

信用等级公告

联合〔2019〕1225号

联合资信评估有限公司通过对海宁市尖山新区开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用等级为AA，“13海宁新区债/PR海新区”的信用等级为AAA，“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十二日



海宁市尖山新区开发有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	债券余额	到期日	担保方 级别	跟踪评 级结果	上次评 级结果
13 海宁新区 债/PR 海新区	5.20 亿元	2020-11-04	AAA	AAA	AAA
18 海宁新区债 01/18 尖山 01	7.00 亿元	2025-09-10	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
18 海宁新区债 02/18 尖山 02	7.00 亿元	2025-11-16	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2019 年 6 月 12 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	7.06	4.21	6.54
资产总额(亿元)	113.66	122.06	147.42
所有者权益(亿元)	62.95	65.12	69.68
短期债务(亿元)	6.55	11.03	9.97
长期债务(亿元)	42.34	38.84	60.13
全部债务(亿元)	48.89	49.87	70.10
营业收入(亿元)	2.83	4.18	8.25
利润总额(亿元)	0.95	1.72	2.37
EBITDA(亿元)	1.10	1.92	2.57
经营性净现金流(亿元)	1.82	-0.10	-3.90
营业利润率(%)	6.97	14.57	-3.59
净资产收益率(%)	1.50	2.65	3.42
资产负债率(%)	44.62	46.65	52.73
全部债务资本化比率(%)	43.72	43.37	50.15
流动比率(%)	1090.13	514.39	664.95
全部债务/EBITDA(倍)	44.26	25.97	27.29
经营现金流动负债比(%)	23.44	-0.59	-23.69
EBITDA 利息倍数(倍)	0.34	0.59	0.67

注：其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务核算

分析师：文 中 马 颖

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“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，跟踪期内，公司收入规模大幅增长，海宁市政府在财政补贴、政府债务置换和股权划拨等方面继续给予公司有力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模大幅增长、短期偿付压力大、经营活动呈现净流出等因素对公司经营及发展造成的不利影响。

“13海宁新区债/PR海新区”由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保显著提升了“13海宁新区债/PR海新区”本息偿付的安全性。

“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”均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，经联合资信评定，海宁资产主体长期信用等级为AA⁺，担保实力很强，其担保有效提升了“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”本息偿付的安全性。

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，具有明显区域垄断优势，未来随着海宁经济开发区及尖山新区基础设施项目持续推进，公司有望持续稳定发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“13海宁新区债/PR海新区”的信用等级为AAA，“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，海宁市经济持续发展，财政实力不断增强，公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内，公司在政府债务置换、财政补贴和股权划拨等方面获得海宁市政府的有力支持。
3. 中投保担保实力极强，其担保显著提升了“13 海宁新区债/PR 海新区”本息偿付的安全性；海宁资产担保实力很强，其担保有效提升了“18 海宁新区债 01/18 尖山 01”及“18 海宁新区债 02/18 尖山 02”本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长，债务负担有所加重。
2. 公司短期偿付压力大。
3. 公司利润总额对财政补贴依赖程度高。
4. 公司资产中土地整理成本及受托代建工程占比较高，变现能力较差，资产流动性较弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

海宁市尖山新区开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至2018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，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。

截至2018年底，公司资产总额147.42亿元，所有者权益69.68亿元（含少数股东权益2.64亿元）；2018年，公司实现营业收入8.25亿元，利润总额2.37亿元。

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。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“13海宁新区债/PR海新区”“18海宁新区债01/18尖山01”和“18海宁新区债02/18尖山02”，债券余额合计19.20亿元，详情见表1。跟踪期内，“18海宁新区债01/18尖山01”和“18海宁新区债02/18尖山02”尚未到付息日，“13海宁新区债/PR海新区”已按时足额支付利息。“13海宁新区债/PR海新区”设置分期偿付条款，跟踪期内还本2.60亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
13 海宁新区债/PR 海新区	5.20	2013-11-04	7	6.90
18 海宁新区债 01/18 尖山 01	7.00	2018-09-10	7	6.98
18 海宁新区债 02/18 尖山 02	7.00	2018-11-16	7	6.15
合计	19.20	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“13海宁新区债/PR海新区”募集资金用于海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目、尖山新区西南区块路网及配套项目和海宁市城市主干道杭州湾大道项目，截至2019年3月底，上述募投项目已完工，募集资金已按计划使用完毕。

“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”募集资金均用于海宁国际装备制造产业园项目（合计8.40亿元）及补充营运资金（合计5.60亿元）。截至跟踪评级日，募集资金已按计划使用完毕。

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2019年4月底，募投项目已完工70%；项目总投资17.69亿元，截至2019年4月底已完成投资11.80亿元。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅

回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

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

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

（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

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

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

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

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

仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

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

速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业与区域经济

1. 基础设施建设行业分析

(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发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和

化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公

益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018

年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发

达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司作为海宁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、农业经济发展迅猛，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《2018 年海宁市国民经济和社会发展统计公报》，初步测算，2018 年，海宁市实现地区生产总值 948.73 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.1%。其中，第一产业实现增加值 17.63 亿元，下降 0.5%；第二产业实现增加值 538.02 亿元，增长 7.0%；第三产业实现增加值 393.09 亿元，增长 5.2%。三次产业结构比为 1.9:56.7:41.4。按户籍人口计算的海宁市人均生产总值为 136701 元，增长 4.9%，按平均汇率计算为 20658 美元。

2018 年，海宁市固定资产投资比上年增长 7.6%。基础设施、服务业、高新技术产业、生态环保和公共设施投资、交通投资分别增长

12.8%、14.5%、23.7%、22.3%、26.9%。

2018 年，海宁市房地产开发投资比上年增长 29.2%，其中住宅投资增长 38.9%。新开工施工面积 186.80 万平方米。全年商品房销售面积 204.20 万平方米，下降 1.3%，商品房销售额 301.10 亿元，增长 31.7%。

根据《关于海宁市 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年，海宁市实现财政总收入 153.08 亿元，比上年增长 12.9%，其中一般公共预算收入 89.00 亿元，增长 14.5%。2018 年，海宁市一般公共预算支出 83.15 亿元，增长 1.5%。2018 年，海宁市政府性基金预算收入 180.53 亿元，增长 56.5%，主要系受房地产市场影响，商住用地等土地出让收入大幅增长所致。截至 2018 年底，海宁市地方政府债务余额为 140.96 亿元，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

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。2018 年，尖山新区完成地区生产总值 73 亿元，完成固定资产投资 48 亿元，规模以上工业总产值达 352 亿元；实现财政总收入 11.28 亿元，同比增加 3.23 亿元，其中一般公共预算收入 3.58 亿元、基金预算收入 7.70 亿元。

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 22.5 平方公里。海宁经济开发区成立于 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。2018 年，海宁经济开发区完成地区生产总值 110.5 亿元，完成固定资产投资 57.38 亿元，规模以上工业总产值达 280.6 亿元；实现财政总收入 18.66 亿元，同比增加 2.13 亿元，其中一般公共预算收入 9.74 亿元、基金预算收入 8.92 亿元。

总体看，海宁市经济持续发展，财政实力不断增强；尖山新区和海宁经济开发区财政实力有所增强，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

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，在海宁经济开发区和尖山新区的基础设施建设领域处于垄断地位。

2018年，公司获得海宁市政府的财政补贴、政府债务置换及股权划拨等支持。其中，财政补贴3.00亿元，全部为政府拨付的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，公司计入“其他收益”科目；政府债务置换2.50亿元，公司计入“其他非流动负债”科目；海宁市政府向公司划拨海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司（以下简称“新市镇公司”）100%股权及海宁市城北水环境治理有限公司（以下简称“城北水环境”）100%股权，公司增加资本公积1.29亿元。

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），截止2019年5月17日，公司本部不存在未结清的关注类或不良类信贷信息，近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

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G1033048100017450E），截止2019年5月16日，公司子公司浙江钱塘江投资开发有限公司（以

下简称“钱塘江公司”）本部不存在未结清的关注类或不良类信贷信息，近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司实现营业收入8.25亿元，同比大幅增长97.28%，主要来自受托代建工程收入的大幅增长。其中，受托代建工程收入为6.58亿元，同比大幅增长167.87%，系当年与管委会结算的项目较多所致；安置房销售收入同比下降16.33%至0.84亿元。公司另有房屋土地租赁、工程施工、物业管理、普通商品房销售、厂房销售等收入。

毛利率方面，2018年，安置房毛利率由正转负带动公司整体毛利率明显下降至-2.26%。2018年，公司受托代建工程毛利率为7.56%，同比略有上升；安置房业务毛利率大幅下降至-74.84%，系当年公司销售的主要为安置用房，其销售单价低于成本价；其他业务毛利率为-6.79%，主要系当年新增厂房销售收入，其成本（购入价+资本化利息）高于售价所致。

表3 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
受托代建工程	24556.24	58.70	7.50	65779.73	79.70	7.56
安置房	10021.45	23.96	25.60	8385.27	10.16	-74.84
其他	7256.68	17.35	44.04	8366.81	10.14	-6.79
合计	41834.37	100.00	18.17	82531.81	100.00	-2.26

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

受托代建工程

公司受托代建工程业务包括土地整理及基础设施建设。尖山新区、海宁经济开发区分

别由公司本部和子公司钱塘江公司负责建设、运营和管理。2018年，公司受托代建工程收入为6.58亿元，同比增长167.87%，主要系当年管委会结算的项目较多；同期，该业务毛利率

为 7.56%，较上年略有上升。

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》，市财政局授予公司对海宁经济开发区（含尖山新区）土地整理及基础设施项目进行投资建设，并独家享有代建项目管理费收益权。海宁市财政局支付公司投资项目实际支出成本，并支付上述投资成本的9%作为管理服务费。

具体而言，公司先行垫付前期建设款项，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，管委会予以分期回款，公司在收到回款时确认收入。

基础设施建设项目方面，公司将项目投入计入“在建工程”科目，项目完工后转入“其他非流动资产”科目。截至 2018 年底，公司在建基础设施工程项目约 70 个，项目类型涵盖房屋建筑物、道路桥梁、绿化、雨污水管网等，总投资 39.70 亿元，已完成投资 24.12 亿元，未来仍需支出 15.58 亿元。

表 4 截至 2018 年底公司在建基础设施项目情况
(单位: 亿元)

项目类别	具体工程	总投资	已完成投资
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	4.20	3.16
道路桥梁	经开区零星基础设施、尖山新区步行街、滨海路等	10.00	5.83
河道整治	新塘河治理一期工程、河道整治一期工程等	5.50	4.24
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	20.00	10.89
合计		39.70	24.12

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司拟建基础设施建设项目包括道路桥梁、河道整治、基础设施等，预计总投资 39.70 亿元，2019—2021 年分别计划投资 3.00 亿元、3.00 亿元和 3.36 亿元。

土地整理方面，公司将项目投入计入“存货”科目，2017—2018 年，公司分别完成土地开发面积 1960.00 亩和 3150.00 亩，土地开发总成本分别为 4.90 亿元和 7.88 亿元。截至 2018 年底，公司存货中尖山新区土地开发成本

15.25 亿元，海宁经济开发区土地整理成本 33.68 亿元。

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，土地出让后企业上交土地出让金给海宁市财政局，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整理业务及委托代建业务的收入，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，不足部分资金来源为财政税收分成和历年留成。

2018年，海宁经济开发区和尖山新区土地出让总收入为32.16亿元，较上年大幅增加11.01亿元，主要系当年土地出让面积较多；土地出让净收益为13.31亿元，较上年有所下降，主要是受土地出让金分期缴纳影响，2018年出让的部分土地的土地出让金返还在2019年体现，因此计入2019年的土地出让净收益。2018年，财政拨入公司6.58亿元作为受托代建工程收入，拨入公司3.00亿元作为财政补贴。

