

# 信用等级公告

联合[2018] 1884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 年第二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<sub>pi</sub>，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 年第二期公司债券信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>pi</sub>**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：31109

二零一八年十月三十日

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年第二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<sup>+pi</sup>

公司主体信用等级：AA<sub>pi</sub>

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10月30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	2016年	2017年	18年3月
资产总额（亿元）	769.80	796.32	794.08
所有者权益（亿元）	326.41	344.35	353.93
营业总收入（亿元）	49.73	64.38	18.42
净利润（亿元）	8.06	3.25	2.64
资产负债率（%）	57.60	56.76	55.43

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

- 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。
- 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。
- 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

张兆新

电 话：010-85172818  
邮 箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镛

电 话：010-85172818  
邮 箱：lil@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。

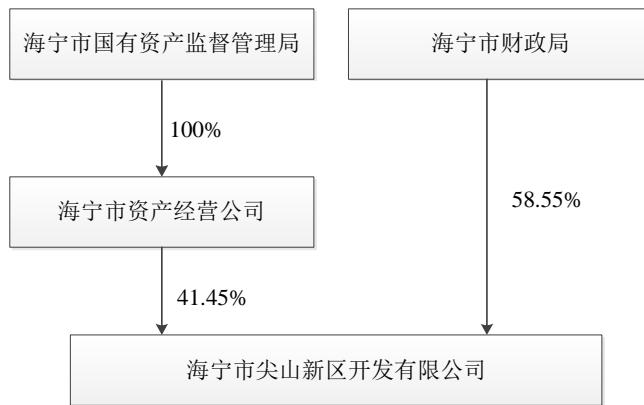
分析师:



## 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<sup>1</sup>，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

公司于2018年3月注册额度为14亿元的公司债券，2018年9月发行第一期公司债券“18海宁新区债01/18尖山01”，规模为7亿元，利率为6.98%；本期债券名称为“2018年第二期海宁市尖山新区开发有限公司公司债券”，本期债券发行规模为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

<sup>1</sup> 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。

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	--
<b>合计</b>	<b>17.69</b>	<b>7.00</b>	<b>--</b>

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“18海宁新区债01/18尖山01”及本期债券募集资金合计8.40亿元，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于2017年1月开工，计划于2021年竣工，截至2018年9月底，募投项目已完成30%；项目总投资17.69亿元，公司已完成投资5.30亿元。

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 慕投项目收入预测表

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
<b>合计</b>	--	--	<b>211,905.00 万元</b>

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政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

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

#### 2. 行业政策

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

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

**表 4 2017 年以来与城投债券相关的主要政策**

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

资源来源：联合评级整理

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

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

#### 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历，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<sup>2</sup>”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。

<sup>2</sup> 其中1.25亿元因2018年到期，已转入“一年内到期的非流动负债”科目。

#### 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。

根据《2018 年上半年海宁市国民经济运行情况通报》，2018 年上半年，海宁市实现地区生产总值 430.61 亿元，按可比价格计算，增长 7.9%；海宁市财政总收入 93.51 亿元，同比增长 14.4%，其中，一般公共预算收入 55.47 亿元，增长 19.0%，主要系增值税及城镇土地使用税大幅增加所致。税收收入 52.61 亿元，增长 20.6%，占一般公共预算收入的 94.8%。

##### (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；同年，完成地方财政总收入 8.05 亿元，其中一般预算收入和基金预算收入分别为 3.17 亿元和 4.88 亿元。

2018 年上半年，尖山新区实现地区生产总值 34.58 亿元，完成固定资产投资 20 亿元，完成财政总收入 7.20 亿元，其中一般预算收入 2.30 亿元，基金预算收入 4.90 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；同年，完成财政总收入 16.53 亿元，其中一般预算收入 7.46 亿元、基金预算收入 9.07 亿元。

2018 年上半年，海宁经济开发区实现地区生产总值 44.10 亿元，完成固定资产投资 25 亿元；完成财政总收入 11.09 亿元，其中一般预算收入 5.20 亿元、基金预算收入 5.89 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。总经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% 确认相关管理服务费收入，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 5 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	--	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>42,908.97</b>	<b>100.00</b>	<b>4.59</b>	<b>28,270.00</b>	<b>100.00</b>	<b>8.00</b>	<b>41,834.37</b>	<b>100.00</b>	<b>18.17</b>

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

### 受托代建工程

受托代建工程是公司营业收入的主要来源，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，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。

2015~2017 年，公司受托代建工程收入持续下降，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。

公司受托代建工程业务包括土地整理以及道路桥梁、河道整治等项目。账务处理方面，公司将土地整理投入计入“存货”科目；将道路桥梁、河道整治等项目投入计入“在建工程”科目，并于项目完工时结转至“其他非流动资产”科目。

截至 2017 年底，公司在建受托代建工程（除土地整理外）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，已完成投资 17.69 亿元，未来仍需支出 2.72 亿元。

表 6 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
	<b>合计</b>	<b>20.41</b>	<b>17.69</b>

资料来源：公司提供

政府拨付公司受托代建工程项目的资金来源：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受托代建业务的资金来源，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 7 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：1. 2015~2016 年，土地平均出让价格较低系当年出让的土地中工业用地占比较大所致，2017 年平均出让价格较高系当年出让的土地中住宅用地占比大所致；2. 尖山新区无土地整理业务，之前整理的土地每亩投入较低；3. 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，其建设成本远高于销售价格。2017 年，公司安置房业务收入较高、毛利率由负转正，主要系 2017 年硖仲路安置房开始销售，其全部为商品房，销售价格较高所致。

截至 2017 年底，公司正在销售的安置房主要为硖仲路安置房，文苑路安置房另有少量余房。其中，硖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 2018 年 9 月底已完成投资 5.30 亿元。

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。截至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 8 截至 2017 年底公司其他应收款主要构成（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
<b>合计</b>	--	<b>102,731.06</b>	<b>93.09</b>	--

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%，其中围垦土地成本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。截至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 9 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
<b>合计</b>	<b>12,400.00</b>	--

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。截至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。

截至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。其他应付款前五名单位合计占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%。截至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%；被担保对象主要包括海宁

市尖山新区现代服务业综合开发有限公司、海宁市黄湾镇村镇建设开发有限公司等国有企业，公司未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 10 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
	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
<b>合计</b>	<b>167,220.00</b>	--

资料来源：公司提供

注：截至 2018 年 9 月底，公司对海宁市海昌新市镇建设有限公司的 14,000.00 万元的担保已解除。

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 10 月 11 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，且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 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。

截至 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，同时考虑公司 2018 年 9 月发行规模为 7 亿元的“18 海宁新区债 01 / 18 尖山 01”，本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至 52.14%、49.52% 和

