宁国际装备制造产业园节能审查意见书
	关于社会稳定风险评估报告提出的社会稳定风险结论和防控措施
	关于海宁国际装备制造产业园项目用地的预审意见
	关于海宁国际装备制造产业园项目环境影响报告书的审批意见
	关于海宁国际装备制造产业园项目可行性研究报告的批复

资料来源：公司提供，联合评级整理

3. 募投项目进度及收益

海宁国际装备制造产业园项目建设期为4年，运营期为4年。截至2017年底，该项目已投资1.53亿元。

根据《海宁国际装备制造产业园项目可行性研究报告》，募投项目建成后，定制厂房及配套设施采取租售结合的方式进行运作。其中销售收入全部来自厂房出售，出租收入来自非生产

性用房（服务中心、公寓）及机动车停车位。在本期债券存续期内预计可获得出售收入20.80亿元，出租收入0.39亿元。

表 3 募投项目收入预测表

收入来源	数量	单价	收入
厂房销售收入	483,624.00 平方米	4,300 元/平方米	207,958.00 万元
生产性用房出租收入	5,000 平方米	22 元/月/平方米	461.00 万元
非生产性用房出租收入	25,368 平方米	25 元/月/平方米	2,664.00 万元
停车位出租收入	1,630 个	120 元/月/个	822.00 万元
合计	--	--	211,905.00 万元

资料来源：项目可研报告

三、行业分析

1. 行业概况

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

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

2. 行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015

年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

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

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

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年底提高 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继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，负责海宁经济开发区和尖山新区基础设施项目的投资、开发和资产管理。

2012年10月15日，海宁市人民政府文件《关于明确海宁经济开发区相关政策的意见》（海政发[2012]92号）提出，海宁经济开发区是海宁市重要的基础设施建设平台，明确海宁经济开发区管委会的组织领导和工作职能，尖山新区和经济开发区主要负责人一人兼任、一个主体对外招商的联动开发体制，整合海宁市尖山新区开发有限公司和浙江钱塘江投资开发有限公司（以下简称“钱塘江公司”）作为海宁市负责尖山新区和经济开发区基础设施建设的主体，强化国有公司作为海宁市政府主要投融资主体的作用，以委托代建方式参与经济开发区建设，以国有公司为运作平台筹措建设资金，以未来土地开发收益为主要偿还保证的筹资运作模式。

总体看，该文件明确了公司在尖山新区和海宁经济开发区中的投资建设主体地位，并在运营模式、土地出让金收入、授权开展土地一级开发、盘活存量土地资源以及财政体制等方面给予公司相应的扶持政策，公司在尖山新区及海宁经济开发区内具有明显的区域垄断性。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司高管人员共 3 名，包括总经理 1 名、财务总监 1 名、总会计师 1 名。

王云开先生，1976 年 1 月出生，大学学历，助理工程师；曾任海宁尖山新区管委会经济建设服务中心副主任等职务；2016 年 2 月至今任公司董事长兼总经理。

截至 2017 年底，公司在职人员 53 人，从文化程度看，本科及以上学历 45 人，大专学历 5 人，高中、中专学历 3 人；从职称看，高级职称 3 人、中级职称 36 人；从年龄构成看，50 岁以上 2 人，30~50 岁 36 人，30 岁以下 15 人。

总体看，公司高级管理人员拥有政府任职和开发区管理经验，且均具有多年管理经验；员工年龄结构适宜，整体素质较高，能够满足目前经营需要。

3. 政府支持

公司作为海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，长期以来在财政补贴、政府债务置换等方面得到海宁市政府大力支持。

股东背景

截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 3.66 亿元，其中海宁市财政局持股 58.55%，海宁资产（海宁市国资局下属独资公司）持股 41.45%。公司实际控制人为海宁市财政局，其委托海宁市尖山新区管理委员会对公司进行代管。

财政补贴

2015~2017 年，公司分别获得补贴收入 1.30 亿元、1.01 亿元和 1.58 亿元，系政府拨付公司用于市政基础设施建设（如城市道路、桥梁、污水防治工程、绿化景观等）的补助款，公司将 2015 年、2016 年的补贴收入计入“营业外收入”科目，2017 年的补贴收入计入“其他收益”科目。

债务置换

截至 2017 年底，公司共获得政府债务置换资金 14.05 亿元，计入“其他非流动负债”科目。

总体看，公司获得的外部支持持续稳定，为公司可持续发展提供了重要保障。

4. 区域经济

公司作为海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，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。

（1）海宁市经济概况

浙江省是中国经济最具活力的地区之一，历年经济总量均居全国前列。海宁市位于长江三角洲南翼、浙江省北部，东距上海 100 公里，西接杭州，南临钱塘江，交通便利，客货运输通畅。海宁市是浙北地区重要经济实体，主要体现在海宁市工业、农业经济快速发展，拥有众多海宁传统的名特优产品；区域特色经济明显，皮革、家纺、经编、太阳能光伏、机械装备、食品、化工（医药）等区域特色产业加速扩张和提升，在国内乃至国际同行业中具有很强的影响力和竞争力。

根据《海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017 年，海宁市分别实现地区生产总值 700.23 亿元、744.09 亿元和 866.07 亿元，同比分别增长 6.7%、6.4%和 8.0%。三次产业结构从 2015 年的 3.1: 54.9: 42.0 调整为 2017 年的 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%。规模以上工业总产值达 1,632.53 亿元，增长 19.5%，其中轻工业实现产值 891.13 亿元，增长 14.7%，重工业实现产值 741.40 亿元，增长 25.8%。规模以上工业新产品产值 715.16 亿元，增长 24.0%；出口交货值 403.35 亿元，增长 16.3%，出口交货值占销售产值的比重为 25.4%。

2017 年，海宁市完成固定资产投资 591.05 亿元，比上年增长 11.0%，非国有投资 451.91 亿元，增长 19.0%，占固定资产投资的 76.5%，其中民间投资 402.20 亿元，增长 21.3%，占固定资产投资的 68.0%。固定资产投资中，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%。三次产业投资比重为 0.33: 47.09: 52.58。

根据海宁市财政局提供的数据，2015~2017 年，海宁市地方可控财力分别为 117.10 亿元、142.31 亿元和 214.70 亿元，其中海宁市一般预算收入分别为 69.12 亿元、72.00 亿元和 77.72 亿元。2017 年，海宁市上级补助收入为 18.62 亿元，对海宁市地方可控财力起到了一定的支撑作用。海宁市基金收入主要为国有土地使用权出让收入，近三年呈现快速上升趋势，分别为 25.44 亿元、51.89 亿元和 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（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 50.38%，债务负担处于合理水平。

（2）海宁经济开发区和尖山新区概况

根据中共海宁市委文件《中共海宁市委、海宁市人民政府关于建立海宁经济开发区（尖山新区）、黄湾镇联动开发体制的意见》（海委[2012]5 号）（以下简称“5 号文件”），为进一步深化海宁经济开发区整合提升工作，促进海宁经济开发区（尖山新区）、黄湾镇的发展，经海宁市委、市政府研究，决定建立海宁经济开发区（尖山新区）、黄湾镇联动开发体制，由海宁经济开发区与黄湾镇分工合作、联动实施尖山新区开发建设和经济社会管理服务。具体操作为：建立一个党工委统一领导、海宁经济开发区和尖山新区行政主要负责人一人兼任、两套班子分工合作、一个主体对外招商的联动开发体制，海宁经济开发区党工委书记、管委会主任、尖山新区管委会主任由一人兼任，海宁经济开发区党工委设副书记两名，其中一名为黄湾镇（尖山新区）党委书记；一名为海宁经济开发区管委会常务副主任，设委员若干，其中一名由黄湾镇（尖山新区）党委副书记、黄湾镇镇长担任。

尖山新区

海宁市尖山新区位于海宁市域东南 20 公里，杭州湾钱塘江北岸尖山河口段，总面积 42 平方公里，东北与海盐南北湖风景名胜区相连，西与南隔钱塘江口，和萧山、海宁、上虞相望，东临杭州湾，直面东海。

2017 年，尖山新区实现地区生产总值 57 亿元，完成固定资产投资 78.71 亿元，规模以上工业总产值达 308 亿元。

2017 年，尖山新区完成地方财政总收入 8.05 亿元，较上年增加 6.00 亿元；其中一般公共预算收入和基金预算收入分别为 3.17 亿元和 4.88 亿元。

海宁经济开发区

海宁经济开发区位于海宁市区北侧，规划面积约 50 平方公里，现已开发面积约 20 平方公里，尚需开发面积 30 平方公里。开发区成立于 1992 年 8 月，1997 年 12 月被批准为省级开发区，2006 年 3 月通过国务院审核，2010 年被认定为省级高新技术产业园区。

海宁经济开发区地理位置优越，交通便捷，区内规划合理：东区拥有全国最先进的制革技术和规模最大的制革企业，兼有袜业、纺织染整、机械制造、生物化工等企业的集聚地；西区主要由皮革工业园区、袜业园区及目前正在建设中的品牌园区等组成；北区将积极发展电子信息、机械制造等产业，着力建设科技含量较高的产业集聚区。海宁经济开发区自建设以来得到了海宁市政府的大力支持，享有税收及土地、资金等一系列优惠政策。

2017 年，海宁经济开发区实现地区生产总值 72 亿元，完成固定资产投资 85.2 亿元，规模以上工业总产值达 265 亿元。

2017 年，海宁经济开发区完成财政总收入 16.53 亿元，其中一般公共预算收入 7.46 亿元、基金预算收入 9.07 亿元。

总体看，海宁市经济总量稳步增长，固定资产投资增幅明显，尖山新区和海宁经济开发区经济实力和财政实力逐步增强，公司外部环境良好。

五、管理分析

1. 公司治理

公司依法制定了《公司章程》，设立了股东会、董事会、监事会和经理层，形成了各司其职、各负其责的监督和制衡机制。

公司股东会由全体股东组成，是公司权力机构，决定公司的经营方针、投资计划，选举和更换非职工代表董事、监事，决定有关董事、监事的报酬以及对公司增加或者减少注册资本作出决议等。

公司董事会由 3 人组成，其中 2 名股东代表和 1 名公司职工代表，设董事长 1 人。公司董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生，每届任期 3 年，任期届满连选可以连任。董事会对股东会负责，行使以下职权：执行股东会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等。

公司设立监事会，监事会成员 3 人，其中股东代表监事 2 人，由股东会选举产生，职工代表监事 1 人，由职工代表大会选举产生。监事会主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事任期每届为 3 年，任期届满，可以连任。监事会行使以下职权：检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理 1 名，对董事会负责。总理由董事会决定聘任或者解聘，执行董事会决议，

组织领导公司的日常经营管理工作。

总体看，公司治理结构较为完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司本部内设办公室、计划财务科、投资发展科、工程管理科、资产管理科 5 个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理制度。

公司财务管理方面实行法定代表人负责制，法定代表人对公司财务工作负总责，计划财务科负责具体财务工作。公司遵照《关于企业试行财务预算管理的指导意见》（财政部财企[2002]102 号）规定和要求，对公司财务、业务、投资、筹资进行预算管理。

公司集中统一根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，以提高资金在整个公司内的利用效率。

投资管理方面，公司规定凡进行长期投资项目，须先进行效益分析和论证，并对其经济活动有一定调控手段和措施，保证投资安全。具体的项目评估包括：市场预测、项目可行性分析、财务评估（现金流量、财务内部收益率、投资回收期、投资利润率）。

担保方面，公司进行内外担保，必须严格遵守法律法规，并按管理权限逐级审批。公司必须充分考虑被担保单位的资信和偿债能力，按照权限审议规定，手续程序做到制度化、规范化。