表 5 海宁经济开发区和尖山新区土地整理出让情况

指标		2017 年	2018 年
土地开发	开发面积(亩)	1960.00	3150.00
	开发总投入(万元)	49000.00	78750.00
	平均开发投入(万元/亩)	25.00	25.00
土地出让	出让面积(亩)	2592.00	3385.00
	土地出让总价格(万元)	211500.00	321600.00
	平均出让价格(万元/亩)	81.60	95.00

资料来源：公司提供

注：1. 上表中土地开发总投入为估算数据，不等于实际投入；2. 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

总体看，跟踪期内公司受托代建工程收入大幅增长，在建及拟建项目较多，未来存在一定资本支出压力。

安置房业务

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，针对超出安置面积部分、超出安置数量部分和商业配套进行公开市场化出售，并获取收入。

2018 年，公司安置房板块实现收入 8385.27 万元，毛利率为-74.84%，主要系当期公司销售的为安置用房，其销售单价低于成本价所致。

截至 2018 年底，公司正在销售的安置房包括滨江嘉苑和江湾景苑，其中滨江嘉苑剩余销售面积为 7475.54 平方米，预计销售收入约 6000 万元；江湾景苑剩余销售面积为 5516.58 平方米，预计销售收入约 4400 万元。

跟踪期内，公司在建安置房项目为尖山时光，计划总投资约 2.27 亿元，截至 2018 年底已完成投资 0.11 亿元。公司无拟建安置房项目。

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、普通商品房销售、厂房销售等。2018 年，公司上述业务收入合计 8366.81 万元，同比增长 15.30%，主要系当年新增厂房销售收入。同期，公司其他业务板块毛利率明显下降，为-6.79%，主要系厂房成本高于售价所致。总体看，公司其他业务板块总体收入规模小、业务种类多，对公司整体收入形成有益补充。

公司在建及拟建自营项目

截至 2018 年底，公司主要在建自营项目为海宁国际装备制造产业园项目，该项目计划总投资 17.69 亿元，截至 2019 年 4 月底已完成投资 11.80 亿元（体现在“存货—开发成本”科目）。

截至 2018 年底，公司拟建自营项目为人才公寓项目，该项目计划总投资 6.00 亿元，其中 30% 用于对外销售、70% 用于租赁，2019—2020 年分别计划投资 3.00 亿元和 3.00 亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2018 年底，公司拥有合并范围内子公司共 10 家，2018 年通过股权划拨方式新增子公司 2 家、新设子公司 3 家、注销子公司 1 家，上述子公司资产、收入规模小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 147.42 亿元，所有者权益 69.68 亿元（含少数股东权益 2.64 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 8.25 亿元，利润总额 2.37 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 147.42 亿元，同比增长 20.78%，主要来自存货和在建工程的增长；其中流动资产占 74.20%，公司资产仍以流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	89.31	73.17	109.38	74.20
货币资金	4.21	3.45	6.54	4.44
其他应收款	10.92	8.95	12.29	8.34
存货	73.59	60.29	89.85	60.95
非流动资产	32.74	26.83	38.04	25.80
在建工程	17.69	14.50	24.12	16.36
其他非流动资产	7.71	6.32	5.24	3.56
资产合计	122.06	100.00	147.42	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动资产为 109.38 亿元，同比增长 22.47%，主要来自存货的增长。2018 年底，公司货币资金 6.54 亿元，同比增长 55.56%，主要系发行债券收到现金所致；主要

为银行存款，无使用受限资金。2018 年底，公司其他应收款 12.29 亿元，同比增长 12.50%，主要系新增与海宁市黄湾村镇建设开发有限公司往来款及与海宁黄湾镇工业投资有限公司往来款增加所致；前 5 名欠款单位欠款合计占 83.19%，集中度高；其他应收款多为与海宁市内平台公司的往来款，回款风险较低，但对公司资金形成占用。

2018 年底，公司存货 89.85 亿元，同比增长 22.09%，主要来自海宁经济开发区土地征拆整理投入的增长；主要包括围垦土地成本（15.25 亿元，尖山新区土地整理投入）、开发产品（30.66 亿元，土地使用权）、土地征迁整理成本（33.68 亿元，主要为海宁经济开发区土地整理投入）、开发成本（8.63 亿元，主要为海宁国际装备制造产业园项目投入）、安置房开发成本（1.53 亿元）；存货中受限资产 1.61 亿元，占存货的 1.79%。公司存货未计提跌价准备。

2018 年底，公司非流动资产 38.04 亿元，同比增长 16.16%，主要来自在建工程和可供出售金融资产的增长。2018 年底，公司可供出售金融资产 3.48 亿元，同比大幅增长 180.74%，主要系新增对海宁齐鑫炜邦股权投资合伙企业（有限合伙）和浙江芯晖装备技术有限公司等企业的股权投资。2018 年底，公司长期股权投资 2.38 亿元，同比下降 23.12%，主要系减少对海宁市科创中心投资有限公司（以下简称“海宁科创投”）的股权投资所致。

公司在建工程为受托代建工程中基础设施建设项目投入，2018 年底为 24.12 亿元，同比增长 36.34%。公司其他非流动资产为已完工但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、房屋建筑物等，2018 年底为 5.24 亿元，同比下降 32.00%。

2018 年底，公司受限资产账面价值为 1.99 亿元，占资产总额的 1.35%；其中存货、固定资产中受限资产分别为 1.61 亿元和 0.39 亿元，均用于借款抵押。

跟踪期内，受海宁经济开发区土地整理投入及基础设施建设投入影响，公司资产规模稳定增长；资产中存货和在建工程占比较高，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 69.68 亿元，同比增长 7.01%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长；主要由实收资本（占 5.25%）、资本公积（占 71.73%）和未分配利润（占 18.46%）构成。

2018 年底，公司资本公积 49.98 亿元，同比增长 0.04%，其中海宁市政府无偿划拨新市镇公司 100%股权及城北水环境 100%股权予公司，公司增加资本公积 1.29 亿元；受子公司钱塘江公司吸收合并海宁皮都投资开发有限公司以及退出对海宁科创投的股权投资因素影响，公司减少资本公积 1.27 亿元。

2018 年底，公司少数股东权益 2.64 亿元，同比增加 2.14 亿元，主要系当年新设立 3 家非全资子公司，其少数股东对其追加投资所致。

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，以资本公积为主，权益结构稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 77.74 亿元，同比增长 36.53%，主要来自长期借款、应付债券以及其他非流动负债的增长；其中非流动负债占 78.84%，公司负债仍以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 16.45 亿元，同比下降 5.26%，主要来自一年内到期的非流动负债的减少。流动负债主要包括其他应付款（占 37.06%）和一年内到期的非流动负债（占 56.36%）。

2018 年底，公司其他应付款 6.10 亿元，同比增长 3.54%，主要系新增与海宁资产及海宁市新市镇开发建设有限公司等企业的往来款所致。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.27 亿元，包括一年内到期的长期借款和一

年内到期的应付债券（“13海宁新区债/PR海新区”本金），同比下降15.17%。

2018年底，公司非流动负债61.29亿元，同比增长54.87%，主要来自长期借款、应付债券和其他非流动负债的增长。公司非流动负债主要包括长期借款（占42.18%）、应付债券（占27.28%）和其他非流动负债（占28.63%）。

2018年底，公司长期借款25.85亿元，同比增长23.98%，主要来自抵押保证借款的增长。公司长期借款主要包括保证借款（占62.04%）和抵押保证借款（占34.10%）。

2018年底，公司应付债券16.72亿元，同比增加11.53亿元，主要系当年发行14亿元公司债（“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”）以及2.60亿元“13海宁新区债/PR海新区”本金重分类至一年内到期的非流动负债。

公司其他非流动负债为政府置换债券转贷，2018年底为17.55亿元，同比增长37.11%，主要系当年获得政府债务置换2.50亿元，以及2018年合并范围新增的城北水环境以前年度获得1.00亿元政府债务置换，2018年到期的1.25亿元政府置换债券重新签订还款协议。本报告已将其他非流动负债中有息部分计入长期债务核算。

2018年底，公司全部债务70.10亿元，同比增长40.55%，主要系发行债券、银行借款规模扩大及获得政府债务置换所致。受此影响，2018年底，公司长期债务占比较上年底上升7.89个百分点至85.77%，公司有息债务仍以长期债务为主。

表7 公司债务构成及债务负担情况(单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年
短期债务	11.03	9.97
长期债务	38.84	60.13
全部债务	49.87	70.10
资产负债率	46.65	52.73
全部债务资本化比率	43.37	50.15
长期债务资本化比率	37.36	46.32

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从债务指标来看，2018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均较上年底明显上升，分别为52.73%、50.15%和46.32%。公司整体债务负担有所加重，但仍处于适中水平。

从2018年底存量债务来看，2019—2021年公司分别需偿付的有息债务规模为9.97亿元、10.42亿元和7.95亿元。

跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，债务负担有所加重，但仍处于适中水平。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入8.25亿元，同比增长97.28%，主要来自受托代建工程收入的增长；同期，营业成本8.44亿元，同比增长146.56%；受此影响，营业利润率下降18.15个百分点至-3.59%。

表8 公司盈利能力情况(单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年
营业收入	4.18	8.25
其他收益	1.58	3.00
利润总额	1.72	2.37
营业利润率	14.57	-3.59
总资产收益率	1.50	1.71
净资产收益率	2.65	3.42

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以管理费用为主，2018年期间费用占营业收入的比重为4.48%，较2017年下降5.16个百分点。由于公司将大部分利息支出进行资本化，公司财务费用通常为负。

2018年，公司获得财政补贴3.00亿元，主要系政府拨付的市政基础设施建设（城市道路、桥梁、污水防治工程、绿化景观等）的补助款，公司计入“其他收益”科目。同年公司利润总额2.37亿元，利润总额对财政补贴依赖程度高。

从主要盈利指标看，2018年，受净利润增加影响，公司总资产收益率和净资产收益率均

较上年有所提升，分别为 1.71%和 3.42%。

跟踪期内，受托代建工程收入增加带动公司营业收入大幅增长，整体盈利能力较强，利润总额对财政补贴依赖程度高。

5. 现金流分析

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入为 17.93 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 9.78 亿元，主要为往来款和财政补贴；由于海宁经济开发区土地征迁整理支出明显增加，2018 年公司经营活动现金净流出 3.90 亿元。

2018 年，公司现金收入比为 98.75%，收入实现质量较好。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	15.94	17.93
经营活动现金流出量	16.04	21.83
经营活动现金流量净额	-0.10	-3.90
现金收入比	101.23	98.75
投资活动现金流量净额	-1.25	-2.21
筹资活动现金流量净额	-1.50	8.44

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2018年公司投资活动现金流入规模较小，主要为收回投资收到的现金（转让海宁科创投股权收到的部分减资款）以及收到其他与投资活动有关的现金（无偿划转取得子公司等收到的现金净额）。同年，公司投资活动现金流出2.52亿元，主要为投资支付的现金（对海宁齐鑫炜邦股权投资合伙企业、浙江芯晖装备技术有限公司等企业的股权投资支出）。2018年，公司投资活动净现金流为-2.21亿元。

从筹资活动看，2018年公司主要通过银行借款和发行债券等方式筹集资金，筹资活动现金流入32.93亿元，其中吸收投资收到的现金2.36亿元，为子公司吸收少数股东投资收到的现金；收到其他与筹资活动有关的现金2.50亿元，为收到的政府债务置换资金。公司筹资活

动呈现净流入，2018年为8.44亿元。

跟踪期内，由于海宁经济开发区土地征拆整理支出规模较大，公司经营活动呈现净流出；投资活动主要为股权投资支出，未来随着海宁经济开发区及尖山新区建设项目推进，公司存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所提升，分别为 664.95%和 118.75%。受经营活动现金流量净额大幅减少影响，公司经营现金流动负债比下降至-23.69%，经营性净现金流对流动负债无保障能力。2018 年底，公司现金类资产 6.54 亿元，相当于短期债务的 0.66 倍，短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 2.57 亿元，全部债务/EBITDA 为 27.29 倍，EBITDA 利息倍数为 0.67 倍，公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信 19.25 亿元，未使用额度为 11.25 亿元。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 12.24 亿元，担保比率为 17.57%，对外担保规模及担保比率均较上年底有所下降。被担保企业主要是当地国有企业和公司关联方等。公司存在一定或有负债风险。