44.80%。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，分别为本期债券发行规模的0.19倍、0.16倍和0.27倍，分别为两期债券发行规模合计的0.10倍、0.08倍和0.14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，分别为本期债券发行规模的1.45倍、2.06倍和2.28倍，分别为两期债券发行规模合计的0.73倍、1.03倍和1.14倍，经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较好，对两期债券发行规模合计覆盖程度一般。

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分别为每年偿付本期债券本金的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期债券本金的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每年偿付本金的覆盖程度高。同时考虑公司2018年9月发行的“18海宁新区债01/18尖山01”，假设本期债券于2018年发行，两期债券每年偿付本金合计2.80亿元。2015~2017年，公司EBITDA分别为两期债券每年偿付本金合计的0.48倍、0.39倍和0.69倍，经营活动现金流入量分别为两期债券每年偿付本金合计的3.64倍、5.16倍和5.69倍。公司经营活动现金流入量对两期债券每年偿付本金合计的覆盖程度较高。

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11 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：亿元、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
厂房销售收入	<b>20.80</b>	--	--	--	10.40	5.20	3.12	1.25
生产性用房出租收入	<b>0.05</b>	--	--	--	--	0.01	0.01	0.01
非生产性用房出租收入	<b>0.27</b>	--	--	--	--	0.06	0.06	0.07
停车位出租收入	<b>0.08</b>	--	--	--	--	0.02	0.02	0.02
现金流入	<b>21.19</b>	--	--	--	<b>10.40</b>	<b>5.28</b>	<b>3.22</b>	<b>1.35</b>
税金	<b>1.21</b>	--	--	--	0.58	0.30	0.19	0.08

运营成本	0.23	--	--	--	0.10	0.06	0.04	0.02	0.01
<b>现金流净额</b>	<b>19.75</b>	--	--	--	<b>9.71</b>	<b>4.93</b>	<b>2.99</b>	<b>1.25</b>	<b>0.87</b>
本期债券本金	4.20	--	--	--	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
本期债券付息金额	1.47	--	0.29	0.29	0.29	0.24	0.18	0.12	0.06
<b>本期债券本息偿还金额</b>	<b>5.67</b>	--	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>1.13</b>	<b>1.08</b>	<b>1.02</b>	<b>0.96</b>	<b>0.90</b>
两期债券本金合计	8.40	--	--	--	1.68	1.68	1.68	1.68	1.68
两期债券付息金额合计	2.94	--	0.59	0.59	0.59	0.47	0.35	0.23	0.12
<b>两期债券本息偿还金额</b>	<b>11.34</b>	--	<b>0.59</b>	<b>0.59</b>	<b>2.27</b>	<b>2.15</b>	<b>2.03</b>	<b>1.91</b>	<b>1.80</b>
<b>现金流入覆盖本期债券本息倍数</b>	<b>3.74</b>	--	--	--	<b>9.17</b>	<b>4.91</b>	<b>3.16</b>	<b>1.41</b>	<b>1.04</b>
<b>现金流净额覆盖本期债券本息倍数</b>	<b>3.48</b>	--	--	--	<b>8.56</b>	<b>4.58</b>	<b>2.94</b>	<b>1.31</b>	<b>0.96</b>
<b>现金流入覆盖两期债券本息倍数</b>	<b>1.87</b>	--	--	--	<b>4.59</b>	<b>2.46</b>	<b>1.58</b>	<b>0.71</b>	<b>0.52</b>
<b>现金流净额覆盖两期债券本息倍数</b>	<b>1.74</b>	--	--	--	<b>4.28</b>	<b>2.29</b>	<b>1.47</b>	<b>0.66</b>	<b>0.48</b>

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.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。2.“18海宁新区债01/18尖山01”于2018年9月发行，发行利率为6.98%。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。

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，募投项目收入合计21.19亿元，对本期债券募投项目本息合计（5.67亿元）的覆盖倍数为3.74倍，覆盖程度好；对两期债券募投项目本息合计（11.34亿元）的覆盖倍数为1.87倍，覆盖程度较好。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，募投项目现金流入分别是本期债券募投项目本息合计的9.17倍、4.91倍和3.16倍，保障能力强；分别是两期债券募投项目本息合计的4.59倍、2.46倍和1.58倍，保障能力较强。2024~2025年，随着标准厂房逐渐销售完成，租金收入较低，募投项目现金流入分别是本期债券募投项目本息合计的1.41倍和1.04倍，保障能力尚可；分别是两期债券募投项目本息合计的0.71倍和0.52倍，保障能力较弱。

综上所述，募投项目存续期产生的收入可覆盖两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两期债券偿还情况。

## 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2018年3月底，海宁资产注册资本及实收资本均为20亿元，实际控制人为海宁市国有资产监督管理局。

海宁资产是海宁市重要的基础设施建设主体和皮革专业经营开发等经营性业务的国有资产运

营平台。

截至 2017 年底，海宁资产资产总额 796.32 亿元，负债合计 451.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 344.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 285.63 亿元。2017 年，海宁资产实现营业总收入 64.38 亿元，净利润（含少数股东损益）3.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.53 亿元；经营活动现金流量净额 48.85 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.73 亿元。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产资产总额 794.08 亿元，负债合计 440.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 353.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 294.60 亿元。2018 年 1~3 月，海宁资产实现营业总收入 18.42 亿元，净利润（含少数股东损益）2.64 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.02 亿元；经营活动现金流量净额 11.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.71 亿元。

### 3. 担保方经营分析

#### （1）经营概况

海宁资产作为海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，主要业务包括公共基础设施建设、土地整理开发以及安置房建设，收入主要来源为房屋销售、房屋租赁以及物业管理等。

2017 年，海宁资产实现主营业务收入 61.59 亿元，同比增长 31.41%，主要来自房屋销售的增长，房屋销售和房屋租赁仍是海宁资产的重要收入来源。海宁资产的房屋销售收入分别由安置房、商铺、商品房以及商业地产等收入构成，2017 年，海宁资产确认房屋销售收入 24.21 亿元，同比增长 81.62%，主要系当年安置房结转收入较多所致；海宁资产实现房屋租赁 7.00 亿元，同比下降 25.77%，主要系哈尔滨市场承租权到期，新签承租的商铺不多所致；受国家皮革进出口贸易不景气影响，海宁资产商品销售实现收入 3.60 亿元，同比下降 20.53%；海宁资产实现土地开发收入 5.24 亿元，同比增长 21.30%，主要系包干费上调所致；海宁资产实现水务收入 4.44 亿元，同比增长 88.14%，主要系海宁市政府将当年污水处理费收入计入营业收入导致污水处理费收入快速增长所致。