另外，公司还制定了牵制、稽核制度，以及具体的财务规范化流程。

总体看，公司初步建立了较为完备的管理体系及制度，形成了内部决策和管理的有章可循，但由于公司主要承担政府对开发区的建设管理职能，目前市场化运作程度不高，内部管理水平有提升空间。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，在海宁市经济开发区（含尖山新区）的基础设施建设领域处于垄断地位。

2015~2017 年，公司营业收入波动较大，三年分别为 4.29 亿元、2.83 亿元和 4.18 亿元。从收入构成看，受托代建工程是公司营业收入的主要来源，近三年占营业收入的比重快速下降但依然较高，分别为 92.91%、90.40%和 58.70%，2017 年公司受托代建工程收入为 2.46 亿元，同比下降 3.91%，主要系当年竣工结算的项目较少所致。2015~2017 年，公司安置房销售收入波动较大，分别为 0.07 亿元、0.02 亿元和 1.00 亿元，2017 年安置房收入较高主要系硖仲路安置房结转收入且结转的均为配套建设的商品房所致。2017 年，公司新增普通商品房销售业务，当期收入为 0.44 亿元。公司另有物业管理、广告服务、房屋土地租赁等业务，整体规模不大。

从毛利率看，2015~2017 年，公司综合毛利率快速上升，主要系安置房销售收入及毛利率大幅提高以及新增业务普通商品房毛利率较高所致。近三年，公司受托代建工程毛利率分别为 8.26%、7.83%和 7.50%，公司按照委托代建协议以投资成本的 9%确认相关管理服务收入，受营改增影响，2016~2017 年该业务毛利率有所下降；2015~2017 年，公司安置房业务毛利率波动较大，2015~2016 年毛利率为负，系当年公司安置部分结转占比大，其价格低、成本高所致，2017 年毛利率为正，主要系硖仲路安置房 2017 年开始结转，其结转的均为配套建设的商品房所致。

表 4 2015~2017 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
受托代建工程	39,867.50	92.91	8.26	25,555.54	90.40	7.83	24,556.24	58.70	7.50
安置房	657.73	1.53	-341.39	189.88	0.67	-268.16	10,021.45	23.96	25.60
普通商品房	--	--	--	--	--	--	4,433.61	10.60	52.26
房屋土地租赁	949.92	2.21	38.79	1,147.57	4.06	29.06	1,358.28	3.25	36.87
工程施工	587.99	1.37	-4.88	891.77	3.15	8.66	979.15	2.34	0.86
物业管理	731.14	1.70	66.63	466.17	1.65	75.96	480.08	1.15	76.33
广告服务	30.89	0.07	37.16	19.08	0.07	37.92	5.55	0.01	54.27
劳务派遣	83.80	0.20	100.00	--	--	--	--	--	--
合计	42,908.97	100.00	4.59	28,270.00	100.00	8.00	41,834.37	100.00	18.17

资料来源：公司审计报告

总体看，2015~2017 年，公司营业收入波动较大；受托代建工程是公司营业收入的主要来源，近三年占营业收入的比重快速下降但依然较高；受安置房销售收入及毛利率波动提高以及新增业务普通商品房毛利率较高影响，公司综合毛利率快速上升。

2. 业务经营分析

委托代建工程

委托代建工程是公司收入的主要来源，由公司本部和子公司钱塘江公司分别负责尖山新区及海宁经济开发区的建设、运营和管理。

2012 年 9 月 15 日，海宁市财政局与公司签订了《海宁经济开发区基础设施建设项目委托代建协议》，海宁市财政局授予公司对海宁经济开发区（含尖山新区）基础设施项目进行投资、融资和施工建设的权利，公司可按规定使用项目建设用地，并独家享有代建项目管理费收益权，并向公司支付投资项目实际成本以及按投资成本的 9% 计算的管理服务费。

海宁市政府委托公司实施的代建基础设施项目采取“公司垫款、资产移交、分期偿还”的委托代建模式，由公司先期垫付建设款项，项目建成后移交海宁经济开发区管委会和海宁尖山新区管委会，管委会再予以分期回款，公司在收到回款时确认收入。

截至 2017 年底，公司在建工程项目约 69 个，项目类型涵盖房屋建筑物、道路桥梁等，总投资 20.41 亿元，截至 2017 年底已完成投资 17.69 亿元，未来仍需支出 2.72 亿元。

表 5 截至 2017 年底公司受托代建工程投资情况（单位：亿元）

项目类别	具体工程	总投资	截至 2017 年底已投资
房屋建筑物	尖山初级中学、尖山幼儿园高点分园、城管用房工程等	3.48	2.23
道路桥梁	经开区零星基础设施、尖山新区步行街、滨海路等	10.43	8.92
河道整治	新塘河治理一期工程、河道整治一期工程等	3.30	3.07
绿化、雨污水管网等	新区绿化、高压电网一期工程、电力、路灯工程等	3.21	3.48
合计		20.41	17.69

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司受托代建工程业务收入持续下降，分别为 3.99 亿元、2.56 亿元和 2.46 亿元，其中 2016~2017 年公司受托代建工程收入与 2015 年相比较低，主要系当年竣工结算的

项目较少所致。

政府拨付公司受托代建项目的资金来源：公司对海宁经济开发区和尖山新区授权的土地进行整理，土地出让后土地出让金上交给海宁市财政局，海宁市财政局在扣除相关税费后，余下的土地出让金净收益作为海宁市财政局与公司结算土地开发业务及受托代建业务的收入，公司根据代建业务的进度和完成情况，向财政要求代建业务拨款。

一般情况下，工业用地净收益占土地出让金总价的 50% 左右；房地产和其他商业用地的净收益占土地出让金总价的 70% 左右，当土地出让净收益无法满足当期的受托代建项目的工程款时，不足部分的资金由财政税收分成和历年留存对公司予以拨付。

2015~2017 年，海宁经济开发区和尖山新区土地出让总收入分别为 4.58 亿元、3.01 亿元和 21.15 亿元，土地出让净收益分别为 2.50 亿元、2.62 亿元和 13.40 亿元，2015~2016 年财政将上述资金全部拨入公司，作为公司的代建业务收入和财政补助收入，2017 年财政拨入公司 2.46 亿元作为公司代建业务收入，拨入公司 1.58 亿元作为财政补助收入。

表 6 2015~2017 年海宁经济开发区和尖山新区土地整理及出让情况

指标		2015 年	2016 年	2017 年
土地开发	开发面积(亩)	1,080.00	880.00	1,960.00
	开发总投入(万元)	27,000.00	22,000.00	49,000.00
	平均开发投入(万元/亩)	25.00	25.00	25.00
土地出让	出让面积(亩)	2,442.00	1,628.00	2,592.00
	土地出让总价格(万元)	45,800.00	30,100.00	211,500.00
	平均出让价格(万元/亩)	18.76	18.49	81.60

资料来源：公司提供

注：尖山新区无土地整理业务，土地出让相关数据统计范围涵盖海宁经济开发区和尖山新区。

截至 2017 年底，公司拟建项目主要包括文化活动中心和人才公寓项目，总投资合计 1.60 亿元，2018~2019 年分别计划投资 0.60 亿元和 1.00 亿元。

截至 2017 年底，公司共拥有土地 27 宗，总面积 134.07 万平方米，账面价值 29.64 亿元。公司土地资产权属明确，性质均为出让地，用途为商住、工业用地、商业用地等。其中，已抵押的土地资产账面价值为 1.13 亿元，占公司土地资产的比例为 3.81%。

安置房

公司安置房业务由钱塘江公司负责，业务模式为公司出资购买土地，自主投资进行安置房建设，待项目建成后，针对超出安置部分和商业配套进行公开市场化销售，并获取收入。公司将安置房项目的建设成本计入存货科目。

2015~2017 年，公司安置房板块分别实现收入 657.73 万元、189.88 万元和 10,021.45 万元，毛利率分别为-341.39%、-268.16%和 25.60%。2015~2016 年，公司安置房业务收入较低、毛利率为负，主要系当年该板块收入主要来源于安置房部分，其建设成本约为 4,000 元/平方米，销售价格为 500 元/平方米。2017 年，公司安置房业务收入较高、毛利率由负转正，主要系 2017 年硇仲路安置房开始结转，其全年结转收入为 8,387 万元(全部为商品房)，销售面积为 12,686.89 平方米，成本为 4,081 元/平方米，毛利率为 38% 左右。

截至 2017 年底，公司正在销售的安置房主要为硇仲路安置房，文苑路安置房另有少量余房。其中，硇仲路安置房可供销售面积合计 54,600 平方米，预计可实现收入 24,000 万元；其中配套建设的商品房面积合计 14,000 平方米，预计可实现收入 8,800 万元，商铺 8,700 平方米，预计可实现销售收入 10,400 万元，用于安置部分 31,900 平方米，预计可实现销售收入 4,800 万

元。文苑路安置房剩余销售面积为 4,100 平方米，预计销售收入 4,000 万元。

公司无在建、拟建安置房项目。

普通商品房

2017 年，公司新增普通商品房业务，其收入和毛利率均较高，对公司盈利贡献较大，但该业务可持续性较差。

公司子公司钱塘江公司 2010 年购入普通商品房——“亲亲家园”小区住宅和商铺。“亲亲家园”位于海宁经济开发区内，土地挂牌时明确用于职工公寓的开发，但取得土地使用权的房地产公司擅自公开对外销售，违背了土地出让的条件，因此海宁市政府指定钱塘江公司按成本价（2,500 元/平方米）购入“亲亲家园”小区尚未对外公开出售部分。

为有效盘活公司不动产资产，2017 年公司决定对外销售上述普通商品房（销售之前处于出租状态），截至 2017 年底，除 32 套住宅继续用于出租外，其余住宅和商铺已全部出售。2017 年，公司普通商品房销售收入为 0.44 亿元，毛利率为 52.26%。

其他业务

除上述业务外，公司经营板块还包括房屋土地租赁、工程施工、物业管理、广告服务等。2015~2017 年，公司分别获得上述业务收入合计 2,383.74 万元、2,524.58 万元和 2,823.07 万元，上述业务对公司整体收入形成有益补充。

其中，公司房屋土地租赁业务涉及的资产包括公租房、金牛路厂房等。2017 年，该业务收入为 1,358.28 万元，同比增长 18.36%，主要系公租房投入使用以及金牛路厂房改造完成，导致出租率增加所致。

公司在建自营项目

截至 2017 年底，公司主要在建自营项目 1 个，即国际装备产业园项目，计划总投资 17.69 亿元，截至 2017 年底已投资 1.53 亿元，未来仍需投资 16.16 亿元，公司对外融资压力较大。

总体看，随着尖山新区和海宁经济开发区基础设施的不断完善，公司委托代建工程投资规模有所缩减，委托代建业务的持续性存在不确定性；安置房业务由钱塘江公司负责，业务模式为公司出资购买土地，自主投资进行安置房建设；2017 年，公司新增普通商品房业务，其收入和毛利率均较高，对公司盈利贡献较大，但该业务可持续性较差。

3. 经营效率

2016~2017 年，公司存货周转率分别为 0.04 次和 0.05 次，流动资产周转率分别为 0.03 次和 0.05 次，总资产周转率分别为 0.03 次和 0.04 次，公司经营效率较为一般。

整体看，公司经营效率处于一般水平。

4. 未来发展

未来五年，公司将围绕海宁市“接轨杭州、融入上海、汇合苏甬”的发展战略，通过自我发展、自主经营，不断扩大企业规模和效益，积极推进基础设施项目的市场化运营，加大土地整理开发力度，逐步形成自身的核心竞争力。