表10 截至2018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	7400.00	2019-09-24
海宁市交通投资集团有限公司	15000.00	2019-11-09
	10000.00	2019-07-06
海宁市黄湾村镇建设开发有限公司	7550.00	2019-02-28
	5000.00	2022-01-23
	2800.00	2020-10-15
	10000.00	2022-01-24
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	25000.00	2020-11-17
	5000.00	2025-03-12
海宁市首创水务有限责任公司	4250.00	2021-02-07
海宁市袁花新市镇投资开发有限公司	13000.00	2021-12-20

上海漕河泾新兴技术开发区海宁 分区经济发展有限公司	1400.00	2022-08-01
	1000.00	2019-06-01
海宁市水利建设投资开发有限责 任公司	13000.00	2019-12-01
浙江海宁鹃湖科技城开发投资有 限责任公司	2000.00	2036-11-22
合计	122400.00	--

资料来源：公司审计报告

注：截至 2019 年 4 月底，公司对海宁市黄湾村镇建设开发有限
公司的 7550 万元担保已解除

考虑到公司在海宁经济开发区和尖山新
区具有的区域垄断优势以及海宁市政府的各项支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司母公司资产总额为
103.95 亿元，同比增长 8.07%。母公司资产占
合并口径资产总额的 70.52%。其中，流动资产
为 55.69 亿元。从构成看，流动资产主要由其
他应收款和存货构成。非流动资产为 48.26 亿
元，主要由长期股权投资和在建工程构成。

截至 2018 年底，公司母公司所有者权益
为 59.75 亿元，同比增长 3.56%。其中，实收
资本和资本公积合计占 90.99%。

截至 2018 年底，公司母公司负债总额为
44.21 亿元，同比增长 14.84%；主要由其他应
付款、长期借款、应付债券和其他非流动负债
构成。公司母公司 2018 年底资产负债率为
42.53%，同比上升 2.51 个百分点。

2018 年，公司母公司实现营业收入 2.13
亿元，占合并口径营业收入的 25.76%。营业成
本为 1.93 亿元。公司母公司 2018 年净利润为
0.77 亿元，同比增长 6.51%。

总体看，公司母公司资产总额占合并口径
的比例较高，对合并口径营业收入的贡献较
低。

十、存续期债券偿债能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存
续债券包括“13海宁新区债/PR海新区”“18
海宁新区债01/18尖山01”和“18海宁新区债

02/18尖山02”，债券余额合计19.20亿元。其
中，“13海宁新区债/PR海新区”将于2019年和
2020年分别还本2.60亿元；“18海宁新区债
01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”
将于2021年开始每年还本合计2.80亿元，因此
公司单年最大偿付金额为2.80亿元。

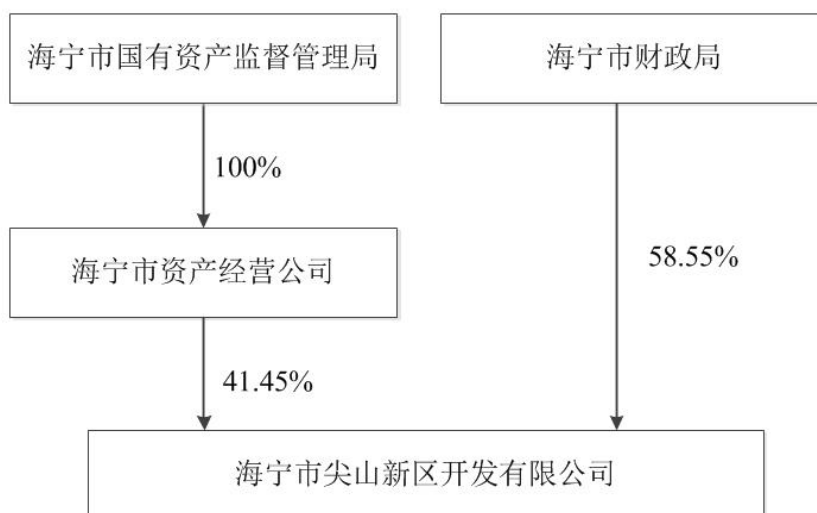
2018年，公司经营活动现金流入量和
EBITDA分别为存续债券余额合计（19.20亿
元）的0.93倍和0.13倍，分别为公司单年最大
偿付金额（2.80亿元）的6.40倍和0.92倍。总体
看，公司经营活动现金流入量对存续债券余额
合计的保障程度一般，对单年最大偿付金额的
保障程度较好。

考虑到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，外部支持力度
较大，持续性好；随着公司各项业务的逐步推
进，收入规模有望逐年增加。同时“13海宁新
区债/PR海新区”由中国投融资担保股份有限
公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件
不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评
定，中投保主体长期信用等级为AAA，其担保
显著提升了“13海宁新区债/PR海新区”的安
全性。“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海
宁新区债02/18尖山02”由海宁资产提供全额
无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合
资信评定，海宁资产主体长期信用等级为AA⁺，
其担保有效提升了“18海宁新区债01/18尖山
01”及“18海宁新区债02/18尖山02”本息偿付
的安全性。

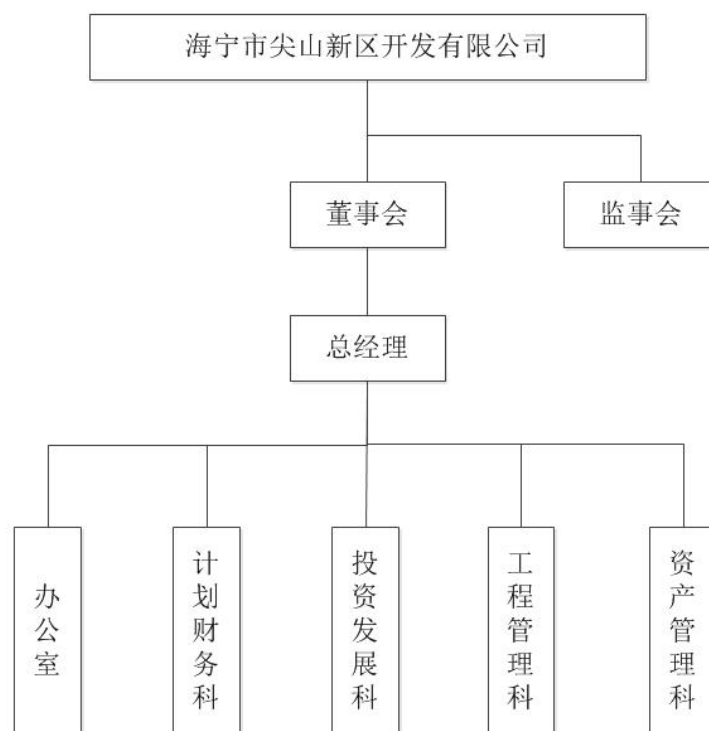
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长
期信用等级为AA，“13海宁新区债/PR海新区”
的信用等级为AAA，“18海宁新区债01/18尖山
01”及“18海宁新区债02/18尖山02”的信用等
级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	主要经营地	持股比例 (%)	业务性质
1	浙江钱塘江投资开发有限公司	海宁市	100.00	投资开发、房地产开发
2	海宁市尖山新区物业管理有限公司	海宁市	100.00	物业管理、房屋租赁
3	海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司	海宁市	100.00	房地产开发、市政工程建设、社区物业管理
4	海宁市铁北新城有机更新有限公司	海宁市	100.00	城镇有机更新，投资开发
5	海宁经开产业园区开发建设有限公司	海宁市	100.00	标准厂房的开发建设、经营管理，房地产开发
6	海宁市城北水环境治理有限公司	海宁市	100.00	水污染治理，投资开发，基础设施工程建设
7	海宁市泛半导体产业投资有限公司	海宁市	40.00	实业投资，投资管理，股权投资，投资咨询
8	海宁市嘉勤投资有限公司	海宁市	70.00	股权投资，实业投资，投资管理，投资咨询
9	海宁市合创开发建设有限公司	海宁市	100.00	标准厂房的开发建设、经营管理
10	海宁市众创产业开发建设股份有限公司	海宁市	38.74	标准厂房的开发建设、经营管理

资料来源：公司审计报告

注：公司对海宁市众创产业开发建设股份有限公司及海宁市泛半导体产业投资有限公司的持股比例均未超过 50%，因对其能够实施控制，将其纳入公司合并范围

附件 2 担保方中投保主体长期信用评级报告

附件 3 担保方海宁资产跟踪评级报告

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.06	4.21	6.54
资产总额(亿元)	113.66	122.06	147.42
所有者权益(亿元)	62.95	65.12	69.68
短期债务(亿元)	6.55	11.03	9.97
长期债务(亿元)	42.34	38.84	60.13
全部债务(亿元)	48.89	49.87	70.10
营业收入(亿元)	2.83	4.18	8.25
利润总额(亿元)	0.95	1.72	2.37
EBITDA(亿元)	1.10	1.92	2.57
经营性净现金流(亿元)	1.82	-0.10	-3.90
财务指标			
销售债权周转次数(次)	156.16	41.73	72.83
存货周转次数(次)	0.04	0.05	0.10
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.06
现金收入比(%)	99.40	101.23	98.75
营业利润率(%)	6.97	14.57	-3.59
总资本收益率(%)	0.85	1.50	1.71
净资产收益率(%)	1.50	2.65	3.42
长期债务资本化比率(%)	40.21	37.36	46.32
全部债务资本化比率(%)	43.72	43.37	50.15
资产负债率(%)	44.62	46.65	52.73
流动比率(%)	1090.13	514.39	664.95
速动比率(%)	239.12	90.55	118.75
经营现金流动负债比(%)	23.44	-0.59	-23.69
全部债务/EBITDA(倍)	44.26	25.97	27.29
EBITDA 利息倍数(倍)	0.34	0.59	0.67

注：其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务核算

附件 5 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《中国投融资担保股份有限公司2019年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。



信用等级公告

联合〔2019〕1003号

联合资信评估有限公司通过对中国投融资担保股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年五月十七日



中国投融资担保股份有限公司

2019 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间

2019 年 5 月 17 日

主要数据

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	204.53	191.65	130.47
所有者权益(亿元)	101.27	100.29	66.64
担保余额(亿元)	678.98	1263.98	1873.82
净资产担保倍数(倍)	6.70	12.60	28.12
净资本担保倍数(倍)	19.04	25.87	56.05
融资性担保放大倍数(倍)	4.25	6.37	4.06
项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入(亿元)	28.74	16.89	14.02
担保业务收入(亿元)	5.74	6.54	6.84
投资收益(亿元)	22.23	9.69	6.91
净利润(亿元)	18.61	6.85	5.99
平均净资产收益率(%)	18.46	9.31	9.18
平均资产收益率(%)	9.39	4.45	5.11
加权平均净资产收益率(%)	22.92	9.55	9.27

注: 1、担保余额为商业性担保余额, 不包括政策性担保

2、2017 年平均净资产收益率和平均资产收益率均剔除了发行可续期债券的影响

3、2018 年融资性担保责任余额及其放大倍数根据 2018 年 4 月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》(银保监发【2018】1 号)的相关规定计算。为保证指标的可比性, 对 2017 年可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整

资料来源: 公司年报, 联合资信整理

分析师

高 龙 寇妙融

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

中国投融资担保股份有限公司(以下简称“公司”)是国内首家全国性专业信用担保机构。自成立以来, 公司凭借丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力以及资本实力, 在债券担保、保本基金担保等资本市场担保领域具有明显竞争优势。近年来, 新三板成功挂牌以及私募债、公募债和可续期公司债的发行, 进一步拓宽了公司的融资渠道; 公司积极打造“信用增进、资产管理、金融科技”协同发展的战略布局, 在巩固担保业务的前提下, 持续推进业务转型和创新, 在小微金融担保和绿色金融、信用增进以及金融科技等领域取得成效; 投资业务规模快速增长, 并实现较好收益; 资产管理业务发展势头良好。另一方面, 目前公司积极推进业务结构转型, 主动收缩担保业务, 受存续业务陆续到期及新业务品种尚处于培育期的影响, 担保业务收入逐年下降, 需关注未来业务结构转型成效及对其盈利的影响。此外, 公司投资资产中信托计划及权益工具投资规模较大, 面临的信用风险及市场风险值得关注。综上所述, 联合资信评估有限公司确定中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。该评级结论反映了中国投融资担保股份有限公司代偿能力极强, 风险极低。