表 12 海宁资产主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售	133,294.82	28.44	27.59	242,053.44	39.30	12.38	66,757.57	38.17	9.84
房屋租赁	94,314.62	20.12	66.74	70,028.37	11.37	52.57	26,742.87	15.29	57.45
商品销售	45,282.34	9.66	8.39	36,025.89	5.85	6.82	5,615.90	3.21	9.08
物业管理	48,120.66	10.27	77.13	47,600.83	7.73	65.64	270.05	0.15	-146.15
生物制品业	28,900.31	6.17	24.70	31,243.82	5.07	21.83	5,959.69	3.41	13.52
土地开发收入	43,235.58	9.23	-1.06	52,357.47	8.50	0.51	13,283.10	7.59	42.49
水务收入	23,572.88	5.03	-109.86	44,403.47	7.21	-54.50	8,744.76	5.00	-32.60
其中：水费收入	21,975.84	4.69	-16.45	31,584.99	5.13	0.22	5,016.92	2.87	-32.42
其中：污水处理收入	1,597.04	0.34	-1,395.25	12,818.48	2.08	-189.32	3,727.84	2.13	-32.83
燃气收入	21,158.04	4.51	0.05	31,150.32	5.06	0.55	10,071.87	5.76	0.39
热电行业	12,203.62	2.60	29.76	14,592.04	2.37	17.06	3,481.25	1.99	4.85
给排水施工	7,847.79	1.67	14.42	31,990.08	5.19	-7.01	9,727.85	5.56	8.22
其他收入	10,727.69	2.29	43.64	14,503.48	2.35	47.81	24,262.09	13.87	35.02
<b>合计</b>	<b>468,658.35</b>	<b>100.00</b>	<b>27.92</b>	<b>615,949.21</b>	<b>100.00</b>	<b>14.73</b>	<b>174,917.00</b>	<b>100.00</b>	<b>20.10</b>

资料来源：海宁资产提供

毛利率方面，2017年，海宁资产主营业务综合毛利率14.73%，其中房屋销售毛利率12.38%，同比减少15.21个百分点，主要系结转收入以安置房为主，价格较低所致；房屋租赁毛利率52.57%，同比减少14.74个百分点，主要系皮革行业市场景气度不高，公司下调了部分商铺的租赁单价所致；水务业务毛利率快速增至-54.20%，但仍为负值，主要系当年污水处理费收入计入了海宁资产营业收入，但是海宁资产在提升水质及扩建等方面持续投入，成本较大导致毛利率为负值。

2018年1~3月，海宁资产实现主营业务收入17.49亿元，相当于2017年28.40%，综合毛利率20.10%，其中房屋销售实现收入6.68亿元，相当于2017年27.59%，毛利率9.84%；房屋租赁实现收入2.67亿元，相当于2017年38.14%，毛利率57.45%。

总体看，房屋销售及房屋租赁是海宁资产收入主要来源，房屋销售的快速增长带动整体主营业务收入有所增长，但是安置房毛利率较低，海宁资产整体盈利能力仍较弱。

## （2）业务运营分析

### 基础设施建设业务

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。海宁资产目前的在建项目均为建成后自持，无政府代建回购项目。

海宁资产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建设，土地整理和保障房建设业务及相关社会事业项目的主体。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海宁资产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》，2017和2018年1~3月，城投集团及其下属子公司收到财政拨款、补助款分别合计11.96亿元和9.79亿元，计入“资本公积”。

海宁资产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。交投集团公益性基础设施道路项目建设资金主要来源于财政拨付的项目资本金、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。

在建项目方面，截至2018年3月底，海宁资产主要在建基础设施投资项目共计9个，概算总投资19.86亿元，已完成投资8.61亿元，未来尚需11.25亿元。

表13 截至2018年3月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2018年3月底已投资	未来投资计划		
				2018年	2019年	2020年
海州路东延（碧云路至08省道）	19,957.00	2018.12	19,272.00	685.00	--	--
西山路延伸（海宁一中-环西二路）	19,455.00	2018.12	15,551.00	3,904.00	--	--
平阳路（农丰路-海昌路，智丰路-文苑路）	10,138.00	2018.12	2,360.00	7,778.00	--	--
洛塘河新开河段北侧（文苑路-农丰路）景观绿化工程	10,000.00	2018.12	4,210.00	5,790.00	--	--
新建中心菜场项目	17,588.00	2019.5	10,905.00	2,300.00	4,383.00	--

易地新建丁桥初中工程	12,742.00	2019.11	0.00	6,800.00	5,942.00	--
许村布艺小镇艺创中心 (南区)	26,097.00	2020.6	6,000.00	7,000.00	10,000.00	3,097.00
许村布艺小镇艺创中心 (北区)	49,811.00	2020.12	3,000.00	10,000.00	20,000.00	16,811.00
长安镇桑亭路(胡长公路) 工程	32,856.00	2018.12	24,801.00	8,055.00	--	--
<b>合计</b>	<b>198,644.00</b>	--	<b>86,099.00</b>	<b>52,312.00</b>	<b>40,325.00</b>	<b>19,908.00</b>

资料来源：海宁资产提供

拟建项目方面，截至2017年底，海宁资产基础设施建设业务主要拟建项目7个，预计总投资4.14亿元。

总体看，海宁资产持续推进海宁市的基础设施项目建设，投资规模较大，未来仍存在一定的对外筹资压力。

表14 截至2018年3月底海宁资产未来拟建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	建设时间	未来投资计划	
			2018年	2019年
平阳路（文苑路—海宁大道）	7,800.00	2018.9-2019.11	1,000.00	6,800.00
农丰路（长丰路—平阳路）	4,100.00	2018.10-2019.12	900.00	3,200.00
联合路（海涛路—攀龙桥）	5,100.00	2018.8-2019.10	500.00	4,600.00
水月亭路（赵家漾路-海昌路）改造 工程	4,200.00	2018.6-2019.7	2,100.00	2,100.00
洛塘河北侧绿化（文苑路—海宁大 道）	8,500.00	2018.9-2019.12	1,000.00	7,500.00
新开洛塘河两侧堤防绿化（海涛路 至08省道）	5,200.00	2018.6-2019.7	3,000.00	2,200.00
浙大国际学院北侧绿化景观一期工 程	6,500.00	2018.6-2019.7	2,300.00	4,200.00
<b>合计</b>	<b>41,400.00</b>	--	<b>10,800.00</b>	<b>30,600.00</b>

资料来源：海宁资产提供

### 土地整理

海宁资产土地整理业务由下属子公司海宁市土地开发有限公司（以下简称“土地开发公司”）负责，土地开发公司主要负责市区规划范围内征地拆迁工作及前期土地整理工作。

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

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

区内农村拆迁安置包干经费标准调整为 50 万元/亩。

2017 年，海宁资产整理土地 336 亩，出让土地 599 亩，实现土地整理收入 5.24 亿元。2018 年 1~3 月，海宁资产出让土地 25 亩，实现土地整理收入 1.33 亿元。