公司近期发展规划包括，积极推进海宁市基础设施建设的市场化运营，减少公司承担的公共基础设施建设任务，加快基础设施建设，寻求国有企业股份制改造途径，以公开方式吸收社会资本，加快海宁市基础设施建设进程。

总体看，公司发展规划明确，有利于公司未来保持健康发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年三年连审报告以及2017年合并财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至2017年底，公司合并范围内子公司共4家，其中全资子公司3家、控股子公司1家。2015~2016年，公司合并范围没有变动，2017年公司合并范围新增1家子公司即海宁市众力产业投资有限公司，该公司资产、收入规模小，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司资产总额122.06亿元，负债合计56.94亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计65.12亿元，其中归属于母公司所有者权益合计64.62亿元。2017年，公司实现营业总收入4.18亿元，净利润（含少数股东损益）1.73亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.73亿元；经营活动现金流量净额-0.10亿元，现金及现金等价物增加额7.06亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额有所增长，年均复合增长5.32%，2017年底为122.06亿元，较年初增长7.39%，主要系存货及在建工程增长所致。近三年公司流动资产比重略有下降，2017年底占73.17%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产有所增长，年均复合增长3.56%，截至2017年底为89.31亿元，较年初增长5.60%，主要系存货快速增长所致；流动资产主要由其他应收款（占比12.23%）和存货（占比82.40%）构成。

2015~2017年，公司货币资金波动下降，年均复合下降18.33%，主要系公司受托代建工程项目支出及偿还债务本息所致。2017年底，公司货币资金4.21亿元，较年初减少40.39%，主要为银行存款，无受限货币资金。

2015~2017年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降9.95%，主要系公司与海宁皮都投资开发有限公司往来款减少所致。截至2017年底，公司其他应收款10.92亿元，较年初下降1.01%。按照账龄分析法计提坏账准备的其他应收款0.28亿元，计提坏账准备0.11亿元。从集中度看，前五名欠款单位合计占其他应收款93.09%，集中度高。公司其他应收款多为与海宁市内平台公司的往来款为主，回款风险较低，但对公司资金形成较大占用。

表7 截至2017年底公司其他应收款账面余额主要构成（单位：万元、%）

往来单位	与公司关系	期末余额	占比	款项性质
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	关联方	59,000.00	53.47	往来款
黄湾镇工业投资有限公司	非关联方	27,456.06	24.88	往来款
创佳融资租赁（浙江）有限公司	非关联方	5,775.00	5.23	保证金
海宁市交通投资集团有限公司	关联方	5,500.00	4.98	往来款
海宁市转型升级产业基金有限公司	非关联方	5,000.00	4.53	往来款
合计	--	102,731.06	93.09	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司存货有所增长，年均复合增长8.14%，截至2017年底为73.59亿元，较年初增长11.46%，其中囤垦土地成本15.25亿元、开发产品30.92亿元（主要为海宁市财政局向公

司注入的土地)、土地征迁整理成本23.30亿元(主要为公司在海宁经济开发区土地开发过程中发生成本及政府注入的土地)、安置房开发成本2.65亿元。截至2017年底,公司入账土地总面积134.07万平方米,账面价值合计29.64亿元,其中已抵押土地账面价值1.13亿元。

非流动资产

2015~2017年,公司非流动资产不断增长,年均复合增长10.64%,2017年底为32.74亿元,较年初增长12.58%,主要系可供出售金融资产及在建工程增加所致;非流动资产主要由长期股权投资(占比9.46%)、固定资产(占比5.53%)、在建工程(占比54.04%)和其他非流动资产(占比23.54%)构成。

2015~2016年,公司无可供出售金融资产。2017年底,公司可供出售金融资产1.24亿元,具体投资单位及持股比例见下表。

表8 截至2017年底公司可供出售金融资产投资单位及持股比例情况(单位:万元、%)

被投资单位名称	投资金额	持股比例
海宁市瑞宏科技有限公司	1,400.00	28.00
浙江国能新能源有限公司	4,000.00	29.85
海宁瑞美科技有限公司	2,000.00	29.85
海宁东方天力创新产业投资合伙企业(有限合伙)	5,000.00	9.96
合计	12,400.00	--

资料来源:公司审计报告

2015~2017年,公司长期股权投资波动中有所增长,年均复合增长3.48%,2017年底为3.10亿元,较年初变动不大。2017年底,公司长期股权投资对象包括上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司、海宁市科创中心投资有限公司、浙江江南新城投资开发有限公司及海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司。

2015~2017年,公司在建工程快速增长,年均复合增长33.10%,2017年底为17.69亿元,较年初增长31.16%,主要系受托代建工程持续投入所致。在建工程主要为公司受托代建的工程。

2015~2017年,公司其他非流动资产快速下降,年均复合下降15.03%,2017年底为7.71亿元,较年初下降17.15%,均为已完工且尚未进行竣工决算的受托代建工程,主要包括道路桥梁、基础设施、房屋建筑物以及土地二次开发资产。上述非流动资产是根据政府授权,由公司投资建设,在办理完毕全部竣工验收决算手续后一定期限内移交有关政府主管部门,此部分资产不计提折旧和摊销。

2017年底,公司受限资产包括0.94亿元存货和0.41亿元固定资产,占总资产的1.11%,公司受限资产规模小。

总体看,公司资产规模有所增长,资产构成比较稳定,但其他应收款、存货和在建工程占比较大,对公司资金形成占用,且公司仍有部分已完工但尚未移交的受托代建工程,公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年,随着公司规模扩大,公司负债也呈相应的增长趋势,年均复合增长8.88%,2017年底为56.94亿元,较年初增长12.27%,其中流动负债占30.49%,非流动负债占69.51%。

流动负债方面,2015~2017年,公司流动负债波动中有所增长,年均复合增长5.38%,2017

年底为17.36亿元，较年初大幅增长123.79%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；流动负债主要由其他应付款（占31.98%）和一年内到期的非流动负债（占62.95%）构成。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长195.31%，2017年底为5.55亿元，较年初增加4.88亿元，主要系往来款大幅增加所致。从账龄看，1年以内的占95.66%，账龄较短。其他应付款前五单位合计占86.23%，集中度高。公司其他应付款多为与海宁市政府单位或市内平台公司的往来款。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均复合下降13.57%，2017年底为10.93亿元，较年初增长69.65%，主要为即将到期的长期借款、当期应还的“13海宁新区债/PR海新区”本息和政府置换债券转贷。

非流动负债方面，2015~2017年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长10.53%，截至2017年底为39.58亿元，较年初下降7.87%，主要系长期借款和应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占比52.69%）、应付债券（占比13.11%）和其他非流动负债（占比32.34%）构成。

2015~2017年，公司长期借款波动增长，年均复合增长19.09%，2017年底为20.85亿元，较年初下降9.78%，包括抵押借款0.99亿元、保证借款19.61亿元和抵押保证借款0.25亿元。

2015~2017年，公司应付债券快速下降，年均复合下降29.04%，2017年底为5.19亿元，同比下降33.27%，主要系公司2013年发行的13亿元“13海宁新区债/PR海新区”债券将于2018年兑付的部分本金转入“一年内到期的非流动负债”科目所致。

2015~2017年，公司其他非流动负债快速增长，年均复合增长35.39%，2017年底为12.80亿元，全部为政府置换债券转贷，较年初增长11.79%，系公司新增政府置换债券转贷所致。

全部债务方面，2015~2017年，公司全部债务小幅增长，年均复合增长3.43%，2017年底为49.87亿元，较年初上升2.01%，其中短期债务11.03亿元（占22.12%），长期债务38.84亿元（占77.88%），公司全部债务以长期债务为主。从2017年底的存量债务来看，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。

从债务指标看，2015~2017年，公司资产负债率呈连续上升趋势，2017年底为46.65%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈波动上升态势，2017年底分别为37.36%和43.37%，公司整体债务负担一般。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，近年来公司债务规模小幅增长，整体债务负担适中，以长期债务为主。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益逐年小幅增长，年均复合增长2.48%，截至2017年底为65.12亿元（含少数股东权益0.50亿元），较年初增长3.45%，主要来自未分配利润的增长；归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占5.66%）、资本公积（占77.31%）和未分配利润（占16.31%）构成。

2015~2017年，公司资本公积分别为49.82亿元、49.82亿元和49.96亿元，主要为政府注入的土地及股权资产。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017年，受安置房收入和受托代建工程收入波动较大影响，公司营业收入波动较大。

2017 年公司营业收入同比增长 47.98%至 4.18 亿元，主要系安置房收入较高以及新增普通商品房业务所致。近年来，公司营业成本波动中有所下降，年均复合下降 8.56%，2017 年为 3.42 亿元。受公司经营业务结构变化影响，近三年公司营业利润率明显上升。

从期间费用看，2015~2017 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 31.02%。2016 年，公司费用总额 0.24 亿元，同比增长 3.50%，变动不大。2017 年，公司费用总额 0.40 亿元，同比增长 65.87%，主要系销售费用增长所致；其中，管理费用占比 70.81%，销售费用占比 32.15%，以管理费用和销售费用为主。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 5.42%、8.51%和 9.54%。

2015~2017 年，公司政府补贴分别为 1.30 亿元、1.01 亿元和 1.58 亿元。同期，公司利润总额分别为 1.24 亿元、0.95 亿元和 1.72 亿元。政府补贴对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，2016~2017 年，公司总资本收益率分别为 0.86%和 1.52%，总资产报酬率分别为 0.85%和 1.46%，净资产收益率分别为 1.51%和 2.70%。公司整体盈利能力有所改善，但仍属较弱。

总体看，公司营业收入波动较大，政府补贴对公司利润总额贡献大，公司盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入快速增长，年均复合增长 25.10%，2017 年为 15.94 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 11.70 亿元，主要为往来款和政府补贴。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 4.20%，2017 年为 16.04 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 10.14 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生得现金流量净额分别为-4.59 亿元、1.82 亿元和-0.10 亿元，波动较大。由于海宁经济开发区土地征迁整理成本支出明显增加，2017 年公司经营性净现金流呈现净流出。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.28 亿元、-0.14 亿元和-1.25 亿元，持续净流出，主要系公司投资活动现金流入规模小所致。2017 年，公司投资活动现金流出 1.25 亿元，主要是公司对海宁东方天力创新产业投资合伙企业（有限合伙）等企业的股权投资，计入“可供出售金融资产”科目。

筹资活动方面，公司对外投资规模不大，自有现金流基本满足日常经营，因此公司对外融资规模不大，近两年筹资性净现金流呈现净流出，2017 年为-1.50 亿元。2017 年，公司吸收投资收到的现金为 0.30 亿元，是子公司海宁市众力产业投资有限公司吸收少数股东投资收到的现金。

总体看，近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，2017 年由净流入转为净流出；同时，公司投资活动规模有所扩大，未来随着建设项目的逐步推进，公司存在一定的对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017 年，公司的流动比率和速动比率均波动下降，2017 年底分别为 5.14 倍和 0.91 倍，较 2016 年底大幅下降，主要系 2017 年底公司流动负债大幅增长所致。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比率分别为-29.35%、23.44%和-0.59%。2017 年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产 4.21 亿元，相当于短期债务的 0.38 倍，公司存在短期偿债压力。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 波动上升，分别为 1.35 亿元、1.10 亿元和 1.92 亿元；EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.02 倍和 0.04 倍，波动增长；EBITDA

利息倍数分别为 0.43 倍、0.34 倍和 0.59 倍。公司长期偿债能力有所加强但总体仍较弱，考虑到海宁市人民政府对公司在财政补贴等方面的支持，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信 41.90 亿元，已使用 21.80 亿元，尚未使用 20.10 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 16.72 亿元，担保比率 25.68%。