优势

1. 公司在国内担保行业中处于领先地位, 业务创新能力较强, 风险管理体系比较健全。
2. 新三板成功挂牌以及私募债、公募债和可续期公司债的发行, 进一步拓宽了公司的融资渠道。
3. 公司在市场竞争力和品牌价值方面具有领先优势, 作为国家促进融资担保行业发展各项政策推进的主要担保机构, 有助于保

持其领先优势并得到政策支持。

4. 第一大股东国家开发投资集团有限公司视公司为其金融板块重要组成部分，将长期维持控股股东地位，并将在公司面临流动性困难时，给予必要的注资或提供流动性资金支持。

关注

1. 公司推进业务结构转型，主动收缩担保业务，受存续业务陆续到期及新业务品种尚处于培育期的影响，担保业务收入逐年下降，需关注未来业务结构转型成效及对其盈利的影响。
2. 公司投资资产中信托计划及权益工具投资规模较大，面临的信用风险及市场风险值得关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2019 年 5 月 17 日至 2020 年 5 月 16 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国投融资担保股份有限公司 2019 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）的前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元，2000 年公司注册资本增至 6.65 亿元。2006 年，经国务院批准，公司整体并入国家开发投资公司，注册资本增至 30.00 亿元，并更名为中国投资担保有限公司；2010 年 9 月，公司通过定向增发的方式引进投资者，从国有法人独资有限公司变更为中外合资有限责任公司，注册资本增至 35.21 亿元；2012 年 9 月，公司以合计 9.79 亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本，注册资本增至 45.00 亿元；2013 年 10 月，更名为中国投融资担保有限公司；2015 年 8 月，中国投融资担保有限公司整体改制为股份有限公司，并更名为中国投融资担保股份有限公司；2015 年 12 月，公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统。截至 2018 年末，公司注册资本 45.00 亿元，前五大股东及持股情况见表 1。

表 1 前五大股东及持股情况 单位：%

序号	股东名称	持股比例
1	国家开发投资集团有限公司	47.20
2	中信资本担保投资有限公司	11.14
3	建银国际金鼎投资(天津)有限公司	11.05
4	鼎晖嘉德(中国)有限公司	10.00
5	新政泰达投资有限公司	7.62
合计		87.01

资料来源：公司年报，联合资信整理

公司业务范围：融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资

担保、信用证担保及其他融资性担保业务；监管部门批准的其他业务：债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；仓储服务；组织、主办会议及交流活动。

目前，公司本部设有财富管理中心、互联网金融中心、综合担保业务中心、小微金融担保中心、保证担保中心、亚行项目业务中心、资产经营中心、风险管理中心和法律事务中心以及 8 个后台职能部门；在全国设有 4 个区域营销分公司，控股 6 家公司（含 4 家全资子公司），参股 4 家公司；公司及控股子公司在职员工共 308 人。

截至 2018 年末，公司资产总额 204.53 亿元，其中货币资金（含定期存款）7.26 亿元；负债总额 103.26 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期责任准备合计 9.33 亿元；所有者权益 101.27 亿元；商业性担保余额 678.98 亿元。2018 年，公司实现担保业务收入 5.74 亿元，投资收益 22.23 亿元，实现净利润 18.61 亿元。

注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层

法定代表人：兰如达

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。

在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%（见表2），较2017年小幅回落0.3个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

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

三大产业增加值同比增速均较上年有所回

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

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

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类

消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加

世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

表2 宏观经济主要指标 单位：%/亿元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的信用担保体系迅速发展。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规模持续增加。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失（主要针对的是政策性担保机构），并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

目前，担保机构经营的业务品种主要包括融资担保业务及非融资担保业务，其中融资担保业务主要包括为被担保人贷款、互联网借贷、融资租赁、商业保理、票据承兑、信用证等债务融资提供担保的借款类担保业务，为被担保人发行债券等债务融资提供担保的发行债券担保业务，以及为被担保人发行基金产品、信托产品、资产管理计划、资产支持证券等提供担保的其他融资担保业务。非融资担保业务主要包括经营投标担保、工程履约担保、诉讼保全担保等。

近年来，宏观经济增速放缓、银行业不良贷款率不断上升加大了担保公司面临的代偿风险，此外银行普遍收紧了银担合作渠道，降低担保机构授信额度，甚至有的银行暂停与民营担保机构的合作，加大了担保机构生存压力。

受上述因素影响，加之国内资本市场的蓬勃发展，担保公司纷纷进行业务结构调整，部分实力较强的担保机构已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保公司。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益（包括个人投资者）。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。自 2009 年我国首家专门债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司发起设立以来，活跃在资本市场上的金融担保公司（含增信公司）有几十家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有省政府背景、专业化水平较高的金融担保公司，这对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，低风险性质的非融资担保业务近年来也逐步得到重视，未来将成为担保机构拓展低风险业务的新选择。

资本实力方面，为应对风险、加强资本储备以及开展业务的需要，担保公司增资扩股的意愿有所上升，尤其是能够开展债券担保业务的金融担保公司，其多为省属国有控股，部分还承担着政策性义务，政府支持力度及意愿强，净资产规模不断增长。从股东背景看，除了传统的地方性质政府及企业股东外，目前已有部分省级国有担保公司获得了政策性银行或政策性银行基金注资的先例，例如重庆进出口信用担保有限公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司以及四川省金玉融资担保有限公司等。2018 年 7 月 26 日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，未来将通过股权投资的方式向各省级担保公司进行增资，向各省市区建立由国家牵头的自上而下的担保信用体系，省级国有控股且专业化水平较高的担保机构将

面临更大的机遇。

盈利、投资及风险管理方面，近年来担保行业竞争日趋激励，加之担保代偿率的上升，对担保机构收入带来一定负面影响；省属政策性担保公司为支持地方中小企业而适当降低担保费率，也对盈利造成一定压力。此外，由于利率市场化等因素，担保公司贷款利息收入及投资收益也受到一定影响。为此，部分自有资金运作能力较强的金融担保公司纷纷拓展资金使用渠道、提高资金运作效率，加大了委托贷款、信托、资产管理计划等风险较高资产的配置力度，其投资资产（尤其是Ⅱ级及Ⅲ级资产）比重呈上升趋势，从而导致净资本比率不断下降、面临的表内外风险有所积聚。此外，债券市场的快速发展、城投债去政府信用背书的监管环境带来了对高评级担保公司的需求，金融担保公司债券担保责任余额保持快速增长，担保倍数升高且单笔债券风险敞口较大，这将导致金融担保公司承担的担保业务风险持续上升。

3. 政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009年2月9日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》（下称《通知》），《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议（以下简称“联席会议”），加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010年3月8日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》（以下简称《办法》），《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》在融资性担保机构的主体属性、市场准入、

业务资格、风险控制、信息披露和外部监管等方面均作了具体的规定。

为推进担保行业规范制度体系的建设，近年来，包括国务院、财政部、工业和信息化部、农业部、银监会、联席会议、中国证券业协会等监管部门下发了一系列文件，对担保机构跨省设立分支机构、再担保机构管理、资本金运用、担保保证金管理、开展证券市场担保业务等问题进行了规范，并要求发挥政府主导作用，大力发展政府支持的融资担保机构，推进再担保体系建设；构建政银担三方共同参与的合作模式，加快发展小微企业和“三农”服务的新型融资担保企业，促进担保行业的健康发展。

2015年8月，国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》，2017年6月经国务院常务会议审议通过，2017年8月颁布并于2017年10月1日起正式实施。《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“条例”）明确了融资担保公司的监督管理体系，强化了中央与地方政府的分层监管职责，并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律风险均予以了明确规定。此外，条例强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位，同时推动政府性融资担保公司体系的发展，建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制，进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

2018年4月2日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》（银保监发【2018】1号），制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》《融资担保责任余额计量办法》《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理，促进融资担

保公司依法经营，维护融资担保市场秩序。《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动，防范融资担保业务风险，准确计量融资担保责任余额。《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营，确保融资担保公司保持充足代偿能力，优先保障资产流动性和安全性。《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为，维护双方合法权益，促进银担合作健康发展，更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示，各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则，实施细则应当符合《条例》及四项配套制度的规定和原则，且只严不松。

2018年7月26日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，由财政部联合商业银行共同发起，初始注册资本661.00亿元，其中财政部持股45.39%。国家融资担保基金有限责任公司经营范围主要包括再担保业务、项目投资、投资咨询以及监管部门批准的其他业务，未来将采取股权投资、再担保等形式支持各省（区、市）开展融资担保业务，带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创新创业，着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵问题，并支持战略性新兴产业的发展。

2019年2月14日，国务院办公厅发布了《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6号文）（以下简称“国办发6号文”）意在解决小微企业和“三农”融资难的问题，进一步推进国家融资担保基金与省级平台共建担保体系。国办发6号文明确要求政府性融资担保、再担保机构聚焦支小支农主业，不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信，不得向非融资担保机构进行股权投资，以及其他与之配套的支持政策。与此同时，国办发6号文还在担保业务转型、银担合作风险分担机制设计等方面对政策性担保机构加以规范。未来，政策性担保机构的业

务重心将向“三农”及小微企业客户倾斜，行业发展将更为规范。

总体看，随着担保行业的不断发展，政府及监管部门日益重视担保行业规范、健康、持续的发展，出台了一系列相关政策扶植并规范融资担保机构发展，鼓励并引导融资担保公司为“三农”及小微企业服务，这将有助于防控融资担保行业风险集中，促进担保行业的健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

改制前，公司为国有法人独资有限公司，股东为国家开发投资公司。2010年7月，公司实施整体改制，引入6家新股东，变更为中外合资的有限责任公司；2015年8月，公司以整体变更方式设立股份有限公司；同年12月，正式挂牌全国中小企业股份转让系统。2016年，公司原股东持股比例有所调整，新增北京环球银证投资有限公司、宁波中车一期股权投资合伙企业（有限合伙）、上海义信投资管理有限公司等股东。2017年，公司控股股东“国家开发投资公司”名称变更为“国家开发投资集团有限公司”（以下简称“国投”），企业类型变更为有限责任公司（国有独资）。截至2018年末，公司控股股东持股比例47.20%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，公司股权结构图见附录1。

公司依据《公司法》《证券法》《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》和有关法律、法规的规定，建立了包括股东大会、董事会、监事会和高级管理层在内的现代金融企业公司治理架构，并设立了多个专业委员会，分别负责各项专项事宜的决策和管理。股东大会为公司最高权力机构，董事会为决策机构，对股东大会负责，监事会负责进行监督管理，高级管理层负责公司的日常经营工作。自挂牌新三板以来，公司根据全国股转系统等相关规定，

就公司信息披露、投资者关系、关联交易、对外投资、独立董事工作制度、专业委员会议事规则、承诺管理、利润分配等出台了相关制度办法，不断完善制度建设和法人治理结构，促进公司的规范运作。

公司严格按照《公司法》《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》《公司章程》和“三会”议事规则等的规定和要求，召集、召开股东大会，确保股东能够充分行使知情权、参与权、质询权和表决权等权利。2018年，公司共召开3次股东大会，审议通过了年度各项工作报告、审计报告、财务决算报告、利润分配、经营计划及预算、公开发行人公司债券、日常性关联交易预估、董事会及监事会换届选举等多项议案。