表 15 海宁资产土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

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

资料来源：海宁资产提供

注：海宁资产土地整理出让允许分期缴款，故出让面积与确认收入存在错配性。

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

总体看，海宁资产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。海宁资产土地整理业务持续性强。但同时联合评级也关注到，海宁资产土地出让情况受当地房地产市场以及政策环境影响较大，海宁资产土地整理收入可能出现一定波动。

### 房屋销售业务

海宁资产房屋销售分别来自于下属子公司城投集团的安置房及商业房地产销售收入，海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”）商铺销售收入，以及少量来自于海宁市盐官景区综合开发有限公司（以下简称“盐官综合”）和浙江金海建设开发有限公司（以下简称“金海建设”）的安置房和商品房销售收入。

2017 年，海宁资产房屋销售实现收入 24.21 亿元，同比增长 81.59%，主要系月亮湾、江南世家和人民花苑三个安置房（内含配套建设的商品）以及工人路商业中心交付确认收入所致，毛利率 12.38%，同比减少 15.21%，主要系结转收入的房产中安置房占比较大且销售价格较低所致。2018 年 1~3 月，海宁资产房屋销售实现收入 6.68 亿元，毛利率 9.84%。

#### （一）安置房销售

海宁资产安置房销售收入主要来自城投集团，盐官综合的安置房销售收入规模很小。

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

城投集团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，安置房销售价格实行分档计价。具体来看，城投集团按照海宁市政府

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

收入确认方面，城投集团根据安置协议交房给被拆迁户并结算时确认收入，公开销售的房产按项目竣工开具不动产发票时确认收入，会计处理方式为按开票金额计主营业务收入，同时结转成本。

表 16 城投集团安置房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
安置房开工面积	15.26	15.52	--
安置房竣工面积	89.14	25.50	--
安置房销售面积	11.30	21.26	2.54
安置房销售收入	37,822.35	87,871.17	12,363.36

资料来源：海宁资产提供

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

表 17 截至 2018 年 3 月底城投集团在建安置房项目进展及未来投资计划（单位：万元）

项目名称	建设期间	总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	未来仍需投入	预计投资额		
					2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
长田区块安置房	2012.10~2018.12	24,996.00	23,116.00	1,880.00	1,880.00	--	--
双凤二期安置房	2013.3~2018.6	102,343.00	65,164.00	37,179.00	34,433.00	2,746.00	
伊桥二期安置房	2012.12~2018.12	116,900.00	78,890.00	38,010.00	8,810.00	18,000.00	11,200.00
红纸坊安置房	2016.11~2019.8	15,106.00	13,000.00	2,106.00	2,106.00	0.00	--
怡景湾	2017.12~2020.1	105,000.00	47,776.00	57,224.00	42,424.00	14,800.00	--
<b>合计</b>	--	<b>364,345.00</b>	<b>227,946.00</b>	<b>136,399.00</b>	<b>89,653.00</b>	<b>35,546.00</b>	<b>11,200.00</b>

资料来源：海宁资产提供

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

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

2017年，海宁资产实现安置房销售收入（含盐官综合）共计8.96亿元，毛利率-3.88%。

总体看，海宁资产主要在建及拟建安置房项目投资规模大，海宁资产存在较大的筹资压力。

## （二）商品房销售

海宁资产的房地产开发业务经营主体为下属子公司城投集团、浙江钱江生物化学股份有限公司（以下简称“钱江生化”）、海宁皮城和金海建设，截至2018年3月底，海宁资产主要开发在售的房地产项目分别为东方艺墅（基本售罄）、钱江大厦（基本售罄）、华府景苑、海城大楼以及安置房配套商铺销售，其中，东方艺墅由海宁皮城负责，华府景苑由城投集团负责，钱江大厦由钱江生

化负责。海宁资产商品房销售收入主要来自城投集团的商品房开发项目。

华盛嘉苑商品房开发项目位于文宗路西侧、丁桥港北侧，项目概算 25,000 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 56,131.4 平方米。截至 2018 年 3 月底，该楼盘已销售完毕，累计实现销售收入 3.66 亿元。

2017 年，商业房地产销售实现收入 10.84 亿元，毛利率 12.18%。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产主要在建的商业房地产项目为荷园项目，荷园项目位于海宁大道北侧、康乐路东侧，项目概算 12,500 万元，开发周期为 2016~2018 年，设计建筑面积 71,809.48 平方米。截至 2018 年 3 月底，已完成投资 6,410 万元。海宁资产未来暂无拟建商业房地产项目。

### (三) 商业房地产销售

海宁资产商业房地产销售收入均来自城投集团的安置房配套商铺销售。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产安置房配套商铺规划可销售面积为 104,207.38 平方米，已确认收入面积为 37,764.86 平方米。2017 年，该业务板块实现收入 1.70 亿元；由于有部分商铺用于安置，价格低，故毛利率水平很低，为 2.45%。

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

### (四) 商铺及配套物业销售

海宁资产的商铺销售主要来自海宁皮城。海宁皮城建立了皮革专业市场经营场所之后，大部分物业采取自己持有并招租的方式，为了提高优质商户的稳定性和对市场的忠诚度，树立市场知名度和品牌优势，持续吸引大量的消费者和采购商，海宁皮城选择向知名生产商和品牌经销（或代理）商销售商铺，同时，为降低生产商及代理商运营成本，海宁皮城还出售了部分加工区厂房、配套物业等。

截至 2018 年 3 月底，海宁皮城主要销售的商铺项目包括皮革城大酒店、皮革城二期、皮革城三期、佟二堡海宁皮革城、皮革城三期品牌风尚中心、四期商务楼、佟二堡二期原辅料市场、皮革城五期、六期项目、济南皮革城项目和郑州皮革城项目等。

2017 年，海宁皮城商铺及配套物业销售实现收入 2.71 亿元，毛利率 73.27%。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产在建商铺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，截至 2018 年 3 月底，已完成投资 7.85 亿元，未来尚需 4.15 亿元。

总体看，海宁资产房屋销售收入快速增长，但是未来可销售的商业房地产项目规模开始萎缩以及商铺销售规模较小，海宁资产未来收入仍将以安置房销售为主，盈利能力较弱。

### 房屋租赁业务

海宁资产房屋租赁收入主要来自海宁皮城，还有小部分来自城投集团。海宁皮城目前已经在海宁、辽宁佟二堡、江苏沭阳、河南新乡、四川成都等地建立了自己的物业基地，海宁皮城开发经营的物业大部分以租赁为主。截至 2018 年 3 月底，海宁资产可出租全部物业面积总计 157.19 万平方米，其中海宁皮城 155 万平方米，城投集团面积共计 2.19 万平方米。海宁资产房屋出租率为 100%。

海宁皮城商铺出租模式为，一般采取定价定向方式或招投标方式确定租赁价格。定价方式是指海宁皮城根据成交价格、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）签订租赁合同和经验管理协议，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，部分商铺租赁收入中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。