表 9 截至 2017 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保终止日期
海宁市紫光水务有限责任公司	7,400.00	2019-09-24
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	9,000.00	2018-11-25
	30,000.00	2020-11-17
	5,000.00	2025-03-12
海宁市交通投资集团有限公司	15,000.00	2019-11-09
上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司	1,620.00	2022-08-01
	3,500.00	2020-12-01
	1,000.00	2019-06-01
海宁市水利建设投资开发有限责任公司	26,000.00	2019-12-01
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	25,000.00	2019-10-19
海宁市首创水务有限公司	4,250.00	2021-02-07
海宁市海昌新市镇建设有限公司	14,000.00	2018-07-20
海宁市黄湾镇村镇建设开发有限公司	7,650.00	2019-02-28
	5,000.00	2022-01-23
	2,800.00	2020-10-15
	10,000.00	2022-01-24
合计	167,220.00	--

资料来源：公司提供

被担保企业海宁市临杭新市镇开发建设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 25.91 亿元，资产负债率 57.89%，由于该公司是海宁市许村镇下属融资平台公司，仅承担融资职能，所以无营业收入。

海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司为公司与海宁资产的合营企业。2017 年底，该公司资产总额 12.14 亿元，资产负债率 95.48%，2017 年营业收入 33 万元，利润总额 3 万元，主要系公司收入来源单一，仅有较少的垃圾清运收入所致。

海宁市交通投资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 57.54 亿元，资产负债率 36.57%，2017 年营业收入 3.68 亿元，利润总额 0.32 亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1033048100030950E），截至 2018 年 4 月 17 日，公司不存在未结清的关注类信贷信息。公司有 5 笔已结清的关注类贷款，均与银行认定有关，中国农业银行海宁市袁花支行出具相关说明文件，根据系统内相关行业政策，农行将该公司的信用风险分类为关注类，贷款于 2006 年 2 月 7 日前已全部归还，未出现逾期、欠息等情况。已结清利息中有 3 笔欠息记录，主要为公司与中国建设银行股份有限公司海宁支行、中国银行股份有限公司嘉兴市分行公司业务部的贷款，相关机构已出具相关说明，上述欠息属于付息资金到账后银行系统未即时扣息造成，公司无恶意欠息情况。公司不存在关注类和不良类对外担保信息。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可；公司对外担保规模较大，且无反担

保措施，部分被担保企业无收入或收入规模很小，负债率高，公司或有负债风险较高。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为7.00亿元，相当于2017年底公司全部债务的14.04%，长期债务的18.02%。本期债券的发行对公司整体债务规模和债务结构有一定影响。

2017年底，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46.65%、43.37%和37.36%；以2017年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至49.54%、46.62%和41.31%。本期债券发行后，公司债务负担将进一步加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为1.35亿元、1.10亿元和1.92亿元，分别为本期债券的0.19倍、0.16倍和0.27倍；公司经营活动产生的现金流入量分别为10.18亿元、14.44亿元和15.94亿元，分别为本期债券的1.45倍、2.06倍和2.28倍，经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较好。

本期债券期限为7年，公司自债券发行后第3~7年每年偿还债券本金的20%，即1.40亿元。按单一年度偿付1.40亿元计算，2015~2017年EBITDA分别为每年偿付本金的0.96倍、0.79倍和1.37倍，经营活动现金流入量分别为每年偿付本金的7.27倍、10.31倍和11.38倍。公司经营活动现金流入量对本期债券单年偿付本金的覆盖程度高。

总体看，经营活动现金流入量对本期债券本金的覆盖程度较好，对本期债券单年偿付本金的覆盖程度高，分期偿还本金条款有利于减轻公司集中偿付压力。

3. 募投项目收益偿债能力分析

根据浙江和诚房地产估价有限公司提供的《海宁国际装备制造产业园项目收益测算报告》，海宁国际装备制造产业园项目建设期4年，运营期4年，总投资176,948万元。

海宁国际装备制造产业园项目建成后，将通过租售结合的方式运作。

销售收入方面，募投项目的销售收入全部来自于厂房的销售；厂房总建筑面积488,624平方米，除了重装备产业园内的5,000平方米进行出租以外全部用于出售，假设在2021~2025年分别实现厂房销售面积为50%、25%、15%、6%、4%，同时销售价格按4,300元/平方米进行测算，预计在债券存续期内可获得销售收入207,958.00万元。

出租收入方面，募投项目的出租收入分别来自生产性用房、非生产性用房（服务中心、公寓）及机动车停车位的出租收入。用于出租的生产性用房建筑面积为5,000平方米，租金每平方米按22元/月测算；非生产性用房（服务中心、公寓）总建筑面积25,368平方米，租金每平方米按25元/月测算；募投项目建成后，按照规划，共有1,630个机动车停车位，收费按120元/个/月测算。假设上述用于出租的资产从2022年起取得租金收入，2022年空置率为25%，2023年空置率为15%，之后每年的空置率为5%。预计在债券存续期内可获得出租收入共计3,947.00万元。

表 10 本期募投项目现金流测算及对募投项目使用资金覆盖情况（单位：万元、倍）

项目名称	合计	债券存续期							
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
厂房销售收入	207,958.00	--	--	--	103,979.00	51,990.00	31,194.00	12,477.00	8,318.00
生产性用房出租收入	461.00	--	--	--	--	99.00	112.00	125.00	125.00
非生产性用房出租收入	2,664.00	--	--	--	--	571.00	647.00	723.00	723.00
停车位出租收入	822.00	--	--	--	--	176.00	200.00	223.00	223.00
现金流入	211,905.00	--	--	--	103,979.00	52,836.00	32,153.00	13,548.00	9,389.00
税金	12,119.00	--	--	--	5,823.00	3,013.00	1,862.00	827.00	594.00
运营成本	2,283.00	--	--	--	1,040.00	569.00	363.00	176.00	135.00
现金流净额	197,503.00	--	--	--	97,116.00	49,254.00	29,928.00	12,545.00	8,660.00
债券本金	42,000.00	--	--	--	8,400.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00
付息金额	14,700.00	--	2,940.00	2,940.00	2,940.00	2,352.00	1,764.00	1,176.00	588.00
本息偿还金额	56,700.00	--	2,940.00	2,940.00	11,340.00	10,752.00	10,164.00	9,576.00	8,988.00
现金流覆盖本息倍数	3.74	--	--	--	9.17	4.91	3.16	1.41	1.04
现金流净额覆盖本息倍数	3.48	--	--	--	8.56	4.58	2.94	1.31	0.96

资料来源：《海宁国际装备制造产业园项目收益测算报告》，联合评级整理

注：1、假设本期债券于 2018 年发行，2019 年开始付息，债券利率按 7% 估算。2、募投项目运营成本是总成本费用中的销售费用加上修理维护费用。

本期债券募集资金合计 7.00 亿元，其中 4.20 亿元用于募投项目建设，假设本期债券于 2018 年成功发行，假设发行利率为 7%，2019 年开始付息，考虑到本期债券设置分期偿还条款，自 2021 年开始偿还 20% 本金即 0.84 亿元，在不考虑运营成本及税金因素下，募投项目合计收入 21.19 亿元，对本期债券募投项目本息资金合计 5.67 亿元的覆盖倍数为 3.74 倍，覆盖程度好。2019~2020 年，募投项目尚在建设期未能形成收入，公司需依靠自身经营收入偿还当期所应付的利息；2021~2023 年，募投项目中厂房销售收入较高，对本息偿还倍数分别为 9.17 倍、4.91 倍和 3.16 倍，保障能力强；2024~2025 年，随着标准厂房逐渐销售完成，租金收入较低，对本息偿还倍数分别为 1.41 倍和 1.04 倍，保障能力尚可。

综上所述，本期债券募投项目存续期产生的收入可覆盖本期债券募投项目本息总额。但建设期募投项目无法产生收入，公司需依靠自身经营收入偿还当期应付利息，且募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素的影响存在一定的不确定性，联合评级将持续关注募投项目的建设及未来实际收入对本期债券偿还情况。

九、本期债券保护条款分析

1. 增信措施

根据海宁资产出具的担保函，海宁资产为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

2. 担保方概况

海宁资产系经海政发[1995]111 号文批准，由海宁市人民政府授权海宁市财政局于 1996 年出资组建，初始注册资本为 5,200.00 万元，历经多次国有资产整合和国有股权划拨，截至 2017 年 3 月底，海宁资产注册资本为 20.00 亿元，实际控制人为海宁市财政局。

海宁资产是海宁市政府直属的唯一一家负责市区城市基础设施、交通和水务等公益性及准

经营性市政业务的国有资产经营公司，同时从事皮革专业经营和开发、旅游等经营性业务。

截至 2016 年底，海宁资产资产总额 769.80 亿元，负债合计 443.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 326.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 269.04 亿元。2016 年，海宁资产实现营业总收入 49.73 亿元，净利润（含少数股东损益）8.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.83 亿元；经营活动现金流量净额 9.68 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.75 亿元。

截至 2017 年 3 月底，海宁资产资产总额 764.62 亿元，负债合计 437.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 326.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 269.10 亿元。2017 年 1~3 月，海宁资产实现营业总收入 13.10 亿元，净利润（含少数股东损益）0.09 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.31 亿元；经营活动现金流量净额 9.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.80 亿元。

3. 担保方经营分析

(1) 经营概况

海宁资产作为海宁市基础设施建设投资主体和国有资产运营平台，主要收入来源为房屋销售、房屋租赁以及物业管理等。

2016 年，海宁资产实现主营业务收入 46.87 亿元，同比增长 6.78%，主要来自房屋销售、房屋租赁和物业管理等。从收入构成上看，2016 年房屋销售实现收入 13.33 亿元，同比增长 62.56%；海宁资产实现房屋租赁收入 9.43 亿元，同比下降 18.67%，主要系租赁市场环境不景气影响，租金有所下降所致；海宁资产实现土地开发业务收入 4.32 亿元，同比增长 53.19%；物业管理业务实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 1.05%。

表 11 海宁资产主营业务收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售	8.20	18.68	15.36	13.33	28.21	27.59
房屋租赁	10.22	23.29	78.22	9.43	20.10	66.74
商品销售	3.92	8.94	3.41	4.53	9.67	8.39
物业管理	4.76	10.84	77.28	4.81	10.26	77.13
生物制品业	3.09	7.04	23.32	2.89	6.17	24.70
土地开发收入	2.82	6.43	0.25	4.32	9.22	-1.06
水务收入	3.91	8.90	-12.72	2.36	4.97	-109.86
其中：水费收入	2.10	4.78	-7.42	2.20	4.65	-16.45
其中：污水处理收入	1.81	4.12	-18.88	0.16	0.34	-1,395.26
燃气收入	2.21	5.03	-0.21	2.12	4.52	0.05
热电行业	1.06	2.42	34.23	1.22	2.60	29.76
给排水施工	0.53	1.20	-7.71	0.78	1.51	14.42
其他收入	3.18	7.23	59.14	1.07	2.73	43.64
合计	43.89	100.00	35.29	46.87	100.00	27.92

资料来源：海宁资产提供

毛利率方面，2016 年，海宁资产主营业务毛利率为 27.92%，同比减少 7.37 个百分点，主要系房屋租赁及水务业务中供水及污水处理毛利率下降所致。2016 年，房屋租赁毛利率 66.74%，受近年整体市场环境影响，皮革城商铺租赁价格有所下降，租赁收入持续下滑，毛利率逐年降