2018年，公司董事会到期换届选举。新一届董事会由11名董事组成，其中独立董事2名。公司有3名董事在国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）任职，其中1名董事于2019年3月8日离任，并在安信证券投资有限公司任职。2018年，公司召开9次董事会会议，审议通过了总经理工作报告、审计报告、年报及摘要、董事会换届选举、董事长选举、总经理及副总经理聘任、部分不良资产核销、战略规划与实施纲要等多项议案。董事会下设战略发展、风险审计及薪酬委员会3个专业委员会；各专业委员会在董事会授权范围内，围绕战略规划、风险管理、薪酬考核、审计监督、依法治企等重大事项，向董事会提供专业意见与建议，为董事会科学决策提供有力支撑。

2018年，公司监事会到期换届选举。新一届监事会由5名监事组成，其中职工监事2名，公司监事会主席同时在国投资本任职。2018年，公司召开6次监事会会议，审议通过了总经理工作报告、审计报告、财务决算报告、利润分配、监事会换届选举、监事会主席选举等各项议案。

公司高级管理层由7名人员组成，包括总

经理1名，副总经理2名，财务总监1名，首席合规官兼总法律顾问1名，首席风险官1名以及董事会秘书1名。高级管理层下设投资、风险管理、项目审批、员工发展管理、薪酬与绩效、信息化和审计等专业委员会，为公司运营管理提供专业决策支持。

总体看，公司建立了“三会一层”的公司治理架构，新三板成功挂牌后，公司治理运行机制逐步完善，信息披露机制逐步健全。

2. 内部控制

公司实行前、中、后台分离的内控管理体系，并根据担保业务种类和风险属性对相关职能进行了细化。公司前台包括综合担保中心、财富管理中心、互联网金融中心、小微金融担保中心、保证担保中心、亚行项目业务中心和资产经营中心；中台包括风险管理中心和法律事务中心，分别负责公司担保业务的审查、法律事务、风险管理等工作；后台主要负责公司人力资源管理、行政管理、内部审计、子公司和分公司的日常管理、年度经营计划及会计核算等工作。公司组织架构图见附录2。

目前，公司设有上海华东分公司、天津分公司、大连分公司和上海分公司，分公司主要负责其所在地区的业务发展，在担保业务区域经营中心统一管理下开展业务。公司商业性担保业务对分公司基本没有业务审批授权。除商业性担保业务外，公司还受托承担部分政策性担保业务，由上海分公司负责运营。目前，鉴于公司与上海市财政局合作模式的变化，上海分公司正在办理清算注销工作。

近年来，公司根据业务运行情况和转型发展需要，适时调整组织机构；按照公司战略布局和市场对标导向，优化绩效考核和薪酬分配办法，积极尝试建立以岗定薪、业绩导向的激励分配机制；完善人才队伍体系，积极探索核心团队机制建设；通过轮岗、导师培养、课题研究等方案实施应届生培养项目“骏杰计划”；引入人才盘点理念和工具，探索使用人才盘点

工具指导员工发展培养工作，从多层次加强公司人才梯队建设，积极优化与业务转型创新发展相适应的市场化激励约束机制；密切跟踪监管动态，组织召开专题研讨会，并成立公司合规发展工作组，积极适应监管变化并及时调整；加大公司信息化基础建设，积极推进混合云、数据中心、虚拟桌面等的应用；大力加强业务信息化建设，积极推动投标保函业务平台、亚行项目业务系统、“国投云贷”信息系统等的建设和完善；建设完善协同办公系统、网报系统，提升公司管理和运行效率；加强员工职业操守培训，组织开展宣读公司行为公约，重读员工职业操守准则活动，提高员工职业道德水准，提升公司依法经营意识，有效控制经营风险。

总体看，公司内控体系逐步完善，各项制度执行情况良好，信息化系统建设不断推进，有助于业务整体持续较快发展。

3. 发展战略

公司制定了发展战略，以成为“市场领先的以信用增进为特色的投融资服务集成商”为发展愿景，着力打造“信用增进、资产管理、金融科技”协同发展的战略布局，以信用增进为主要服务方式，增强担保业务与资产管理、金融科技的协同，提升企业信用，改善社会信用资源配置，加强资金融通和商品融通，促进社会信用体系和信用文化建设，为国民经济和社会发展服务。

为实现发展愿景，公司将规范经营，防控风险，推进产品和服务创新转型，加强公司业务基础建设，努力构建与市场相适应的体制和机制，不断增强公司发展的比较优势和可持续发展能力，实现公司的跨越发展。同时，公司以“适应监管、合规经营、防控风险、提质增效、转型升级、创新发展”为工作基调，制定了2019年经营计划，主要包括：优化顶层设计，全面推进战略转型方案实施落地，围绕信用增进能力，推进搭建担保增信、资产管理和金融科技三大业务板块，理清业务条线，隔离经营

风险，完成板块布局，最终实现协同发展；推进业务转型升级，在担保和信用增进领域，加强对地产领域（城市更新等）、清洁能源及环保节能领域的研究和拓展，为客户的金融需求提供一揽子综合解决方案；在小微金融担保领域，积极建立能够有效分散风险的社会化合作体系，开发完善可持续运营的金融科技、投保结合等新商业模式；在非融资性担保业务领域，加强线上投标、履约保函等业务品种的研发及其相关衍生业务的承做，同时以电子保函平台为支撑，继续完善平台功能和运维能力，提高市场占有率、扩大业务规模；在绿色金融领域，加大对重点领域的投入，增强项目平台影响力，提升示范效应；在投资和资产管理领域，加大业务拓展力度，以优质上市公司为核心，挖掘投资机会，创造收益空间；在金融科技方面，密切关注行业监管及市场动向，在适应监管、合规运营的基础上，加强金融科技平台建设，丰富产品线，加强与金融机构的业务合作，发挥公司担保增信业务协同作用，助力金融科技业务的发展；推进完善风控体系，加强全面风险管理，全面梳理公司制度流程，完善公司内部控制体系与机制，加强对业务、管理的审计监督；推进相关机制建设和人员匹配，健全完善与战略规划相适应的经营管理体系。

总体看，公司自身定位明确，发展战略和经营计划符合行业和监管政策；较强的创新能力和良好的公司治理水平有助于公司保持担保行业中的领先地位以及战略愿景的实现。

四、主要业务经营分析

公司是国内首家全国性专业信用担保机构，成立之初主要从事政策性担保业务。2002年，公司完成国有企业体制改革；2015年，完成股份制改造，建立现代企业制度，大力推动商业性担保业务的发展。

公司先后组织“中国担保论坛”并发起成立“中国担保业联盟”，促进了国内担保机构

的交流与合作。2013年，中国融资担保业协会正式成立，公司作为主要发起人当选为协会会长单位。2015年以来，公司根据《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》，借助自身丰富的业务操作与风险管理实战经验，积极搭建政策性中小微企业融资担保业务体系，持续跟踪战略新兴产业风险补偿金，公司在国家促进融资担保行业发展各项政策推进方面的行业领军地位凸显，这将有助于提升其市场竞争力和品牌知名度。2017年，公司连任会长单位，积极参与融资担保行业监管政策意见征询讨论，为行业税收优惠政策的落地起到积极作用。2018年，公司发布了《中小微担保业务操作手册》，系统梳理并分享国内中小微担保业务操作与风险管控经验，为全行业的技术升级与健康可持续发展提供支持和培训资料；公司与中国融资担保业协会联合主办以“服务小微三农，防控金融风险”为主题的“2018中国担保论坛”，对于促进担保业服务国家战略，实现行业平稳健康发展具有现实的意义。

近年来，公司积极推进业务转型升级战略，优化组织资源配置，提升运行效率。在小微金融担保业务方面，公司围绕“树品牌、建体系、服务双创”的目标创新业务模式，在江苏地区搭建担保合作平台，协助三门峡、武汉等地方政府构建政策性融资担保体系，以投贷保联动方式支持小微企业发展，研发基于大数据和金融科技手段的小额分散批量化业务模式；在绿色金融领域，持续推进“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”实施落地，利用亚行主权贷款，通过金融机构转贷形式，使用增信和投融资手段对资金进行专项运营和管理，为生物新能源、光伏、煤炭替代等领域提供融资支持；在担保增信领域，公司将增信金融工具嵌入到相关产业链，与私募股权基金、信托计划等相结合，服务于社会发展；公司承保的首单CMBN产品以“AAA级增信+资产服务管理+夹层投资”的综合配套服务，为企业的发展提供支撑；在非融资性保证担保业务领域，

公司与大连等地公共资源服务中心合作推广电子保函业务，客户通过审核后可秒开保函，极大提高承保效率，有效减轻中小微投标企业保证金占用压力。

目前，公司已与中国建设银行、北京银行、交通银行、光大银行、招商银行、广发银行等多家银行以及其他金融或投资机构建立战略合作关系。截至2018年末，公司获得主要合作银行综合授信额度846亿元。公司注重业务创新，逐步形成了品种丰富的担保产品体系，担保业务种类主要包括金融产品担保和非金融产品担保。截至2018年末，公司累计担保总额达5050亿元。

1. 担保业务发展情况

公司以承做商业性担保业务为主，另有一部分的政策性受托担保业务。公司承做的商业性担保业务可分为金融产品担保和非金融产品担保两大类。金融产品担保业务是公司最主要的担保业务种类，占公司总商业性担保余额的95%以上。近年来，在宏观经济增速放缓的背景下，为降低担保业务整体风险，公司深入推进担保业务结构调整，审慎投放新增项目，加之项目到期解保规模较大，其在保余额下降明显（见附录3：表1）。2018年，公司新增担保额146.19亿元，实现担保业务收入5.74亿元；年末在保余额为678.98亿元。

(1) 金融产品担保业务

公司金融产品担保业务主要包括公共融资类担保（含债券担保、信托计划担保）、保本投资类担保（含基金担保、专户理财担保）、房地产类金融产品担保及其他金融产品担保。近年来，公司根据经营规划和政策及市场变化继续推进担保业务结构调整，对于存续期的保本基金，到期后不再新增；对于公共融资类担保业务，根据债券市场发行情况进行调整；对于房地产类金融担保业务，遵循审慎原则，适度控制此类业务的开展。

公司公共融资担保业务分为公募和私募两

类，主要为公开市场债券担保和非公开市场信托产品担保。公募类为债券担保，公司对公募类债券担保采取审慎态度，在担保增信的基础上，还为客户提供多方位的金融服务。近年来，公司公募类担保业务实现了由企业债券一级市场发行担保向债券一、二级市场申购及交易的模式升级，利用自身信用、资源等优势，通过不断创新金融工具，提升公司在债券担保业务方面的竞争力。近年来，受部分项目提前到期、新增担保规模较小等影响，公司公共融资类担保业务担保余额持续下降。截至 2018 年末，公司公共融资类担保业务担保余额为 477.47 亿元，占在保余额的 70.32%；其中，公募类融资担保业务担保余额占公共融资类担保业务余额的 99.05%。

公司保本投资类业务是公司作为基金公司的保本基金和专户产品提供保本担保。公司保本投资管理主要采取国际上较为成熟的 CPPI 保本投资策略，由公司和基金管理人共同承担连带责任，公司有权无条件向基金管理人进行追偿，基金管理人实际对基金份额持有人的投资本金承担保本清偿义务。2017 年 1 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，取消了连带责任担保机制，对于存续的保本基金仍按基金合同的约定进行运作，但存续保本基金到期后，需调整产品保障机制，并更名为“避险策略基金”。这意味着担保公司将实际承担保本基金担保业务的代偿风险。近年来，公司不再新增保本投资类产品，同时受存续期保本投资类产品到期影响，公司保本投资类业务担保余额下降明显。截至 2018 年末，保本投资类业务担保余额 60.61 亿元，占在保余额的 8.93%。

房地产类金融产品担保业务方面，公司遵循稳健审慎原则，严格筛选房地产行业排名靠前、实力较强、经营状况良好的客户企业，严格考察用款项目的合规性、市场前景，并设置具有良好流动性的抵押物作为风险保障。近年来，公司房地产类金融担保业务担保余额有所上升。截至 2018 年末，公司房地产类金融产品