2017年，海宁资产实现房屋租赁收入7.00亿元，同比下降25.77%，主要系由于2017年哈尔滨市场承租权到期，同时为维护成熟市场的稳定，部分市场商铺的租赁单价局部下调所致，受此影响，毛利率由上年66.74%下降至52.57%，同比减少14.17个百分点。2018年1~3月，海宁资产实现房屋租赁收入2.67亿元，毛利率为57.45%。

### 商品销售业务

海宁资产商品销售经营主体为海宁皮城的子公司海宁中国皮革城进出口有限公司（以下简称“海宁皮革进出口”）。海宁皮革进出口负责海宁皮城全部进出口业务，其主要从事各类商品及技术的进出口业务，是为海宁皮城市场的商户提供进出口配套服务。商品主要包括家纺经编产品、服装、汽车灯泡和进口水貂皮等。

商品销售业务分为自营和代理两种形式，其中，自营业务是海宁皮革进出口自己询盘、接单、与购买方签订《购货合同》之后，自行向工厂下单，安排生产，海宁皮革进出口收取买卖货物的价差。

代理业务是海宁皮革进出口主要收入来源且占比超过95%，具体操作为生产企业和境外购买方谈妥《购货合同》之后，委托海宁皮革进出口办理相关的进出口手续，并向委托方收取代理费。

2017年，海宁资产实现商品销售收入3.60亿元，同比下降20.53%，主要系国际经济影响所致，当期，毛利率为5.85%，同比减少3.81个百分点；2018年1~3月，海宁资产实现商品销售收入5,615.90万元，毛利率9.08%。

### 物业管理业务

海宁资产的物业管理主要是配套海宁皮革城项目形成的物业管理业务，其经营主体主要为海宁皮城。

2017年，物业管理实现收入4.76亿元，同比小幅下降1.08%，毛利率为65.64%，同比减少11.49个百分点，主要系物业收费费率下调所致；2018年1~3月，物业管理实现收入270.05万元，主要系需到年底结算收入所致，毛利率为-146.15%。

### 生物制品业业务

海宁资产生物制品业务经营主体为钱江生化，生产销售产品主要包括生物农药、生物兽药以及生物医药中间体，具体为赤霉素（植物生长调节剂），阿维菌素（农用杀虫剂），井冈霉素（农用杀菌剂类产品），硫酸粘杆菌（兽药类产品）、黄霉素及兽药黄霉素预混剂等三十多个产品。海宁资产直接持有钱江生化33.30%的股份。钱江生化是国家重点高新技术企业，中国农药100强企业，国内规模最大的新型生物农药、兽药生产企业之一。

钱江生化采取以销定产的模式，生产成本主要包括淀粉、碎米等原材料及原煤等原料动力成本。2017年，原煤每月使用量11,000吨左右，主要向鹿邑县宏伟鑫达煤炭购销有限公司和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为9,500吨和7,600吨左右，淀粉主要向嘉吉生化有限公司采购，碎米主要向安徽省无为县农兴粮油购销有限公司采购。

产能利用率方面，2017~2018年1~3月，赤霉素产能利用率处于较高水平，分别为111.79%和

63.39%，其余产品未来有提供的空间。

2017~2018年1~3月，海宁资产实现生物制品业务收入分别为3.12亿元和0.60亿元，毛利率分别为21.83%和13.52%。

表18 2016~2018年1~3月钱江生化生产情况

产 品	2016年			2017年			2018年1~3月		
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
井冈霉素(万吨)	1.00	0.37	37.00	1.00	0.36	36.00	1.00	0.07	28.00
阿维菌素(吨)	30.00	7.02	23.40	30.00	10.65	35.50	30.00	1.77	23.60
赤霉素(吨)	150.00	167.83	111.89	150.00	167.68	111.79	150.00	23.77	63.39
硫酸粘菌素(吨)	500.00	307.43	61.49	500.00	342.22	68.44	500.00	11.49	9.19

资料来源：海宁资产提供

总体看，生物制品业务收入有所增长，但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。

### 水务业务

海宁资产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。水务板块收入分别来自自来水销售收入和污水处理费收入。2017年，海宁资产实现水务收入4.44亿元，同比增长88.14%，主要系海宁市政府变更污水处理费收入方式（将原以补贴形式返还海宁资产现全作为海宁资产正常的经营收入）所致，当年毛利率上升至-54.50%，但仍为负值，主要系人工成本上涨以及海宁资产不断提高供水及污水处理能力导致整体成本上升所致。2018年1~3月，海宁资产实现水务收入0.87亿元，毛利率为-32.60%。

#### (一) 供水

2017年4月，根据水务集团《关于海宁钱塘水务有限公司吸收合并海宁市自来水有限公司的情况说明》以及海水务请【2016】39号、海宁市政府领导指示拟办单（编号2016第21号）文件精神，海宁钱塘水务有限公司（以下简称“钱塘水务”）对同受水务集团控制的海宁市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）进行吸收合并，水务集团自来水销售业务由钱塘水务和海宁市第二水厂有限公司（以下简称“第二水厂”）负责。

截至2018年3月底，水务集团拥有2个自来水厂，日供水能力60万立方米，供水管道总长8,100余公里，供水人口近百万，供水普及率市区以及农村地区均达到100%，供水区域覆盖海宁近700平方公里全部行政区域。

2017年，水务集团实现水费收入3.16亿元，同比增长43.64%，毛利率为0.22%；2018年1~3月，水务集团实现水费收入5,016.92万元，毛利率为-32.42%。

#### (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（以下简称“紫光水务”）和海宁紫薇水务有限责任公司（以下简称“紫薇水务”）等负责，主要承担海宁市污水设施的建设和污水收集、处理、运营管理等工作。

截至2018年3月底，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。2017年，水务集团污水处理量为9,723吨，管网建设232公里，管网建设100%覆盖海宁全部区域。

2017年，水务集团实现污水处理费收入大幅增加至1.28亿元，毛利率为-189.32%；2018年1~3月，水务集团实现污水处理费收入3,727.84万元，毛利率为-32.83%。

总体看，政府改变污水处理费确认方式，水务业务收入规模快速增长，但是成本以及提升改造工程的持续投入，水务业务持续亏损。

### 其他业务

海宁资产其他收入主要包括燃气、热电酒店服务、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，是海宁资产收入的重要补充部分。

2017年，海宁资产实现其他业务收入合计9.22亿元，同比增长43.69%，2018年1~3月，海宁资产实现上述业务收入4.75亿元。

## 4. 担保方财务分析

### (1) 财务概况

海宁资产提供了2017年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）杭州分所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。海宁资产2018年1季度财务报表未经审计。

从合并范围看，截至2018年3月底，海宁资产合并范围内一级子公司21家。2017~2018年1~3月，海宁资产通过非同一控制下企业合并获得子公司4家，新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年底，海宁资产资产总额796.32亿元，负债合计451.97亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计344.35亿元，其中归属于母公司所有者权益合计285.63亿元。2017年，海宁资产实现营业总收入64.38亿元，净利润（含少数股东损益）3.25亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.53亿元；经营活动现金流量净额48.85亿元，现金及现金等价物净增加额0.73亿元。