低；水务收入毛利率-109.86%，其中供水业务毛利率下滑至-16.45%，主要系近年新建成的管网资产折旧增加所致，污水处理收入毛利率大幅下降至-1,395.26%，主要系原由海宁资产直接确认的污水处理收入，现由财政直接收费后以补贴的方式返还给海宁资产，海宁资产确认为补贴收入，2016年海宁资产确认并计入营业外收入2.04亿元；同期，海宁资产房屋销售的毛利率上升至27.59%，主要系毛利率较高的商铺销售业务在2015年的销售量较少，而2016年销售大幅增加，同时，商铺销售价格的上涨也在一定程度上提升了毛利率所致。

2017年1~3月，海宁资产实现营业总收入13.10亿元，利润总额0.41亿元。

总体看，2016年，受房屋销售土地开发收入增长的影响，海宁资产整体营业收入有所上升；受房屋租赁及水务业务中供水及污水处理毛利率下降影响，主营业务毛利率有所下滑。

（2）公用事业板块

市政基础设施建设

海宁资产承担了海宁市城市基础设施、交通基础设施等重大公益性项目的投资、建设和运营任务。

子公司海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）是海宁资产从事海宁市基础设施投资开发、土地整理、保障房建设业务及相关社会事业项目的投资、开发主体。对于海宁资产承担的海宁市区道路、绿化等公益性基础设施建设，其主要运营模式为：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，资金缺口由海宁资产作为承贷主体进行筹集。根据海政办发[2014]59号文，政府获得的土地出让金返还为海宁资产作为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城市基础设施建设给予支持。

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》，2016年，城投集团及其下属子公司收到财政拨款、补助款合计4.91亿元，计入“资本公积”。

子公司海宁市交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）是海宁资产进行交通基础设施建设、投资和经营开发的主体。交投集团成立于2007年12月，由海宁市政府授权海宁资产出资组建，注册资金7.8亿元，是在海宁市通程建设开发有限责任公司的基础上改组成立。交投集团公益性基础设施道路项目建设资金主要来源于财政拨款的项目资本金、贷款和第三方投资；待项目建成后，海宁市财政局每年安排交通建设专项资金给交投集团来偿还项目贷款。

已建成项目方面，2016年，海宁资产主要完成了鹃湖公园绿化及开发项目一期景观绿化、08省道海宁马桥至尖山段、沪杭高速许村互通立交、嘉兴内河海宁港区尖山码头和环西二路（江南大道至01省道）等建设项目。

在建项目方面，截至2016年底，海宁资产主要在建基础设施投资项目共计4个，概算总投资8.74亿元，预计将于2018年完成投资，2017~2018年分别计划投入资金2.16亿元和1.78亿元。

表 12 截至 2016 年底海宁资产主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目	总投资	竣工时间	截至2016年底 已完成投资	2017年1~3月 已完成投资	2017年4~12月 计划投资	2018年计划 投资
麻泾港滨河绿化	9,018.00	2017-12	5,141.00	200.00	600.00	3,077.00
海州路东延（碧云路至08省道）	19,957.00	2018-12	9,172.00	2,125.00	6,375.00	2,285.00
西山路延伸（海宁一中-环西二路）	19,455.00	2017-12	13,931.00	1,075.00	3,225.00	1,224.00

长安镇桑亭路（胡 长公路）工程	39,000.00	2018-12	19,800.00	2,000.00	6,000.00	11,200.00
合计	87,430.00	--	48,044.00	5,400.00	16,200.00	17,786.00

资料来源：海宁资产提供

拟建项目方面，截至2016年底，海宁资产主要拟建项目5个，预计总投资1.90亿元，计划于2018年期间建成，2017~2018年计划分别投资0.32亿元和1.57亿元。

土地整理

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

根据海宁市人民政府文件《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》（海政发[2011]19号），城市规划控制区55平方公里范围内，扣除海宁经济开发区、马桥街道、市制定用途部分后（东至08省道、南至环城河道、西至丁屠公路、北至铁路约43.6平方公里范围内）出让土地的净收益，每年市财政留用2亿元后全额安排给城投集团，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，城投集团投入资金对土地进行前期整理开发，土地开发完成后，城投集团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（土地开发收入）返还给城投集团，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城投集团（土地出让收益分成），一般而言，土地出让后的3~6个月内可以结清。

土地整理包干费用方面，截至2017年3月底，城投集团根据海宁市人民政府办公室于2012年9月出具的《关于提高土地拆迁安置包干经费缴纳标准相关事宜的备忘录》，将征地拆迁安置包干经费标准设定为30万元/亩。根据海政办发[2017]37号文，海宁市政府决定自2017年4月1日起，市区城市规划控制区内农村拆迁安置包干经费标准调整为50万元/亩。

会计核算方面，土地开发公司根据收到土地整理包干费用返还款项确认土地整理收入，并同时结转相应的土地整理成本。由于土地整理时涉及拆迁补偿安置房的建设和置换工作，对于已出让并获得土地整理收益的但未完成安置房交付的拆迁地块，城投集团按照预估成本先行结转，目前城投集团预估成本接近30万/亩。对于预估成本超出现金成本部分，在“应付账款”中反映。

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

表13 2015~2017年1季度城投集团土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

年度	2015年	2016年	2017年1~3月
整理面积	1,412.00	384.00	--
整理支出	4.26	1.15	0.48
出让面积	376.00	715.00	43.60
土地整理收益	6.58	8.71	--
其中：土地整理收入	2.82	4.32	--
土地出让收益	3.76	4.39	--

资料来源：海宁资产提供

注：土地整理收益=土地整理收入+土地出让收益

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

总体看，城投集团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。城投集团土地整理业务持续性强，未来随着储备土地的逐步出让，城投集团将会产生较大收益。但同时，联合评级也关注到，城投集团土地出让价格、原有的计划出让进度会受当地经济景气度及土地一级市场的行情影响，未来城投集团土地整理收益可能出现一定波动。

安置房

海宁资产安置房建设主体为城投集团。根据《关于明确海宁市城市发展投资集团有限公司和海宁市交通投资集团有限公司的有关意见的通知》（海政发[2008]11 号文），海宁市城市规划区范围内安置房区块建设由海宁资产封闭运作；海宁资产建设的安置房，市政府将根据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，海宁资产下属子公司海宁市旧城改造与开发投资有限公司（以下简称“旧改公司”）和海宁市城郊投资有限公司（以下简称“城郊公司”）作为安置房建设项目的经营实体，旧改公司主要负责海宁市区的旧城改造项目投资及房地产开发建设，城郊公司主要负责海宁市城郊结合部的安置房开发建设任务。

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。

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，安置房建设土地由海宁资产通过摘牌所得，安置房销售价格实行分档计价。

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

确认收入模式方面，海宁资产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，会计处理方式按开票金额计主营业务收入，同时结转成本（即开发成本转入主营业务成本）。

表 14 2015~2016 年、2017 年 1~3 月海宁资产安置房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
安置房开工面积	37.80	15.26	--
安置房竣工面积	22.14	89.14	8.10
安置房销售面积	6.40	11.30	6.71
安置房销售收入	42,533.44	37,822.75	43,357.60

资料来源：海宁资产提供

安置房建设方面，2016 年海宁资产安置房新开工 15.26 万平方米，竣工 89.14 万平方米。海宁资产当年的安置房主要销售对象为农村拆迁户，售价相对较低，安置房销售业务出现了成

本倒挂，该板块收入减少至 3.78 亿元；毛利率下降至-10.08%。2017 年 1~3 月，海宁资产实现安置房销售收入 4.34 亿元，毛利率为-10.86%。毛利率为负主要系安置房建设成本逐年增加，同时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。

表 15 截至 2017 年 3 月底海宁资产在建及拟建安置房项目进展及未来投资计划（单位：万元）

项目名称	建设周期	总投资	截至 2017 年 3 月底完成投资情况	剩余投资额	预计投资额		
					2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年
长田区块安置房	2012.09~2018.08	24,996	6,566	18,430	14,940	3,490	--
民和三期安置房	2013.01~2017.09	41,567	39,239	2,328	2,328	--	--
双凤二期安置房	2013.03~2018.12	94,348	54,752	39,596	29,010	10,586	--
伊桥二期安置房	2013.04~2019.08	102,532	70,640	31,892	10,892	16,000	5,000
农丰安置房	2010.10~2017.06	25,170	23,770	1,400	1,400	--	--
荷叶村安置房	2014.07~2017.06	10,000	--	10,000	3,500	6,500	--
合计	--	298,613	194,967	103,646	62,070	36,576	5,000

资料来源：海宁资产提供

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

水务

子公司海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）是海宁资产水务板块业务的经营主体，其在海宁市具有垄断优势。水务集团收入来自自来水销售和污水处理费收入。2016 年，海宁资产实现自来水销售收入2.20亿元，同比增长4.76%，同期，由于改变了污水处理收入的确认方式，政府统一收取水费后以财政补贴的形式拨付给海宁资产，海宁资产计入营业外收入，因此当年确认污水处理收入0.16亿元，同比下降91.36%，而当期确认了污水处理相关财政补贴收入2.04亿元。

（一）供水

海宁资产自来水销售业务由海宁水务下属子公司海宁市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）和海宁市第二水厂有限公司（以下简称“第二水厂”）负责。截至2016年底，自来水公司和第二水厂共计拥有自来水厂3个，日供水能力60万立方米，供水管道总长2,476公里，供水人口100万，市区及农村地区供水普及率达到100%，供水区域覆盖海宁市近700平方公里。

在建项目方面，截至2017年3月底，水务集团目前在建项目为供水设施提升工程（2016年供水管道工程）西部项目，总投资0.32亿元，已投资0.21亿元。

拟建项目方面，海宁市硖许公路改建工程（环西二路至观潮大道）供排水管道迁建工程（供水）项目预计总投资0.63亿元，建设周期1年。

（二）污水处理

海宁资产污水处理业务主要由水务集团下属子公司海宁紫光水务有限责任公司和海宁紫薇水务有限责任公司等负责，主要承担海宁市污水设施的建设和污水收集、处理、运营管理工作。

截至2016年底，水务集团拥有污水处理厂3个，日污水处理能力36万立方米，污水管道总长1,694公里，2016年，污水处理量为9,723吨，同年建设管网232公里，管网建设100%覆盖海宁全部区域。

目前，水务集团正在污水处理方面进行较大规模投资，截至2016年底，在建污水处理项目

总投资合计6.87亿元，已投资3.75亿元。

表 16 截至 2016 年底水务集团在建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	截至 2016 年底已投资
海宁市区污水收集管网二期（城区雨污分流工程）	0.83	0.47
尖山污水处理厂提标改造工程	0.89	0.06
海宁市农村生活污水治理配套管网项目	4.12	2.77
海宁市城镇建成区生活污水治理工程	1.03	0.45
合计	6.87	3.75

资料来源：海宁资产提供

燃气销售

2012 年 1 月海宁市财政局将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 日起无偿划拨给海宁资产。海宁燃气经营模式为自主经营，无政府补贴，主要负责城市供气管网与国家供气网络的城市主管网的建设运营以及海宁市管道天然气的供应。截至 2016 年底，海宁资产燃气管道长度 4.88 千米。

海宁资产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。目前海宁资产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，海宁资产与上游供应商气款结算方式为每周结清，与下游客户气款结算方式为每月底 25 日结清当月气款。

2016 年，海宁资产天然气供气量为 10,525.93 万立方米。2016 年，海宁资产实现该板块业务收入 2.12 亿元，毛利率为 0.05%。2017 年 1~3 月，海宁资产实现该板块业务收入 709.52 万元，毛利率为 -0.29%。