担保余额为 33.90 亿元，占在保余额的 4.99%。

在创新业务开发方面，近年来，公司积极研发 ABS、CMBN 担保项目，将传统金融产品担保的技术和风控优势复制到 ABS、CMBN 担保领域，所承保的首单 ABS、CMBN 均已成功发行。此外，公司在绿色金融方面继续加大支持力度，“京津冀大气污染防治中投保投融资促进项目”顺利推进，绿色债券担保等业务领域也取得较大进展。

总体看，公司制定了较为清晰的金融担保业务发展策略，但受监管政策趋紧及自身业务策略的调整，公司主动收缩保本基金以及公共融资类担保业务规模，金融担保业务规模下降明显；公司不断加大业务创新力度，产品种类不断丰富，在新业务领域实现了良好发展。

(2)非金融担保业务

公司非金融担保业务主要包括诉讼保全担保、履约担保以及其他融资担保等。近年来，公司依据宏观经济形势和公司集约发展的需要，不再新增诉讼保全担保业务，2018 年末诉讼保全担保业务在保余额为 4.23 亿元。公司履约担保主要包括工程保证和政府采购履约担保。近年来，公司研发“信易佳”电子保函平台，以保函替代保证金，实现在线秒开保函，提高了承保效率，减轻了小微承包商、供应商资金压力。目前，平台已与北京、大连、包头、达州等地公共资源交易中心完成对接并运行良好。近年来，履约担保业务规模整体有所上升，2018 年末履约担保业务在保余额为 11.34 亿元，占比较低；其中，工程保证在保余额 7.79 亿元，政府采购履约保证 3.55 亿元。公司其他融资担保业务主要包括政府采购融资担保、小微企业投融资联动等。

公司为财政部指定的可以为中央和各试点地区政府采购进行信用担保的专业担保机构。近年来，公司逐步深化与银行的业务合作，制定了规范政府采购业务操作的制度以促进业务的规范化，有助于进一步拓展政府采购担保业务市场。目前，政府采购担保类业务在公司商

业性担保业务中占比低。截至 2018 年末，公司政府采购融资担保余额 0.12 亿元。

公司顺应国家政策导向，加强小微担保业务研发和业务拓展力度，围绕“树品牌、建体系、服务双创”的目标创新业务模式开展小微担保业务，并专设小微金融担保中心，负责小微金融业务的推进及战略新兴产业领域项目的拓展运作。近年来，公司向三门峡市地方担保机构提供技术和管理输出，共同打造地方中小微企业融资担保平台；协助与武汉、江苏等地地方政府构建政策性融资担保体系，改善中小微企业的融资环境与经营状况；与北京银行、启迪科技服务有限公司、再担保机构、基金单位以投贷保联动方式支持小微企业发展；作为东北振兴金融合作机制的成员单位，积极促进东北产业与金融对接，促进地区经济和金融良性循环、健康发展；公司与合作方共同开发的“灵芝快贷”业务成功上线，运用金融科技手段为小微企业提供快捷、方便、高效的线上融资服务。

总体看，近年来，公司非金融担保业务实现快速发展，在解决小微企业融资难以及协助地方政府构建政策性融资担保体系方面起到积极的作用。

(3)政策性担保业务

公司政策性担保业务主要为与地方政府合作的受托担保，模式主要是由上海分公司与上海市财政局合作的政策性中小企业贷款担保业务，主要为有发展潜力的科技成长型、有还款能力的都市发展型和社区服务型小企业提供的信用支持服务，该项业务运作是以政策性担保资金为支撑，不占用自有资本，公司仅承担受托管理的职能并收取业务管理费，不承担开展担保业务的风险和损失。目前，鉴于公司与上海市财政局合作模式的变化，上海分公司正在办理清算注销工作。公司拟以新模式与上海市政府所设立的中小微企业政策性融资担保基金管理中心合作开展小微企业融资担保业务。截至 2018 年末，公司累计实施政策性融资担保项

目两万多个，累计担保贷款总额 400 多亿元。

2. 投资及其他业务发展情况

公司遵循国际担保、保险、再保险机构对投资业务的风险管理理念，采取谨慎的投资策略和投资组合管理。公司的投资业务以自有资金运作为主，在满足公司流动性需求的前提下，追求适当收益。在资金运营方面，公司制定了相应的投资业务管理办法和投资策略。长期投资方面，公司加强对项目退出的跟踪和管理，长期投资项目实现了良好回报；在中短期投资方面，公司坚持审慎操作，适时调整中短期投资资产配置和投资比例，实现了较好的投资收益，为业绩增长提供了有力支撑。公司将资金集中运作，统一决策，按照担保业务理念承做相关项目，在风险可控的基础上提高项目综合收益率。公司投资类资产品种主要为信托计划和理财产品、委托贷款、长期股权投资以及股票、基金等权益工具，另有部分投资性房地产和债券。近年来，公司投资资产规模保持增长，但增速有所放缓。投资资产结构方面，公司投资的债务工具和权益工具占比持续下降，委托贷款占比波动上升，长期股权投资占比大幅增加。截至 2018 年末，公司投资资产净额 188.14 亿元，占资产总额的 91.99%；其中，公司信托计划投资余额 39.17 亿元，占投资资产总额的 20.70%，公司在对基础交易严格风险控制的情况下，在信托计划中配置一定的自有资金，项目主要面对资质较好、长期合作的客户，信托计划均为固定期限，主要集中在 2~3 年以内；理财产品投资余额 19.50 亿元，占投资资产总额的 10.31%，主要是公司为提高流动性备付，投资的流动性高的理财产品；权益工具投资余额 48.73 亿元，占 25.76%，主要是对基金和股权的投资；委托贷款余额 32.70 亿元，占 17.28%，主要是通过北京银行、国投财务发放的委托贷款；长期股权投资余额 20.57 亿元，主要包括公司对中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）股权的持有。2018

年，公司实现投资收益 22.23 亿元，其中股权投资收益(包含长期股权投资收益)13.39 亿元，理财产品和信托计划投资收益 4.39 亿元，基金投资收益 1.86 亿元。

资管业务方面，公司成立了包括全资子公司中投保信裕资产管理（北京）有限公司（以下简称“信裕资管”）等在内的公司资产管理业务的平台，开展资产管理业务。2017 年，信裕资管获得了私募基金全牌照，成为中国基金业协会、中国保险资产管理业协会会员。成立以来，信裕资管发挥资源整合优势，提升主动管理能力，形成以固定收益、低风险多策略组合投资、权益投资、另类投资等为主要方向的业务发展模式。面对日益趋严的监管环境，信裕资管积极适应资管新规，继续加强合规运行、主动管理，积极开拓资金渠道，引入多元化的外部资金，提高资产配置效率，创新业务领域取得积极进展，资产运行规模及收入均呈现增长态势。截至 2018 年末，公司累计发行资管产品规模 378.66 亿元；管理资产规模 195.15 亿元，当年实现资管业务收入 6682.64 万元。

金融科技业务方面，近年来，随着互联网金融的快速崛起，公司积极探索适合公司发展的金融科技展业模式，加强互联网金融平台及财富管理渠道建设，金融科技探索已取得初步成果。2015 年，公司与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司共同发起设立浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司(以下简称“网金社”)，致力于满足个人客户和中小微企业的投融资需求，目前注册资本 5667 万元，公司参股比例 27.35%。网金社开发的“付税宝”等产品，依托大数据采集、征信及风控的方式，实现了进口中小微企业全线上融资直付税款的功能，帮助企业快速通关。2017 年 11 月，公司与宁夏国投集团等共同合作发起设立的国投（宁夏）互联网小额贷款股份有限公司正式成立，取得互联网小贷牌照，并推出多条产品线，运用金融科技及大数据风控，为小微企业提供在线信贷解决方案。

总体看，公司具备较强的担保业务营运能力及创新能力，对市场具有较强的敏锐度和适应力，市场竞争优势明显。公司未来将继续依托自身的专业优势，在巩固担保业务的前提下，通过由产品服务向提供综合化资产管理服务模式转型、创新业务和盈利模式等举措持续推进业务结构优化，以实现业务的持续健康发展。此外，在传统担保业务方面，公司来自其他担保公司的竞争有所加大；同时，投资类资产中信托计划及权益工具投资规模较大，需关注相关信用及市场风险；此外，在金融去杠杆以及监管趋严的背景下，需关注各项监管政策对公司未来业务发展所带来的影响。

五、风险管理分析

公司已形成较为成熟的全面风险管理体系，董事会下设的风险审计委员会统筹公司风险管理工作；风险管理中心牵头全面风险管理工作，负责制定各项风险管理办法、业务政策，并组织实施；各个业务部门分别负责各自权限范围的风险监测。近年来，公司持续加强对系统性风险、合规性风险和流动性风险的识别和防范，积极推进业务风险的组合和限额管理，不断完善风险管理体系。此外，公司确立了按照“风险与效率”平衡的原则不断完善风险管理工作的指导思想，及时根据外部环境和自身发展变化，优化和完善风险管理工作，提升和加强风险管理能力。

信用风险和流动性风险是公司面临的主要风险。公司非常重视风险控制体系的建设与投入，根据“全面风险管理”的理念，采用项目评审、科学决策流程、项目动态跟踪管理等手段控制和管理公司风险，建立事前充分识别和准确评价，事中有效监测和计量，事后快速处置和化解的全流程覆盖机制。近年来，公司审慎把握业务创新和风险控制的关系，切实加强业务风险管理，根据政策、市场变化，以及业务品种风险特点和风险管理要求，制定并发布

了《中投保公司 2018 年业务风险策略》，制定了新的运营管理工作规范指引，及时调整业务准入标准，发布风险提示，优化业务流程，进一步加强了公司对信用风险的把控。针对风险较高的担保业务，公司建立差异化的风险控制指引：公共融资业务方面，重点关注存量业务的风险防范与化解，严格控制传统模式的纯担保公共融资类业务规模；房地产类金融担保业务方面，密切跟踪新常态背景下房地产市场分化的趋势，坚持有形抵押原则，加强对项目的精细化管理，重视房地产行业政策风险及业务的合规风险，提高主动管理能力。

流动性风险方面，近年来，公司一方面提高业务标准，优选客户，完善交易结构设计；另一方面，加强在保业务的风险排查与预警，防范突发代偿事件造成的流动性风险。公司成立公司流动性风险管理小组，逐步推动建立公司流动性风险管理机制，加强日常资金头寸管理，与在保责任流动性需求相匹配进行流动性备付管理，同时建设外部流动性资金补充渠道。2018 年，公司向北京金融资产交易所有限公司合格投资者发行挂牌金额为人民币 5.00 亿元的 2018 年度第一期债权融资计划，期限为 3 年，公司享有全部或部分赎回选择权，即在 2019 年 11 月 23 日、2020 年 5 月 23 日、2020 年 11 月 23 日、2021 年 5 月 23 日可全部或部分赎回。

1. 金融担保业务风险管理

公司目前开展的金融担保业务主要包括公共融资类担保、保本投资类产品、房地产担保以及其他金融产品担保等。为控制业务集中度风险，公司对金融产品单一客户、单一客户及关联方的最大担保金额做了明确规定。

在债券担保业务的风险管理方面，公司注重对客户资信水平的评估，并通过反担保措施和设置相关合同条款来缓释风险。公司的债券担保业务均为准市政类债券担保。在项目选择时，公司重点考察发行主体自身的还款能力、当地政府的支持力度及所在区域的发展水

平等因素。对于公共融资类担保业务，公司选择承做财政应负担的公益性项目的平台类公司，地域上优先选择沿海经济发达地区经济实力好的城市、区域性的经济中心以及受益于西部大开发的地区。目前公司在保的债券担保业务中，债券发行主体的外部信用等级主要为 AA（含）以上。此外，公司在担保合同中明确设定了以下情势变更条款：当发行主体的外部信用评级级别出现向下迁移时，发行主体应及时向公司提供一定比例的保证金；公司还可要求增加信息报送的内容和频率，以及时跟踪主体的信用变化情况。