截至2018年3月底，海宁资产资产总额794.08亿元，负债合计440.15亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计353.93亿元，其中归属于母公司所有者权益合计294.60亿元。2018年1~3月，海宁资产实现营业总收入18.42亿元，净利润（含少数股东损益）2.64亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.02亿元；经营活动现金流量净额11.17亿元，现金及现金等价物净增加额13.71亿元。

### (2) 资产质量

截至2017年底，海宁资产资产总额796.32亿元，较年初增长3.44%，其中流动资产占50.95%，非流动资产占49.05%。

#### 流动资产

截至2017年底，海宁资产流动资产405.72亿元，较年初下降7.41%，主要来自其它应收款和存货的下降，海宁资产流动资产构成中主要以货币资金（占16.24%）、其它应收款（占23.08%）和存货（占52.87%）为主。

截至2017年底，海宁资产货币资金65.89亿元，较年初小幅下降0.59%，主要以银行存款（占92.35%）和其他货币资金（占7.63%）为主，其中其他货币资金均用作于质押和保证金，为海宁资产的受限资金。总体看，海宁资产受限资金规模较小，对资金占用影响较小。

截至2017年底，海宁资产其他应收款93.65亿元，较年初下降10.20%，主要系海宁资产于当年收回了部分往来款所致。海宁资产其他应收款主要为与海宁市财政局和海宁市土地收储中心等单位的往来款，账龄多为1~3年以内。海宁资产其他应收款规模较大，对海宁资产资金形成一定的占用，但是考虑到欠款单位多为政府及国有企业，回收风险较低。

表 19 海宁资产其他应收款金额前 5 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	344,103.85	36.32
海宁市土地收储中心	土地收储款	128,604.61	13.58
海宁盐官百里钱塘观潮景区管理委员会	往来款	78,664.70	8.30
海宁市旧区有机更新开发有限公司	往来款	65,122.65	6.87
杭州至海南城际铁路建设指挥部	往来款	38,500.00	4.06
<b>合计</b>	--	<b>654,995.81</b>	<b>69.13</b>

资料来源：海宁资产审计报告

截至 2017 年底，海宁资产存货 214.51 亿元，较年初下降 5.14%，主要系项目结转所致；存货主要由开发成本（占比 84.23%）和开发产品（占比 14.38%）构成，其中开发成本主要包括土地整理成本、保障安置房等，开发产品主要包括保障安置房、商品房、商业地产等；账面价值 6.82 亿元的存货已被抵押，占比 3.01%，受限比例不大。

#### 非流动资产

截至 2017 年底，海宁资产非流动资产 390.60 亿元，较年初增长 17.79%，主要来自在建工程、无形资产和固定资产的增长；海宁资产非流动资产主要以可供出售金融资产（占 12.69%）、投资性房地产（占 17.99%）、固定资产（占 17.22%）和在建工程（占 32.26%）为主。

截至 2017 年底，海宁资产可供出售金融资产 49.59 亿元，较年初增长 22.27%，主要系子公司交投集团出资 3.24 亿元设立浙江杭海城际铁路有限公司（持股 15.88%），水务集团出资 4.15 亿元与嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会共同设立嘉兴市原水投资有限公司以及子公司（金融投资）转持财通证券股份有限公司股票 1.65 亿元所致。

截至 2017 年底，海宁资产长期股权投资 25.45 亿元，较年初增长 15.51%，主要系海宁资产对海宁市盐官古城旅游股份有限公司等企业的追加投资所致。

截至 2017 年底，海宁资产固定资产 67.28 亿元，较年初增长 17.41%，主要系在建工程转入较多建筑物、市政工程和公路资产所致。

公司投资性房地产主要为海宁皮革城对外出租的商铺等房产，按照成本进行初始计量，采用成本模式进行后续计量。截至 2017 年底，海宁资产投资性房地产 70.27 亿元，较年初下降 3.64%，主要系计提折旧和摊销所致。

截至 2017 年底，海宁资产在建工程 125.99 亿元，较年初增长 25.39%，主要系城市基础设施建设工程、道路整修项目持续投入所致。

截至 2017 年底，海宁资产无形资产 19.55 亿元，较年初增长 352.04%，主要系海宁资产子公司紫光水务、紫薇水务于 2017 年 3 月 20 日以及长河水务于 2017 年 11 月 1 日分别与海宁市住房和城乡规划建设局签订的《城市供水特许经营协议》，协议约定，紫光水务、紫薇水务及长河水务提供城市供水服务特许经营权期限开始之日起将需无偿移交的项目设施转入“无形资产-特许经营权”核算所致。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产资产总额 794.08 亿元，较 2017 年底小幅下降 0.28%，总体保持稳定，其中流动资产占 50.42%，非流动资产占 49.58%。与 2017 年底相比，海宁资产货币资金 78.86 亿元，较 2017 年底增长 19.69%，主要来自海宁资产于 2018 年 3 月 14 日发行 6 亿元“18 海宁资产 MTN001”；海宁资产无形资产 13.02 亿元，较 2017 年底下降 33.40%，主要系海宁资产子公司水务集团收购企业相关无形资产溢价认定不同所致。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产受限资产共计 42.95 亿元，受限资产占总资产的 5.41%，受限

比例一般，分别来自受限货币资金 5.02 亿元，用于抵押的资产（主要包括房产、土地和管道资产）账面价值 19.36 亿元，用于质押的资产（主要包括自来水收费权、税费、股权和存单等）账面价值 18.57 亿元。

总体看，海宁资产资产规模小幅增长，资产结构保持稳定。流动资产中存货占比较高，货币资金较为充足，但是其他应收款规模较大，对资金形成较大的占用；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。海宁资产整体流动性较弱，资产质量一般。

### （3）负债及所有者权益构成

#### 负债

截至 2017 年底，海宁资产负债总额 451.97 亿元，较年初小幅增长 1.94%，其中流动负债占 40.36%、非流动负债占 59.64%。海宁资产负债结构以非流动负债为主。

截至 2017 年底，海宁资产流动负债 182.39 亿元，较年初增长 6.67%，主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债的增长；海宁资产流动负债主要以应付账款（占 17.18%）、预收款项（占 11.80%）、其他应付款（占 34.77%）、一年内到期非流动负债（占 19.79%）和其他流动负债（占 7.67%）为主。

截至 2017 年底，海宁资产应付账款 31.34 亿元，较年初下降 9.03%，主要系海宁资产结算部分工程款项所致。

截至 2017 年底，海宁资产预收款项 21.51 亿元，较年初增长 18.72%，主要为海宁皮城商铺租金以及房地产项目预收房款。

截至 2017 年底，海宁资产其他应付款 63.42 亿元，较年初增长 16.98%，主要系往来款增加所致；其他应付款主要由单位往来款（占比 72.20%）、暂收款（占比 12.80%）和押金、定金、工程质量保证金（占比 12.09%）构成。