（3）房地产板块

海宁资产的房地产开发业务主要由海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”）、城投集团和浙江钱江生物化学股份有限公司（以下简称“钱江生化”）负责，分别开发的在售项目有东方艺墅、华府景苑和钱江大厦项目。同时，由于部分安置房于 2016 年按照市场价值销售并纳入本板块，使得本年房地产板块收入有所上升。2016 年，海宁资产实现房地产销售 4.74 亿元，其中，扣除安置房影响后的商品房销售收入为 2.62 亿元。

东方艺墅位于海宁市东南角，为未来市区高档居住区，项目建设面积 25.81 万平方米，总投资 5.40 亿元，于 2006 年开工，2011 年开始销售；华府景苑位于海宁市塘南东路南侧、碧云南路西侧，地处海宁新城东繁华区块，总占地面积 6.84 万平方米，建筑面积 18.38 万平方米，建设 15 幢 17~24 层的高层住宅，住宅总户数 1,019 户，商业用房 50 套，总投资 8.20 亿元，该项目于 2012 年开工，2015 年竣工，同年开始销售；钱江大厦为钱江生化子公司钱江置业开发，项目地块位于浙江省海洲街道钱江西路 178 号，总投资 1.1 亿元，于 2012 年开工，2014 年开始销售，2015 年竣工。2016 年，上述三个商品房项目分别实现收入 0.48 亿元、1.86 亿元和 0.28 亿元，合计 2.62 亿元。

2016 年，由于海宁资产将部分安置房按照市场价格进行销售，因此将其列入房屋销售统计。2016 年，安置房按照市场价进行销售实现收入 2.12 亿元。

总体看，海宁资产房地产开发业务规模相对较小，已完工项目已基本销售完毕，目前仅华

府景苑有一定的确认收入空间，由于海宁资产无在建和拟建商品房项目，且将安置房按照市场价销售的安排存在一定不确定性，未来商品房销售收入或将有所波动。

（4）海宁皮革城板块

海宁资产的皮革城开发经营板块包括营业收入中与下属子公司海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”）相关的房屋销售、房屋租赁、物业管理和商品销售等业务。其中，海宁皮城主要从事的是皮革专业市场的开发和租赁。截至2016年底，海宁资产直接持有海宁皮城33.09%的股份。自2010年上市以来，海宁皮城在“内增外拓”的战略下迎来较快发展。皮革城市场已由最初的一期市场增至六期，同时，海宁皮城积极进行外拓连锁，已在辽宁佟二堡、江苏沭阳、河南新乡和四川成都等地成功复制自身业务模式，在当地建立起皮革城。目前海宁皮城以商铺的出租和出售为其主要收入来源。

房屋租赁

2016年，海宁皮城实现房屋租赁收入9.43亿元，同比下降7.73%，主要系受租赁市场环境不景气影响，租金下降所致；同期，实现商铺及配套物业销售收入3.10亿元。

海宁皮城商铺实现以出租为主，出售为辅的经营策略。出租模式上，海宁皮城一般采取定价定向方式或招投标方式确定租赁价格。定价定向方式是指根据市场人气、市场运营情况、商品市场行情等综合因素制定不同的租赁价格，并对参与商户进行综合评定，在合格商户中以抽签方式决定租赁商户；招投标方式是指在海宁皮城确立的最低中标价基础上，通过逐一投标产生最高竞标价。

租金协议方面，海宁皮城与承租人（商户）签订租赁合同和经营管理协议，明确规定租赁期限，租赁金额和经营用途等。租赁期限以1年为主，海宁皮城在每年3~7月预收下一年度租金，租金在租赁期限开始前一次性付清。

除正常租金外，部分商品租赁收入中尚包含较大规模的承租权费，承租权费包含于租金价格中随租金一并支付，承租人在承租权费持续期内对商铺拥有优先承租权，因商铺租赁需求较高导致含承租权费的商铺租金水平较高，该部分商铺未来在承租人拥有优先承租权的情况下续约租金预计将降至同类同地段租金水平，对海宁皮城未来租赁收入增长产生一定影响。

表 17 2015~2016 年海宁皮城房屋租赁及配套物业情况（单位：万平方米）

项目名称	2015 年	2016 年
可出租商铺面积	145.43	152.98
已出租商铺面积	145.43	152.98

资料来源：海宁资产提供

商铺销售

2016年，海宁皮城商铺销售大幅增加，主要销售的商铺项目为海宁皮革城六期市场等。出售比例方面，早期建成销售的海宁本部皮革城一期、三期出售比例相对较高，而异地新建皮革城出售比例相对较低，主要受宏观经济形势、皮革行业和地产行业景气程度下降影响，未售部分继续用作出租。2016年，海宁皮城销售面积为1.51万平米，取得收入3.10亿元。

表 18 2015~2016 年海宁皮城商铺销售情况

项目	2015 年	2016 年
销售面积（万平方米）	0.35	1.51
销售均价（万元/平方米）	1.07	2.05
结转收入（亿元）	0.37	3.10

资料来源：海宁资产提供

目前，海宁皮城主要的在建项目为海宁皮革时尚小镇创意核心区一期工程，总投资为12.00亿元，预计2018年完工，截至2016年底，项目已投资4.31亿元。

商品销售

商品销售收入主要来自海宁皮城的控股子公司海宁中国皮革城进出口有限公司，主要涉及纺织原料及纺织制品、革、毛皮制品及箱包等商品的出口。

受国际经济有所回暖影响，2016年海宁皮城实现商品销售收入4.53亿元，同比增长15.56%，皮革城进出口公司业务规模有所增长。同期，该板块毛利率增长至8.39%。

物业管理

随着各地海宁皮革城成功开业，对于皮革城的物业管理收入呈逐年上涨趋势，2016年实现物业管理收入4.81亿元，毛利率77.13%。

（5）生物制品业农药兽药板块

农药兽药的销售来自控股子公司钱江生化。截至2016年底，海宁资产直接持有钱江生化33.30%股份。钱江生化是中国最大的生物农药生产基地之一，井冈青霉素系列产品占国内50%以上的市场份额，赤青霉素系列产量居全球第一，出口量占国内同类产品的65%左右；黄霉素产量世界第一，出口量占国内同类产品出口总量的68%左右。

2016年，海宁资产农药兽药板块实现营业收入2.89亿元，同比下降6.47%。

从原材料采购上看，钱江生化的主要生产原材料为原煤（燃料动力）、淀粉、碎米，2016年原材料及燃料动力成本占生物制品营业成本的80.51%。其中，原煤每月使用量10,000吨左右，主要向上海大钢环保科技有限公司、鹿邑县宏伟鑫达煤炭购销有限公司、微山县浩丰煤炭有限公司等公司采购；淀粉和碎米的年消耗量分别8,300吨和6,900吨，淀粉主要向诸城兴贸玉米开发有限公司采购，碎米主要向安徽省无为县农兴粮油购销有限公司采购。从集中度看，钱江生化前5名供应商采购金额占采购总额30.44%，集中度一般。

销售方面，钱江生化建立覆盖全国的市场营销和技术服务网络，利用自身产品和技术优势，在提高国内竞争力的基础上参与国际市场的竞争，在欧洲、亚洲、南美及东南亚地区都建立较为稳定的销售渠道和合作伙伴关系。钱江生化自1997年取得自营进出口权，产品内外销售兼有，内销持续占比60%左右。从产品销售集中度上看，2016年前5名客户销售额占销售总额的17.84%左右。钱江生化农药兽药销售客户较为分散，对主要客户依赖程度较低。

研发方面，钱江生化作为生物和医药领域的国家级高新技术企业，采用自主创新与产学研相结合的方式，与浙江大学、上海农药研究所等国内知名院校及研究所保持长期技术合作关系，产品生产技术和产品品质始终保持行业领先水平。

总体看，钱江生化在生物农药、兽药的生产和销售方面具有一定的技术水平和品牌知名度，但由于生物农药目前尚不能对高毒农药形成较好替代，钱江生化整体市场规模仍然一般，且生产经营情况受需求端波动影响较大，未来发展具有一定不确定性。

（6）其他业务

海宁资产其他收入主要包括酒店服务、给排水工程、景区收入、技术服务、汽车培训、广告宣传及管理收入等。海宁皮城拥有全资子公司海宁皮都锦江大酒店有限公司，该酒店自主经营，同时由锦江集团派驻职业经理人协助管理；海宁资产还全资拥有海宁市盐官景区综合开发有限公司，负责海宁市盐官景区的开发。

2016年海宁资产实现其他收入3.07亿元，在营业务收入中占比为6.84%。

（7）未来发展

海宁资产将围绕海宁市“接轨杭州、融入上海、汇合苏甬”的发展战略，通过自我发展、

自主经营，不断扩大企业规模和效益，积极推进基础设施项目的市场化运营，加大土地整理开发和储备力度，扩大经营性业务规模，逐步成为有核心竞争力的跨行业集团公司。

未来，海宁资产还将重点投资的项目有保障安置房、皮革城六期工程、郑州海宁皮革城工程等项目，其中，北京、哈尔滨皮革城预计3年左右完成投资。

总体看，海宁资产发展规划明确清晰，符合未来几年海宁城市发展趋势，同时多元化的经营格局有利于更好的履行国有资产保值增值职能；但由于投资规模大，海宁资产面临较大的对外筹资压力，债务规模将进一步上升。

4. 担保方财务分析

（1）财务概况

海宁资产提供了 2016 年合并财务报告，该财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）杭州分所审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2017 年 1 季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2016 年，海宁资产通过投资和增资设立并纳入合并范围的子公司 12 家，不再纳入合并范围的原子公司 5 家，新纳入或不再纳入合并范围内的子公司规模较小，财务数据可比性强。截至 2017 年 3 月底，合并范围内子公司 83 家。

截至 2016 年底，海宁资产资产总额 769.80 亿元，负债合计 443.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 326.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 269.04 亿元。2016 年，海宁资产实现营业总收入 49.73 亿元，净利润（含少数股东损益）8.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.83 亿元；经营活动现金流量净额 9.68 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.75 亿元。

截至 2017 年 3 月底，海宁资产资产总额 764.62 亿元，负债合计 437.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 326.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 269.10 亿元。2017 年 1~3 月，海宁资产实现营业总收入 13.10 亿元，净利润（含少数股东损益）0.09 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.31 亿元；经营活动现金流量净额 9.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.80 亿元。

（2）资产质量

截至 2016 年底，海宁资产资产总额 769.80 亿元，较年初增长 9.60%，其中流动资产占比 56.92%，非流动资产占比 43.08%，流动资产占比较高。

流动资产

流动资产方面，截至 2016 年底，海宁资产流动资产 438.20 亿元，较年初增长 13.89%，主要系存货和其他应收款增长所致；流动资产主要由货币资金（占 15.13%）、其他应收款（占 23.80%）和存货（占 51.61%）构成。

截至 2016 年底，海宁资产货币资金 66.28 亿元，较年初增长 1.66%，主要为银行存款 60.12 亿元和其他货币资金 6.15 亿元。海宁资产其他货币资金均为受限资金，主要包括质押的定期存单、保函保证金、投标保证金、担保保证金、承兑汇票保证金和结构性存款等，规模相对较小。

截至 2016 年底，海宁资产其他应收款 104.28 亿元，较年初增长 10.97%，主要为与海宁市财政局等单位的往来款以及对浙江大学海宁校区项目的建设代垫款等款项。从集中度看，其他应收款前五单位合计占比 63.19%，集中度较高，海宁资产其他应收款规模较大，对海宁资产资金形成较大的占用。海宁资产计提坏账准备 1.07 亿元。