在开展保本投资类担保业务时，公司主要选择一些经营管理能力强和资信良好的基金管理公司、信托公司等机构进行合作，以控制担保风险。公司针对保本投资类担保业务风险设有多道防御手段，保本策略较为成熟。公司与合作机构之间建立了信息沟通机制，严格监控基金管理人投资行为，确保基金管理人的投资行为符合事先约定的投资策略。公司存续期内的保本基金担保业务由公司和基金管理人共同承担连带责任，公司对基金专项风险准备金、基金管理人的自有资金未能覆盖的损失进行代偿，公司就代偿部分对基金管理人具有追索权。2017 年 1 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》后，连带责任担保机制被取消。公司存续期内的保本基金担保业务仍按基金合同的约定进行运作，但新增担保业务保障机制将有所调整，公司将无权向基金管理人进行追偿，故考虑到代偿风险的上升压力，公司不再新增保本基金业务。

公司重视金融担保项目合同条款的设立，用合同清晰地规定相关当事人的责任和权利，以规避法律风险。由于金融担保方面的法律法规尚未健全，公司经营的金融担保业务仍存在一定的法律风险。鉴于此，公司深入研究相关法律法规，并主动与监管部门进行沟通，关注与金融担保业务相关法规的发布。

2. 非金融担保业务风险管理

公司担保业务采取差异化管理，对于可以建立稳定运作模式的担保业务，公司制定专项规范，在内部形成业务平台，批量处理该类担保业务，以提高决策的效率。公司尚未建立稳定业务模式的担保业务适用一般性担保业务流程。

公司制定了较为严格的承保工作流程。首先由业务部门按照公司的承保政策对项目进行筛选并进行初评；项目经理部门总经理办公会议通过后才可立项，经中心主任办公会议通过后才能进入审批程序；由中台各部门分别对项目资质进行独立审查；然后提交审批环节，由风险管理委员会进行项目论证后交审批委员会审批。公司实行差异化审批方式，根据“业务风险度”“业务承做年限、规模及代偿率”和“业务规范建设和操作模式稳定性”三个维度，将审批方式分为简化、一般和严格三类流程。公司主要通过反担保措施来控制项目的信用风险，主要反担保措施包括保证金、抵质押、保证、权利的附条件转让等方式。在保后管理方面，公司通过账户监管、定期现场监管、重大事项监管等多种过程监控措施，加强对项目运营监管的力度和机制建设，以确保风险预警和处置的时效性，同时公司采取提前回收、转让、重组、增加风险缓释等措施加强风险处置化解。

公司对大部分政府采购担保业务客户和工程保证担保客户进行内部信用评级。在受评客户中，大部分客户内部信用等级分布于 BBB 以上。对于其他客户的担保项目，公司对项目整体进行信用风险评估。对于诉讼保全担保业务，公司制定了相应的专项操作流程，并采用委托代理的方式开展此项业务。考虑到法院立案时会以案宗进行基本分析，同时会审核案件中被申请人对保全财产的所有权，申请人发生败诉或错误保全的可能性不大，因此诉讼保全担保业务的风险较低。

总体看，公司金融担保业务和非金融担保业务采取的风险控制措施比较到位。

3. 担保组合风险

(1)项目集中度

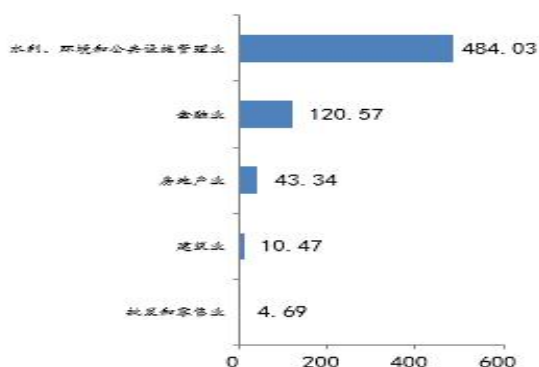
近年来，受监管政策和市场行情变化的影响，公司逐步调整担保业务结构，放缓公共融资类担保业务发展速度，控制房地产金融产品担保规模，且保本投资类担保业务到期不再新增。截至 2018 年末，公司前五大在保客户中有 4 家为市政公司，1 家为基金公司，业务品种包括公共融资类担保和保本投资类担保，担保余额合计 108.60 亿元，相当于公司净资产的 1.07 倍；单一在保客户最大担保余额为 24.20 亿元，相当于公司净资产的 0.24 倍，为保本投资类担保业务；考虑到保本基金采取较为成熟有效的比例投资组合策略，出现较大赔付损失额的可能性较小，且担保合同约定由基金管理人先行偿还，公司实际风险敞口不大，因此实际集中度风险不显著。

(2)地区及行业分布

从客户区域分布来看，公司在保客户主要集中在江苏、浙江、安徽、山东和广东，2018 年末五个省份客户的在保余额在担保余额中占比达到 75.06%，其中广东客户主要是保本投资类担保涉及的基金公司。整体看，公司担保业务存在一定的地区集中风险。

公司担保业务主要为保本投资类担保和公共融资类担保，其中公共融资类担保主要为地方基础设施建设等方面提供支持，因此公司担保业务主要集中在水利、环境和公共设施管理业、金融业和房地产业（见图 1）。

图1 2018年末公司前五大在保项目行业分布 单位：亿元



资料来源：公司提供，联合资信整理

(3)担保项目期限分布

2019年，公司担保项目到期金额较大，全年即将到期担保额215亿元，在担保余额中占比31.66%。2019年即将到期的项目包括公共融资类担保111.42亿元、保本投资类担保60.62亿元、资管产品增信18.86亿元、房地产类金融担保11.40亿元、履约担保7.32亿元、贸易及其他融资担保5.38亿元（见图2）。公司面临担保责任到期规模较大，对此公司加大监控力度，密切关注东北、西南等特殊区域的客户，尽量避免出现代偿。考虑到保本投资类担保业务发生代偿的可能性较小，同时公共融资类担保业务主要集中在经济较为发达的华东地区，且大部分在保项目已经纳入政府债务，因此上述业务的风险可控。

图2 公司在保项目到期分布 单位：亿元



注：无固定到期日的担保项目主要为担保合同中没有约定具体到期日期，公司担保责任的承担期限被动地取决于主合同执行时间的长短，主要涉及财产保全担保业务；过期项目是指担保责任实际已解除，但尚未达到项目约定的形式解除条件，主要为工程保证业务。

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 担保代偿情况

2018年，公司共发生1笔代偿，当年累计代偿额0.01亿元，为“灵芝快贷”项目；担保代偿率为0.0013%；当年累计代偿回收额0.53亿元，代偿回收率为4.24%。截至2018年末，公司应收代位追偿款总额11.92亿元，计提减值准备余额11.87亿元，应收代位追偿款净额0.05亿元。

总体看，公司较为完善的风控体系使得其担保代偿率极低。联合资信将持续关注应收代偿款的回收进展情况，以及未来几年担保项目到期金额较大可能带来的代偿风险和流动性风险。

六、财务分析

公司提供了2016—2018年合并财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。截至2018年末，公司合并财务报表合并范围包括天津中保财信资产管理有限公司、中投保资产管理无锡有限公司、中投保信裕资产管理（北京）有限公司、上海经投资产管理有限公司、中投保物流无锡有限公司、天津瑞元投资管理中心（有限合伙）、天津信祥企业管理合伙企业（有限合伙）、北京快融保金融信息服务股份有限公司、嘉兴嘉裕投资合伙企业（有限合伙）、嘉兴裕保投资合伙企业（有限合伙）、无锡日升诚投资合伙企业（有限合伙）和坤周（厦门）投资合伙企业（有限合伙），以及部分结构化主体。

1. 资本结构

公司担保业务发展资金主要来源于股东投入的资本金，此外还包括短期借款、长期借款、应付债券和准备金等，负债与所有者权益规模相当。

自成立以来，公司通过增资扩股和利润留存的方式不断扩大资本金规模。2016—2018年，公司分别分配现金股利2.45亿元、2.48亿元和

2.70 亿元，现金分红力度较高。2016—2018 年，公司可供出售金融资产公允价值变动损益分别为-0.77 亿元、1.93 亿元和-12.37 亿元，对所有所有者权益产生了一定的影响。截至 2018 年末，公司所有者权益合计 101.27 亿元，其中股本 45.00 亿元，未分配利润 21.36 亿元，其他综合收益-2.06 亿元，其他权益工具 24.90 亿元，为公司于 2017 年发行的可续期公司债券，其中品种一本金总额为 20 亿元，品种二本金总额为 5 亿元。此外，公司已于 2015 年 12 月完成股份制改造并实现新三板挂牌，融资渠道进一步拓宽。

公司负债主要来源于短期借款、长期借款、应付债券和未到期责任准备等。近年来，公司负债总额增速有所放缓，短期借款规模有所下降，长期借款和应付债券规模有所上升，负债结构有所调整。截至 2018 年末，公司负债总额 103.26 亿元，资产负债率为 50.49%，财务杠杆水平不高。

公司借款分为短期借款和长期借款。近年来，公司为保证资金来源的稳定性，主要增加三年期及以上的长期借款。截至 2018 年末，公司短期借款余额降至 0；长期借款余额 48.21 亿元，占负债总额的 46.69%，其中向国投财务借款 10.00 亿元，期限为 3 年期；通过上海信托借款 3.00 亿元，期限为 2 年期；向浙商银行借款 9.90 亿元，期限为 3 年期；向亚洲开发银行借款 20.31 亿元，为中国政府主权贷款转贷，期限主要为 13—14 年期，用于“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”；向中国工商银行借款 5.00 亿元，期限为 3 年期。为拓宽融资渠道，公司于 2016 年发行了 15.00 亿元的私募债券，于 2017 年公开发行了 5.00 亿元的公司债券，于 2018 年向北京金融资产交易所有限公司合格投资者发行 5.00 亿元的 2018 年度第一期债权融资计划。截至 2018 年末，公司应付债券余额 24.95 亿元。

公司在考虑各类担保业务风险特征的基础上，差异化计提担保赔偿准备金。近年来，随

着项目的陆续到期和代偿义务的履行，公司当年计提担保赔偿准备金呈净转回状态，年末担保赔偿准备金余额呈逐年下降趋势。2018 年，公司净转回担保赔偿准备金 0.67 亿元。截至 2018 年末，公司担保赔偿准备金余额为 3.06 亿元，未到期责任准备余额 6.27 亿元，上述两项准备金余额合计占负债总额的 9.04%。

公司其他负债主要包括应付合并结构化主体权益持有者款项、受托担保业务基金和外部往来款项等。截至 2018 年末，公司其他负债余额 14.17 亿元，占负债总额的 13.72%。其中，应付合并结构化主体权益持有者款项余额 5.50 亿元，受托担保业务基金余额 2.85 亿元，外部往来款项余额 3.90 亿元。

总体看，公司资本实力较强，资金来源比较稳定，融资渠道畅通，且负债结构持续优化，有助于公司保持必要的偿付能力和流动性水平。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，但增速有所放缓。截至 2018 年末，公司资产总额 204.53 亿元，资产类别以投资资产为主（见附录 3：表 2）。

在资金运营方面，公司对长期投资和中短期投资分别制定了相应的投资管理办法和投资策略。近年来，为提升资金收益率，公司加大投资力度，投资资产规模保持增长，但增速有所放缓，占资产总额的比重波动上升。截至 2018 年末，公司投资资产余额 188.14 亿元，占资产总额的 91.99%。公司资金主要投向信托计划和理财产品、委托贷款、长期股权投资以及股票、基金等权益工具，另有部分投资性房地产和债券等。

近年来公司信托计划投资规模波动上升，但占投资资产总额的比重波动下降。截至 2018 年末，公司信托计划投资余额 39.17 亿元，占投资资产总额的 20.70%。为提高流动性备付，公司投资了一定量流动性高的理财产品。截至