截至 2017 年底，海宁资产一年内到期的非流动负债 36.10 亿元，较年初增长 21.28%，其中一年以内到期的长期借款 30.10 亿元，一年内到期的应付债券 6.00 亿元。

截至 2017 年底，海宁资产其他流动负债 13.99 亿元，较年初下降 27.83%，主要系海宁资产偿付了部分短期融资券所致，海宁资产其他流动负债构成中短期融资券 9.00 亿元，预提土地增值税 4.99 亿元，已将短期融资券计入海宁资产有息债务中。

截至 2017 年底，海宁资产非流动负债 269.58 亿元，较年初下降 1.04%，主要以长期借款（占 25.70%）、应付债券（占 47.75%）、长期应付款（占 18.61%）和专项应付款（占 5.38%）为主。

截至 2017 年底，海宁资产长期借款 69.28 亿元，较年初下降 19.49%，主要为抵押、质押和保证等方式取得的银行借款。

截至 2017 年底，海宁资产应付债券 128.72 亿元，较年初增长 11.72%，海宁资产于 2017 年发行了“17 海资 01”和“17 海资 02”，以及 17 年非公开发行公司债券（第一期），合计募集资金 30 亿元。

截至 2017 年底，海宁资产长期应付款 50.16 亿元，较年初下降 5.94%，主要为政府置换债券转贷。已计入公司有息债务。

截至 2017 年底，海宁资产专项应付款 14.49 亿元，较年初增长 25.35%，为政府拨付的专项配套资金。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产负债总额 440.15 亿元，较 2017 年底下降 2.61%，其中流动负债占 36.52%，非流动负债占 63.48%。截至 2018 年 3 月底，海宁资产流动负债 160.76 亿元，较 2017 年底下降 11.86%，与 2017 年底相比，其中短期借款 12.25 亿元，较 2017 年底增长 70.17%，主要来自银行机构的流贷增加；应付账款 23.07 亿元，较 2017 年底下降 26.37%，主要系应付建设项目

工程款减少所致；预收款项 16.50 亿元，较 2017 年底下降 23.31%，主要系预售房款结转收入所致。截至 2018 年 3 月底，海宁资产非流动负债 279.39 亿元，较 2017 年底增长 3.64%，其中长期借款 75.86 亿元，较年初增长 9.50%。

截至 2017 年底，海宁资产全部债务 301.27 亿元，较年初下降 2.14%，其中短期债务占 17.63%，长期债务占 82.37%。截至 2018 年 3 月底，海宁资产全部债务 312.34 亿元，较 2017 年底增长 3.67%，其中短期债务占 17.51%，长期债务占 82.49%。

债务指标方面，受海宁资产所有者权益增长及债务规模有所下滑的影响，截至 2017 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 56.76%、46.66% 和 41.88%，较年初分别为减少 0.84 个、0.63 个和 1.94 个百分点。截至 2018 年 3 月底，海宁资产上述三项指标分别为 55.43%、46.88% 和 42.13%。

根据海宁资产提供的债务到期情况说明，2018 年，海宁资产需偿还的债务为 52.30 亿元，2019 年要偿还的债务 41.46 亿元。

总体看，海宁资产负债以非流动负债为主，与海宁资产业务情况相匹配；债务规模有所提升，债务负担尚可。

### 所有者权益

截至 2017 年底，海宁资产所有者权益 344.35 亿元，较年初增长 5.50%，主要来自资本公积和未分配利润的增长；海宁资产所有者权益主要以实收资本（占 5.81%）、资本公积（占 64.20%）、未分配利润（占 12.31%）和少数股东权益（占 17.05%）为主。截至 2017 年底，海宁资产资本公积 221.08 亿元，较年初增长 7.06%，主要系收到海宁市人民政府各类形式的资金、资产划入所致。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产所有者权益 353.93 亿元（含少数股东权益 59.34 亿元），较 2017 年底增长 2.78%，主要来自未分配利润的增长。

总体看，受海宁市人民政府资金及资产划入的影响，海宁资产资本公积有所上升，海宁资产所有者权益稳定性较好。

### （4）盈利能力

2017 年，海宁资产实现营业总收入（含营业收入、利息收入、已赚担保费收入和手续费及佣金收入）64.38 亿元，同比增长 29.46%，海宁资产营业收入主要来自房屋销售、房屋租赁、商铺销售和物业管理等，其中实现营业收入 64.23 亿元，同比增长 29.55%，同期，海宁资产营业成本 53.29 亿元，同比增长 52.91%，营业成本增幅高于营业收入，受此影响，海宁资产营业利润率同比减少 9.59 个百分点至 13.35%。2017 年，海宁资产实现净利润 3.25 亿元，同比下降 59.60%；其中归属于母公司所有者的净利润 1.53 亿元。

期间费用方面，2017 年，海宁资产期间费用 14.29 亿元，同比下降 3.34%。海宁资产期间费用构成以管理费用和财务费用为主，其中，2017 年海宁资产财务费用有所下降，销售费用及管理费用均有所增长，当期，海宁资产期间费用率为 22.20%，同比减少 7.53 个百分点，海宁资产费用控制仍有待加强。

利润构成方面，2017 年，海宁资产实现利润总额 5.09 亿元，同比下降 50.91%，从主要构成来看，投资收益、其他收益（主要为政府补助）和营业外收入分别为 3.16 亿元、15.84 亿元和 0.21 亿元，上述三项共计 19.21 亿元，占当期利润总额（5.09 亿元）的 311.20%，海宁资产利润总额对政府补助依赖性很强。

2017 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 1.75%、1.66% 和 0.97%，同比分别减少 1.29 个百分点、1.11 个百分点和 1.68 个百分点。

2018 年 1~3 月，海宁资产营业总收入和营业收入分别为 18.42 亿元和 18.40 亿元，相当于 2017

年全年水平的 28.61% 和 28.65%，实现利润总额 2.95 亿元，营业利润率 18.80%，较 2017 年增加 5.45 个百分点。

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，自身盈利能力较弱，海宁资产利润总额对政府依赖性很强。

#### (5) 现金流

经营活动现金流方面，2017 年，海宁资产经营活动现金流入 319.14 亿元，同比增长 71.20%，其中收到其他与经营活动有关的现金 243.44 亿元，同比增长 81.15%，主要系收到保证金和购房订金的增加所致；海宁资产经营活动现金流出 270.29 亿元，同比增长 52.93%，其中支付其他与经营活动有关的现金 211.82 亿元，同比增长 77.15%，主要系海宁资产归还的保证金和购房订金增加所致；海宁资产经营活动产生的现金流量净额 48.85 亿元。海宁资产现金收入比 116.08%，同比增加 12.55 个百分点，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2017 年，海宁资产投资活动现金流入 83.68 亿元，同比增长 100.40%，其中收回投资收到的现金 66.11 亿元，同比增长 121.27%，主要系赎回的理财产品较多所致，收到其他与投资活动有关的现金 15.21 亿元，同比增长 48.03%，主要系收回资金拆借款增加所致；海宁资产投资活动现金流出 118.04 亿元，同比增长 50.02%，其中投资支付的现金 74.21 亿元，同比增长 94.83%，主要来自购买理财产品和对嘉兴市原水投资有限公司投资支付的现金；海宁资产投资活动产生的现金流量净额 -34.36 亿元。