表 19 截至 2016 年底海宁资产其他应收款金额前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	占比
海宁市财政局	往来款	279,467.80	26.53
浙江大学海宁校区项目建设代垫款	代垫款	193,326.81	18.35
海宁市土地储备中心	土地收储款	84,208.09	7.99
海宁盐官百里钱塘观潮景区管理委员会	往来款	69,628.16	6.61
海宁市海州投资开发有限公司	往来款	39,116.64	3.71
合计	--	665,747.50	63.19

资料来源：海宁资产审计报告

截至 2016 年底，海宁资产存货 226.13 亿元，较年初增长 15.71%，主要为开发成本（主要包括在建的安置房和土地整理成本）及开发产品，分别占比 84.25%和 14.38%，其中账面价值 4.67 亿元开发成本已用作于抵押借款。海宁资产累计计提跌价准备 421.36 万元。

非流动资产

非流动资产方面，截至 2016 年底，海宁资产非流动资产 331.60 亿元，较年初增长 4.40%，主要由可供出售金融资产（占 12.23%）、长期股权投资（占 6.64%）、投资性房地产（占 21.99%）、固定资产（占 17.28%）、在建工程（占 30.30%）和其他非流动资产（占 5.71%）构成。

截至 2016 年底，海宁资产可供出售金融资产 40.55 亿元，保持相对稳定，主要由对海宁市盐仓综合开发有限公司、海宁尖山新区开发有限公司、嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司及海宁临杭新区建设投资有限公司等投资构成。

截至 2016 年底，海宁资产长期股权投资 22.03 亿元，较年初增长 25.10%，主要系对联营企业追加投资所致。

截至 2016 年底，海宁资产投资性房地产 72.93 亿元，较年初增长 28.75%，主要系海宁皮革城六期和郑州皮革城陆续建成并从存货结转所致。从构成上看，海宁资产投资性房地产分别由房屋建筑物（占 81.80%）和土地使用权（占 18.20%）构成。海宁资产投资性房地产采用成本模式计量，累计计提折旧 9.63 亿元。

截至 2016 年底，海宁资产固定资产净值 57.30 亿元，较年初增长 1.60%，变化不大，主要由房屋建筑物（占比 31.32%）、输水管道（占 22.83%）和其他设施及设备（合计占 45.85%）构成；固定资产成新率 70.91%，成新率尚可。

截至 2016 年底，海宁资产在建工程 100.48 亿元，较年初下降 2.79%，主要系部分在建工程结转所致。从构成上看，主要由城市基础建设工程（占 21.29%）、道路整修项目（占 53.85%）及城市防洪工程（占 11.38%）构成。

截至 2016 年底，海宁资产其他非流动资产 18.94 亿元，较年初下降 10.78%，主要由教育园区资产和农村污水整治项目工程构成。

截至 2016 年底，海宁资产受限资产账面价值合计 24.03 亿元，占资产总额 3.12%，其中受限货币资金 6.14 亿元，用于抵质押的房产、土地及收费权等为 17.89 亿元。海宁资产抵质押的资产的流动性受到一定限制，但规模相对较小，对整体资产流动性影响不大。

截至 2017 年 3 月底，海宁资产资产总额 764.62 亿元，保持相对稳定，其中流动资产占比 55.66%、非流动资产占比 44.34%。与 2016 年底相比，货币资金 59.48 亿元，较 2016 年底下降 10.26%；其他流动资产 10.72 亿元，较 2016 年底下降 26.93%，主要系部分理财产品到期所致；在建工程 110.47 亿元，较 2016 年底增长 9.95%，主要系城市基础设施工程持续投入所致。

总体看，海宁资产资产规模保持相对稳定，资产结构中流动资产占比较高，资产构成稳定。

流动资产中，货币资金较为充足，海宁资产其他应收款规模较大，对资金形成较大的占用，存货占比较高，且主要以开发成本为主，变现能力较弱；非流动资产中，在建工程、投资性房地产及固定资产规模较大，流动性较弱；海宁资产整体资产质量一般。

（3）负债及所有者权益构成

负债

截至 2016 年底，海宁资产负债总额 443.39 亿元，较年初增长 5.61%，流动负债占比 38.56%，非流动负债占比 61.44%。海宁资产负债结构以非流动负债为主。

截至 2016 年底，海宁资产流动负债 170.99 亿元，变化不大，主要由短期借款（占 4.68%）、应付账款（占 20.15%）、预收款项（占 10.60%）、其他应付款（占 31.71%）、一年内到期的非流动负债（占 17.41%）和其他流动负债（占 11.33%）构成。

截至 2016 年底，海宁资产短期借款 8.01 亿元，较年初下降 7.67%，其中信用借款 1.62 亿元、保证借款 5.96 亿元和质押借款 0.43 亿元。

截至 2016 年底，海宁资产应付账款 34.45 亿元，较年初下降 13.41%；应付账款主要为应付的工程款。

截至 2016 年底，海宁资产预收款项 18.12 亿元，较年初增长 33.78%，主要为海宁皮城商铺租金预缴以及房地产项目预缴订金。

截至 2016 年底，海宁资产其他应付款 54.22 亿元，较年初变动不大，主要为与相关单位的往来款。

截至 2016 年底，海宁资产一年内到期的非流动负债 29.77 亿元，较年初下降 17.98%，主要为即将到期的长期借款 15.77 亿元和即将到期的应付债券 14.00 亿元。

截至 2016 年底，海宁资产其他流动负债 19.38 亿元，较年初增长 52.32%，主要为发行的短期融资券计入该科目所致。本报告已将计入的短期融资券合计 15.00 亿元计入海宁资产短期债务。

截至 2016 年底，海宁资产非流动负债 272.40 亿元，较年初增长 10.09%，主要由长期借款（占 31.59%）、应付债券（占 42.30%）和长期应付款（占 19.58%）构成。

截至 2016 年底，海宁资产长期借款 86.05 亿元，较年初下降 24.62%，其中信用借款 1.41 亿元、抵押借款 9.58 亿元、保证借款 40.57 亿元、质押借款 2.03 亿元、抵押及保证借款 4.96 亿元、质押及保证借款 27.50 亿元。

截至 2016 年底，海宁资产应付债券 115.22 亿元，较年初增长 7.97%，主要来自 2016 年海宁资产及下属子公司成功发行的 5 亿元的“16 海宁资产 PPN001”、10 亿元的“16 海资 01”、10 亿元的 2016 年非公开发行公司债和 5 亿元的“16 海宁城投定向债”。

截至 2016 年底，海宁资产长期应付款 53.33 亿元，较年初大幅增长 395.58%，主要为政府置换债券转贷的增加所致，系根据海宁资产本部、城投集团及其子公司、交投集团等与海宁市财政局签订的地方政府债券置换存量债务协议等相关文件，由财政局承担海宁资产部分应付债券和借款，置换后海宁资产与原债权人解除债权债务关系，海宁资产按相关协议约定计提对海宁市财政局的换入债务利息。（已将其计入海宁资产长期债务）

截至 2016 年底，海宁资产专项应付款 11.56 亿元，较年初增长 22.42%，主要为政府对海宁资产代建项目的专项配套资金。

截至 2017 年 3 月底，海宁资产负债总额 437.75 亿元，较 2016 年底下降 1.27%，其中流动负债占 36.91%、非流动负债占 63.09%。截至 2017 年 3 月底，海宁资产流动负债 161.56 亿元，较 2016 年底下降 5.51%，其中其他流动负债 14.38 亿元，较 2016 年底下降 25.80%；海宁资产

非流动负债 276.19 亿元，较 2016 年底增长 1.39%，其中长期应付款 59.67 亿元，较 2016 年底增长 11.89%，主要系海宁资产本部及其下属子公司与海宁财政局政府债务置换增加所致。

债务方面，截至 2016 年底，海宁资产全部债务为 307.86 亿元，较年初增长 11.10%，短期债务占比 17.30%、长期债务占比 82.70%。截至 2017 年 3 月底，海宁资产全部债务 310.43 亿元，较 2016 年底增加 2.57 亿元，短期债务占比 17.17%，长期债务占比 82.83%。

债务指标方面，截至 2016 年底，海宁资产资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.60%、48.54%和 43.82%，上述三项指标较年初减少 2.17 个、0.97 个和 1.23 个百分点。截至 2017 年 3 月底，海宁资产资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.25%、48.71%和 44.03%，资产负债率较 2016 年底减少 0.35 个百分点、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增加 0.17 个和 0.21 个百分点，海宁资产债务规模有所扩张。

总体看，海宁资产负债以非流动负债为主，与业务情况相匹配，债务规模有所扩张，但债务负担仍处于合理水平，债务结构以长期债务为主。

所有者权益

截至 2016 年底，海宁资产所有者权益 326.41 亿元，较年初增长 15.53%，主要来自资本公积、未分配利润及少数股东权益的增加。归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 7.43%）、资本公积（占 76.75%）和未分配利润（占 15.47%）为主。

截至 2016 年底，海宁资产资本公积 206.50 亿元，较年初增长 6.95%，主要系根据海宁市财政局《海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2016 年度收到财政拨款的财务处理意见的通知》（海财会[2016]81 号文），海宁资产及下属子公司 2016 年度收到财政拨款、补助款合计 4.91 亿元，并计入“资本公积”；2016 年 11 月，经证监会核准，海宁皮城定向发行人民币普通股（A 股）1.63 亿股，使得资本公积-股本溢价增加 15.59 亿元，同时引起对海宁皮城持股比例的变化，确认增加资本公积 4.84 亿元；其余增加的资本公积为当年部分被投资单位权益变动减少，相应调增的资本公积。

截至 2016 年底，海宁资产少数股东权益 57.37 亿元，较年初增长 76.90%，主要系子公司海宁皮城定向增发，海宁资产对海宁皮城持股比例由原 58.97%下降至 51.45%所致。

截至 2017 年 3 月底，海宁资产所有者权益 326.87 亿元（含少数股东权益 57.77 亿元），较 2016 年底增长 0.14%，变化不大。

总体看，受子公司海宁皮城定向增发以及政府资金注入的影响，资本公积有所上升，海宁资产所有者权益稳定性一般。

（4）盈利能力

2016 年，海宁资产实现营业总收入（含营业收入、利息收入、已担保费收入和手续费及佣金收入）49.73 亿元，同比增长 13.10%，海宁资产营业收入主要来自于房屋销售、房屋租赁、商铺销售和物业管理等。2016 年，海宁资产实现营业收入 49.58 亿元，同比增长 12.96%，营业成本同比增长 22.71%，增幅高于营业收入，受此影响，2016 年海宁资产营业利润率较上年减少 6.57 个百分点至 22.94%。2016 年，海宁资产实现净利润 8.06 亿元，同比增长 2.86%；其中归属于母公司所有者的净利润 5.83 亿元。

从期间费用看，2016 年，海宁资产期间费用 14.78 亿元，同比下降 4.07%，以财务费用（占 52.30%）为主。2016 年，受营业收入增长影响，期间费用率较 2015 年减少 5.29 个百分点至 29.82%。

2016 年，海宁资产实现投资收益 2.41 亿元，同比增长 11.25%，主要为权益法核算下长期

股权取得的收益（主要是对嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司、海宁首创水务有限责任公司以及浙江海宁国爱文化传媒股份有限公司的投资）和委托贷款产生的收益。2016 年，海宁资产营业外收入 13.65 亿元，其中政府补助 13.42 亿元，营业外收入是海宁资产当期利润总额 10.38 亿元的 1.35 倍，海宁资产利润总额对政府补助依赖性极强。