筹资活动方面，2017 年，海宁资产筹资活动现金流入 89.06 亿元，同比下降 33.52%，其中，吸收投资收到的现金 6.17 亿元，同比下降 75.02%，主要系 2016 年子公司非公开发行股份吸收少数股东投资收到的现金规模较大所致，收到其他与筹资活动有关的现金 2.84 亿元，同比下降 84.81%，主要系收到的债务性投资款、资金拆解款等减少所致；海宁资产筹资活动现金流出 102.79 亿元，同比下降 0.27%；海宁资产筹资活动产生的现金流量净额 -13.73 亿元。

2018 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 11.17 亿元、-2.04 亿元和 4.57 亿元。

总体看，海宁资产经营活动现金呈净流入，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 2017 年底，海宁资产流动比率和速动比率分别为 2.22 倍和 1.05 倍，较年初的 2.56 倍和 1.24 倍有所下降；现金类资产 66.25 亿元，对 2018 年到期债务 52.30 亿元的覆盖倍数为 1.27 倍，海宁资产短期偿债的能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，海宁资产 EBITDA 为 20.62 亿元，同比减少 6.53 亿元；EBITDA 全部债务比为 0.07 倍。海宁资产长期偿债能力较弱。

截至 2018 年 3 月底，海宁资产对外担保余额 164.08 亿元，担保比率为 46.36%，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 2018 年 3 月底，海宁资产共获授信额度人民币 129.26 亿元，尚未使用额度 45.89 亿元。海宁资产间接融资渠道尚可。

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，海宁资产无不良信用记录。

总体看，海宁资产短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱，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 2018 年 3 月底净资产的 1.98%，占海宁资产净资产的比重很小。2017 年，海宁资产经营活动现金流入 319.14 亿元，为本期债券拟发行规模的 45.59 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。2017 年，海宁资产 EBITDA 为 20.62 亿元，为本期债券拟发行规模的 2.95 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，得到海宁市政府在财政补贴、债务置换等方面的有力支持。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。

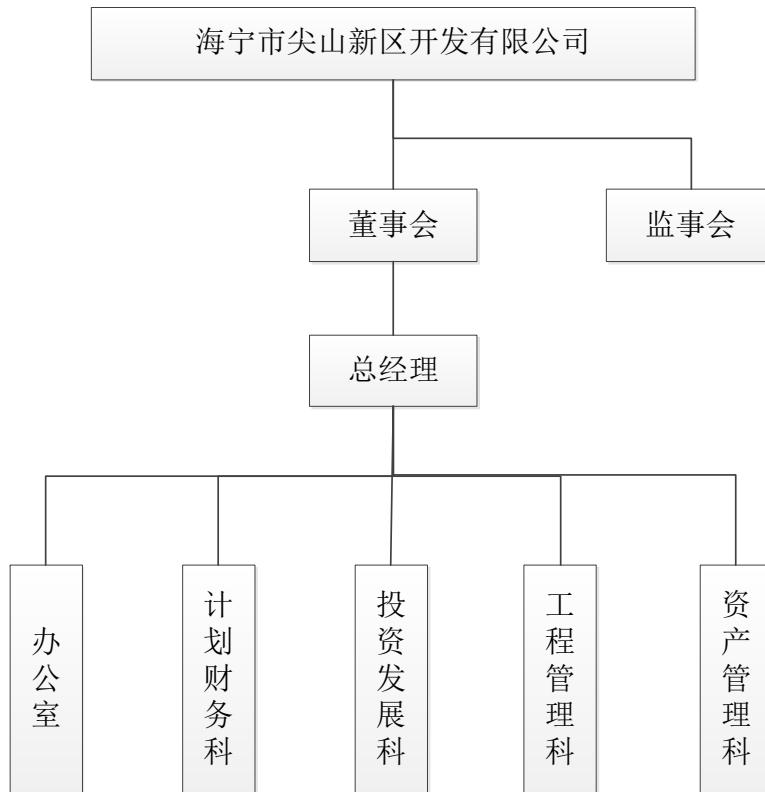
近三年，公司资产规模有所增长，资产中存货、在建工程和其他应收款占比较大，公司资产流动性较弱；所有者权益结构稳定性较好；有息债务规模小幅增长，整体债务负担适中；公司自身盈利能力较弱，政府补贴对利润总额影响较大；经营活动产生的现金流量净额波动较大。

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。

本期债券与 2018 年 9 月发行的“18 海宁新区债 01 / 18 尖山 01”的募投项目均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，募投项目在两期债券存续期间收入可覆盖两期债券用于募投项目建设的募集资金的还本付息。两期债券均设置了提前分期还本条款，有效缓解了公司的集中偿付压力。此外，海宁资产为两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两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	2016年	2017年	2018年3月
资产总额（亿元）	769.80	796.32	794.08
所有者权益（亿元）	326.41	344.35	353.93
短期债务（亿元）	53.27	53.11	54.68
长期债务（亿元）	254.59	248.16	257.66
全部债务（亿元）	307.86	301.27	312.34
营业收入（亿元）	49.58	64.23	18.40
净利润（亿元）	8.06	3.25	2.64
EBITDA（亿元）	27.15	20.62	--
经营性净现金流（亿元）	9.68	48.85	11.17
应收账款周转次数（次）	12.72	16.80	--
存货周转次数（次）	0.17	0.24	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	--
现金收入比率（%）	103.53	116.08	74.80
总资本收益率（%）	3.03	1.75	--
总资产报酬率（%）	2.78	1.66	--
净资产收益率（%）	2.65	0.97	--
营业利润率（%）	22.94	13.35	18.80
费用收入比（%）	29.82	22.25	24.86
资产负债率（%）	57.60	56.76	55.43
全部债务资本化比率（%）	47.80	46.66	46.88
长期债务资本化比率（%）	43.82	41.88	42.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.07	--
流动比率（倍）	2.56	2.22	2.49
速动比率（倍）	1.24	1.05	1.23
现金短期债务比（倍）	1.25	1.25	1.45
经营现金流动负债比率（%）	5.66	26.78	--

注：1、海宁资产 2018 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>n</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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。