2016 年，海宁资产总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.03%、2.78%和 2.65%，同比分别减少 0.52 个百分点、0.38 个百分点和 0.25 个百分点。

2017 年 1~3 月，海宁资产营业总收入和营业收入分别为 13.10 亿元和 13.07 亿元，分别占 2016 年全年水平 26.34%和 26.36%，实现利润总额 0.41 亿元，营业利润率为 9.40%。

总体看，受商铺销售、安置房销售和土地开发收入增长的影响，海宁资产整体营业收入有所上升；期间费用对利润侵蚀明显，利润总额对政府补贴依赖性极强，海宁资产自身盈利能力较弱。

（5）现金流

经营活动现金流方面，2016 年，海宁资产经营活动现金流入 186.41 亿元，同比增长 37.42%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 51.48 亿元，同比增长 9.91%，收到其他与经营活动有关的现金快速增长至 134.48 亿元，主要来自政府补贴和保证金及购房订金。2016 年，海宁资产经营活动现金流出 176.74 亿元，同比增长 26.54%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 47.26 亿元，同比增长 44.36%；支付其他与经营活动有关的现金 119.57 亿元，同比增长 25.31%，主要为归还的保证金及购房定金，以及与相关单位间的往来款。从收现质量看，2016 年，海宁资产现金收入比 103.53%，同比下降 3.01 个百分点，收现质量一般。2016 年，海宁资产经营活动产生的现金流净额为 9.68 亿元。

投资活动方面，2016 年，海宁资产投资活动现金流入 41.83 亿元，同比增长 11.52%，其中收回投资收到的现金 29.88 亿元，同比增长 30.41%，主要来自各地海宁皮革城收入；收到其他与投资活动有关的现金 10.27 亿元，同比下降 24.03%，主要为收回资金拆借款。2016 年，海宁资产投资活动现金流出 78.69 亿元，同比增长 17.42%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 27.21 亿元，同比下降 35.04%，主要系海宁资产转变战略，对各地海宁皮革城减少投入所致，支付其他与投资活动有关的现金 13.38 亿元，同比增长 188.64%，主要为支付资金拆借款及保证金。

2016 年，海宁资产筹资活动前现金流量净额为-27.18 亿元，海宁资产存在一定的对外融资压力。

筹资活动方面，2016 年，海宁资产筹资活动现金流入 133.97 亿元，同比增长 26.79%，其中吸收投资收到的现金大幅增长至 24.71 亿元，主要来自于海宁皮城的定向增发所获取的资金；收到其他与筹资活动有关的现金 18.67 亿元，同比增长 210.62%，主要来自收到部分资金拆借款和债务性投资款。2016 年，海宁资产筹资活动现金流出 103.06 亿元，同比增长 52.36%，其中偿还债务支付的现金 81.60 亿元，同比增长 81.37%；支付其他与筹资活动有关的现金 3.23 亿元，同比下降 39.51%，主要为归还资金拆借款和购买佟二堡皮革城公司少数股权支付的现金。

2017 年 1~3 月，海宁资产经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为 9.18 亿元、-8.62 亿元和-7.36 亿元。

总体看，海宁资产经营活动现金由净流出转为净流入，但仍无法满足当期的投资活动需求，海宁资产存在一定的对外融资需求。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，海宁资产流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 2.56 倍、1.24 倍和 1.26 倍，较年初的 2.23 倍、1.10 倍和 1.21 倍有所提高。截至 2017 年 3 月底，上述三项指标分别为 2.63 倍、1.27 倍和 1.13 倍。受经营活动现金流量净流入的影响，2016 年海宁资产经营性现金流动负债比由负转正至 5.66%。海宁资产短期债务大，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016 年，海宁资产 EBITDA 为 27.15 亿元，同比增加 0.99 亿元；EBITDA 利息倍数为 2.70 倍，EBITDA 全部债务比为 0.09 倍。海宁资产长期偿债能力较弱。

截至 2016 年底，海宁资产对外担保 163.58 亿元，担保比率为 50.11%，目前被担保企业（单位）经营正常，尽管被担保企业绝大部分为海宁市地方性国企，但由于海宁资产对外担保规模大，仍面临一定的代偿风险。

海宁资产与银行建立了长期的合作关系，截至 2016 年底，海宁资产共获授信额度人民币 100.90 亿元，尚未使用额度 37.03 亿元。海宁资产间接融资渠道较畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：Q10330481111292316），截至 2018 年 4 月 4 日，海宁资产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。

总体看，海宁资产短期偿债能力一般，长期偿债能力有待提高，对外担保规模大，面临一定的代偿风险；考虑到海宁市区域及财力状况、海宁市政府对于海宁资产的各项支持等因素，海宁资产整体抗风险能力强。

5. 债权保护效果评价

本期债券拟发行规模为 7.00 亿元，占海宁资产 2017 年 3 月底净资产的 2.14%，占海宁资产净资产的比重很小。2016 年，海宁资产经营活动现金流入 186.41 亿元，为本期债券拟发行规模的 26.63 倍，海宁资产经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。2016 年，海宁资产 EBITDA 为 27.15 亿元，为本期债券拟发行规模的 3.88 倍，海宁资产 EBITDA 对本期债权的覆盖程度很高。

总体看，海宁资产的担保实力很强，其担保有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

十、综合评价

公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，具有明显的区域垄断性，在财政补贴和政府债务置换等政府支持方面具备优势。近年来，海宁市经济稳步增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

近三年，公司资产规模有所增长，资产中存货、在建工程和其他应收款占比较大，公司资产流动性较弱；所有者权益结构稳定性较好；有息债务规模小幅增长，整体债务负担适中；公司自身盈利能力较弱，政府补贴对利润总额影响较大；经营活动产生的现金流量净额波动较大。

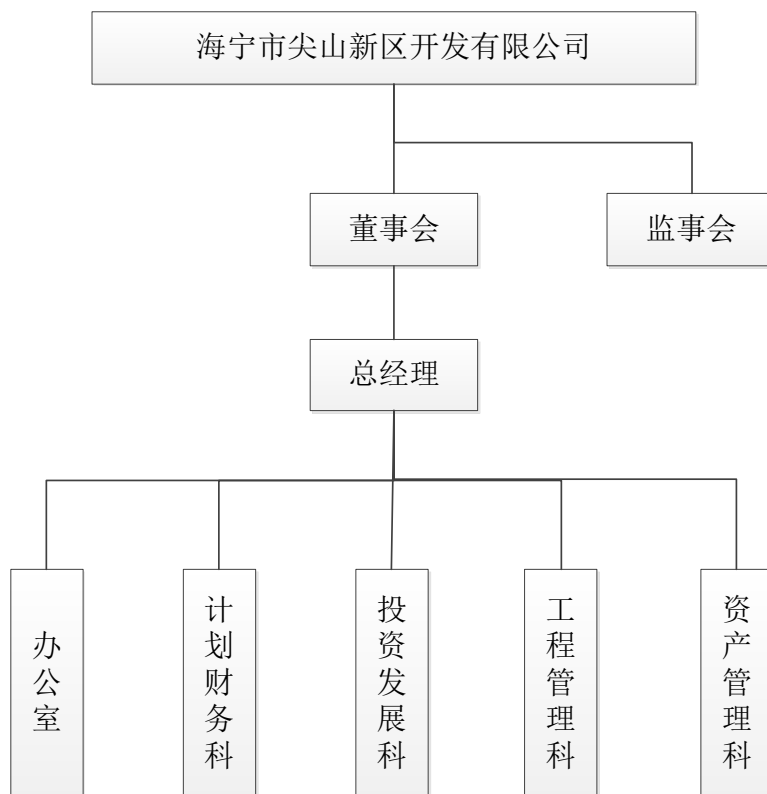
海宁经济开发区（尖山新区）是海宁市重点打造的建设平台，区内优质土地资源丰富，公司拥有较大规模的可用于开发的存量土地，未来能够产生较大规模的土地出让金返还收入，但易受土地市场行情波动的影响。随着地区经济的持续发展，公司作为海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，整体抗风险能力有望进一步增强。

本期债券募投项目为海宁国际装备制造产业园项目，未来偿债资金主要来源于厂房销售收入和资产出租收入。经测算，募投项目在本期债券存续期间收入可覆盖本期债券用于募投项目建设的募集资金的还本付息。本期债券设置提前分期还本条款，有效缓解了公司的集中偿付压

力。此外，海宁资产为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，上述担保措施有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券项目收益情况和增信措施的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 海宁市尖山新区开发有限公司 组织架构图



附件 2 海宁市尖山新区开发有限公司 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	110.03	113.66	122.06
所有者权益（亿元）	62.00	62.95	65.12
短期债务（亿元）	14.63	6.55	11.03
长期债务（亿元）	31.99	42.34	38.84
全部债务（亿元）	46.62	48.89	49.87
营业收入（亿元）	4.29	2.83	4.18
净利润（亿元）	1.24	0.94	1.73
EBITDA（亿元）	1.35	1.10	1.92
经营性净现金流（亿元）	-4.59	1.82	-0.10
流动资产周转次数（次）	--	0.03	0.05
存货周转次数（次）	--	0.04	0.05
总资产周转次数（次）	--	0.03	0.04
现金收入比率（%）	101.79	99.40	101.23
总资本收益率（%）	--	0.86	1.52
总资产报酬率（%）	--	0.85	1.46
净资产收益率（%）	--	1.51	2.70
营业利润率（%）	2.84	6.97	14.57
费用收入比（%）	5.42	8.51	9.54
资产负债率（%）	43.65	44.62	46.65
全部债务资本化比率（%）	42.92	43.72	43.37
长期债务资本化比率（%）	34.04	40.21	37.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.02	0.04
流动比率（倍）	5.33	10.90	5.14
速动比率（倍）	1.30	2.39	0.91
现金短期债务比（倍）	0.43	1.08	0.38
经营现金流动负债比率（%）	-29.35	23.44	-0.59
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.19	0.16	0.27

注：将其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务核算。

附件 3 海宁市资产经营公司

主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	601.74	702.37	769.80	764.62
所有者权益（亿元）	257.56	282.55	326.41	326.87
短期债务（亿元）	30.06	54.48	53.27	53.31
长期债务（亿元）	184.04	231.62	254.59	257.12
全部债务（亿元）	214.10	277.10	307.86	310.43
营业收入（亿元）	50.21	43.89	49.58	13.07
净利润（亿元）	10.22	7.83	8.06	0.09
EBITDA（亿元）	27.17	26.16	27.15	--
经营性净现金流（亿元）	18.48	-4.01	9.68	9.18
应收账款周转次数（次）	--	10.53	12.72	--
存货周转次数（次）	--	0.17	0.17	--
总资产周转次数（次）	--	0.07	0.07	--
现金收入比率（%）	96.42	106.54	103.53	80.65
总资本收益率（%）	--	3.56	3.03	--
总资产报酬率（%）	--	3.16	2.78	--
净资产收益率（%）	--	2.90	2.65	--
营业利润率（%）	32.38	29.51	22.94	9.40
费用收入比（%）	25.28	35.11	29.82	15.65
资产负债率（%）	57.20	59.77	57.60	57.25
全部债务资本化比率（%）	45.39	49.51	48.54	48.71
长期债务资本化比率（%）	41.68	45.05	43.82	44.03
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.09	0.09	--
流动比率（倍）	2.17	2.23	2.56	2.63
速动比率（倍）	1.20	1.10	1.24	1.27
现金短期债务比（倍）	2.02	1.21	1.26	1.13
经营现金流动负债比率（%）	12.47	-2.33	5.66	--

注：1、海宁资产 2017 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债中的有息部分和长期应付款计入债务。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券
 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。