2018 年末，公司理财产品投资余额 19.50 亿元，占投资资产总额的 10.31%。近年来，为提高资产收益率，公司加大权益工具的投资力度。截至 2018 年末，公司权益工具投资余额 48.73 亿元，占投资资产总额的 25.76%，其中基金和股权投资分别为 36.93 亿元和 7.89 亿元，权益工具投资面临的市场风险值得关注。公司持有的债券主要是国债、金融债等信用级别较高以及流动性较好的债券。截至 2018 年末，公司债券投资余额 6.29 亿元，占投资资产总额的 3.33%。公司将债券、信托计划、理财产品以及权益工具投资划分至以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收款项类投资和可供出售金融资产科目项下，其中 2018 年应收款项类投资（不包括委托贷款）和可供出售金融资产科目未计提减值准备。

近年来，公司委托贷款投资规模大幅增长，2018 年新增 5 笔委托贷款，分别为公司通过国投财务向国投生物科技投资有限公司发放委托贷款 3.00 亿元，通过北京银行向北银金融租赁有限公司发放委托贷款 4.97 亿元，通过北京银行向亿利洁能科技有限公司发放委托贷款 1.82 亿元，通过北京银行向华夏金融租赁有限公司发放委托贷款 1.00 亿元，通过北京银行向内蒙古岱海发电有限责任公司发放委托贷款 3.00 亿元。截至 2018 年末，公司委托贷款总额 32.70 亿元，占投资资产总额的 17.28%。公司将委托贷款投资划分至应收款项类投资科目项下，2018 年末减值准备余额 0.50 亿元。

2018 年以来，公司将所持有的中金公司股权转为长期股权投资，按照权益法核算，导致长期股权投资余额明显上升，2018 年末公司长期股权投资余额 20.57 亿元。

近年来，公司投资性房地产规模略有下降，主要是由于公司持有的因担保业务追偿获得的商业楼宇资产达到确认条件，由在建工程转为投资性房地产计提折旧所致。截至 2018 年末，公司投资性房地产总额 7.84 亿元，占投资资产总额的 4.15%。

近年来，受早期钢贸融资担保业务发生系统性风险，以及宏观经济下行期，部分商贸、物资、制造业企业经营困难的影响，部分企业难以正常还本付息；但得益于公司采取较为有力的资产保全和追偿措施，使用民事诉讼与刑事制裁相结合的手段，推进资产抵债、债务重组和经营、拍卖回收等相关工作，部分应收代位追偿款实现收回。近年来，公司应收代位追偿款总额持续减少。截至 2018 年末，应收代位追偿款总额 11.92 亿元，计提坏账准备余额 11.87 亿元，应收代位追偿款净额 0.05 亿元。

公司其他类资产主要包括固定资产、受托管理的担保业务基金和应收第三方款项等。截至 2018 年末，公司其他类资产余额 9.09 亿元，占资产总额的 4.44%，其中固定资产余额 3.01 亿元，受托管理担保业务基金余额 2.85 亿元，应收第三方款项余额 1.77 亿元。

总体看，公司投资力度较大，实现了较好的投资收益。另一方面，公司投资委托贷款规模快速上升，在宏观经济增速放缓的背景下，需关注相关资产质量的变化情况；同时，随着资管新规的逐步推行，其持有的理财产品和信托计划所面临的信用风险以及权益工具受证券市场行情波动的影响值得关注。

3. 盈利能力

公司营业收入主要包括担保业务收入和投资收益。近年来，在投资收益增长带动下，公司营业收入快速增长。2018 年，公司将所持有的中金公司股权转为长期股权投资核算，导致确认的投资收益增幅明显，营业收入随之大幅增长。2018 年，公司实现营业收入 28.74 亿元（见附录 3：表 3）。公司担保业务收入主要来自金融担保业务收入，近年来公司根据其战略和市场变化推进担保业务结构调整工作，受保本投资类业务存续产品陆续到期及新业务品种尚处于培育期的影响，公司担保业务收入逐年下降。2018 年，公司实现担保业务收入 5.74 亿元，占营业收入的 19.99%。近年来，公司长期

投资项目退出形成了良好回报，同时，公司稳健运作投资业务，加强流动性管理，适时调整资产配置和投资比例，加强与担保增信等业务板块的协同，加之中金公司股权转为长期股权投资核算，投资收益实现快速增长。2018 年，公司实现投资收益 22.23 亿元，占营业收入的 77.35%，投资收益对营业收入的贡献度上升明显；其中股权投资收益（包含长期股权投资收益）13.39 亿元，理财产品和信托计划投资收益 4.39 亿元，基金投资收益 1.86 亿元。

公司营业支出以业务及管理费、利息支出和提取担保赔偿准备金为主。公司提取的担保赔偿准备金主要包括已发生未报案和已发生已报案赔偿准备金。已发生未报案赔偿准备金指公司对未到期的担保合同风险敞口损失，以及已发生潜在违约尚未代偿的担保赔案提取的准备金；已发生已报案赔偿准备金指公司根据所承担的风险敞口及对违约概率、违约损失率的判断，对已发生已报案和赔案采取逐案估损法计提的准备金。近年来，公司营业支出波动上升，2018 年营业支出 7.76 亿元，其中业务及管理费 4.43 亿元，利息支出 3.55 亿元，提取担保赔偿准备金 -0.91 亿元；费用收入比为 15.43%，成本控制能力处于较好水平。

得益于投资收益的快速增长，公司净利润加速增长。2018 年，公司实现净利润 18.61 亿元；从收益率指标来看，公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 9.39% 和 18.46%。

总体看，得益于中金公司股权转为长期股权投资核算确认的投资收益，公司收入和利润快速增长；但受担保业务结构调整的影响，担保业务收入逐年下降，未来其盈利水平的可持续性有待观察。

4. 资本充足性及代偿能力

公司面临的偿付压力主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞

口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，近年来公司经营活动现金流净流入规模有所波动，2017 年，由于公司资管业务收入增加，处置部分抵债资产以及收回中粮信托借款保证金，经营性现金流净流入规模有所增加；2018 年以来，由于公司新增担保业务投放力度有所减缓，担保业务产生的现金收入有所减少，导致经营性现金流净流入转为净流出。投资活动现金流方面，2017 年，公司资金规模得到增强，投资及资产配置规模增加，导致投资性现金净流出规模上升；2018 年以来，公司投资力度有所减弱，导致投资性现金净流出规模下降明显。筹资活动现金流方面，2017 年，公司增加长期借款，以及发行永续期债券和小公募债券，导致筹资性现金净流入规模大幅增加；2018 年以来，公司新增借款及发行债券规模大幅下降，导致筹资性现金净流入规模大幅下降。整体看，公司现金流趋紧，但考虑到国投对其的流动性支持以及畅通的银行授信渠道，公司面临的流动性风险可控（见附录 3：表 4）。

近年来，公司净资本规模有所波动，主要是由于 2017 年公司发行永续期公司债券募集资金 25.00 亿元，导致当年净资本规模有所上升；2018 年以来，随着投资资产规模的增长，其净资本规模有所下降。截至 2018 年末，公司净资产余额 101.27 亿元，净资本余额 35.66 亿元；净资本比率为 35.22%（见附录 3：表 5）。近年来，随着在保余额的下降，公司担保业务杠杆倍数随之下降。截至 2018 年末，公司净资产担保倍数为 6.70 倍，净资本担保倍数为 19.04 倍；剔除保本投资类担保业务以及非融资担保业务后，公司融资性担保倍数为 5.95 倍，监管口径的融资性担保放大倍数为 4.25 倍。

联合资信根据公司的担保业务风险特性、

客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，公司 2018 年末的资本覆盖率为 82.08%，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度较充足。

七、股东支持

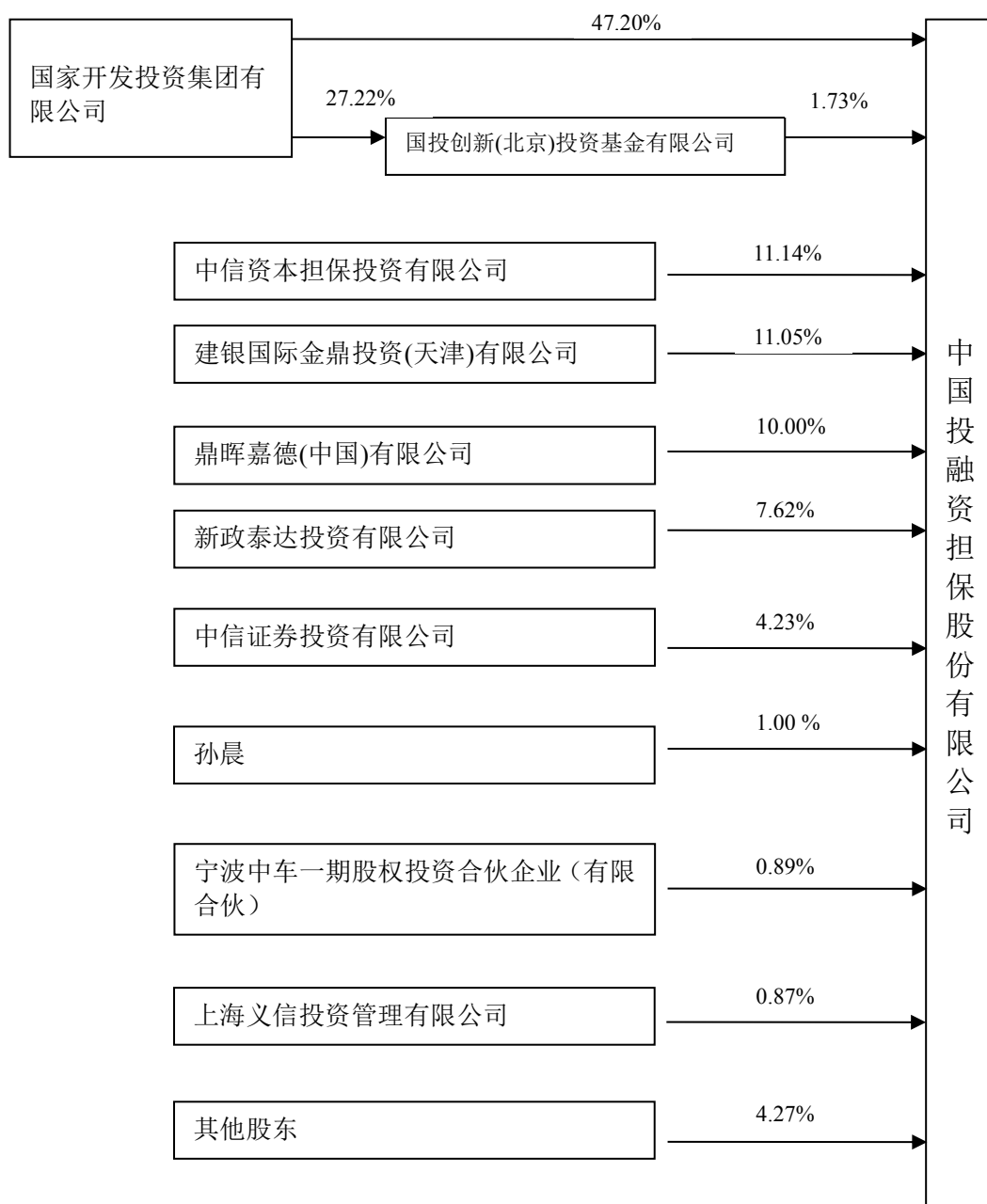
作为公司第一大股东，国投视公司为其金融板块中的重要组成部分，承诺将长期维持控股股东地位，并将在公司经营与发展过程中面临流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。国投是国内最大的国有投资控股公司和 53 家骨干中央企业之一，其业务范围涉及实业、金融服务业、国有资产经营等领域。截至 2018 年末，国投资产总额 5840 亿元，注册资本 338 亿元；2018 年实现合并收入 1358 亿元，利润 193 亿元。近年来，国投通过短期借款和长期借款的形式向公司提供流动性支持。总体看，国投资本实力雄厚，对公司支持力度较大，在一定程度上能够提升公司的担保实力和信用水平。

八、评级展望

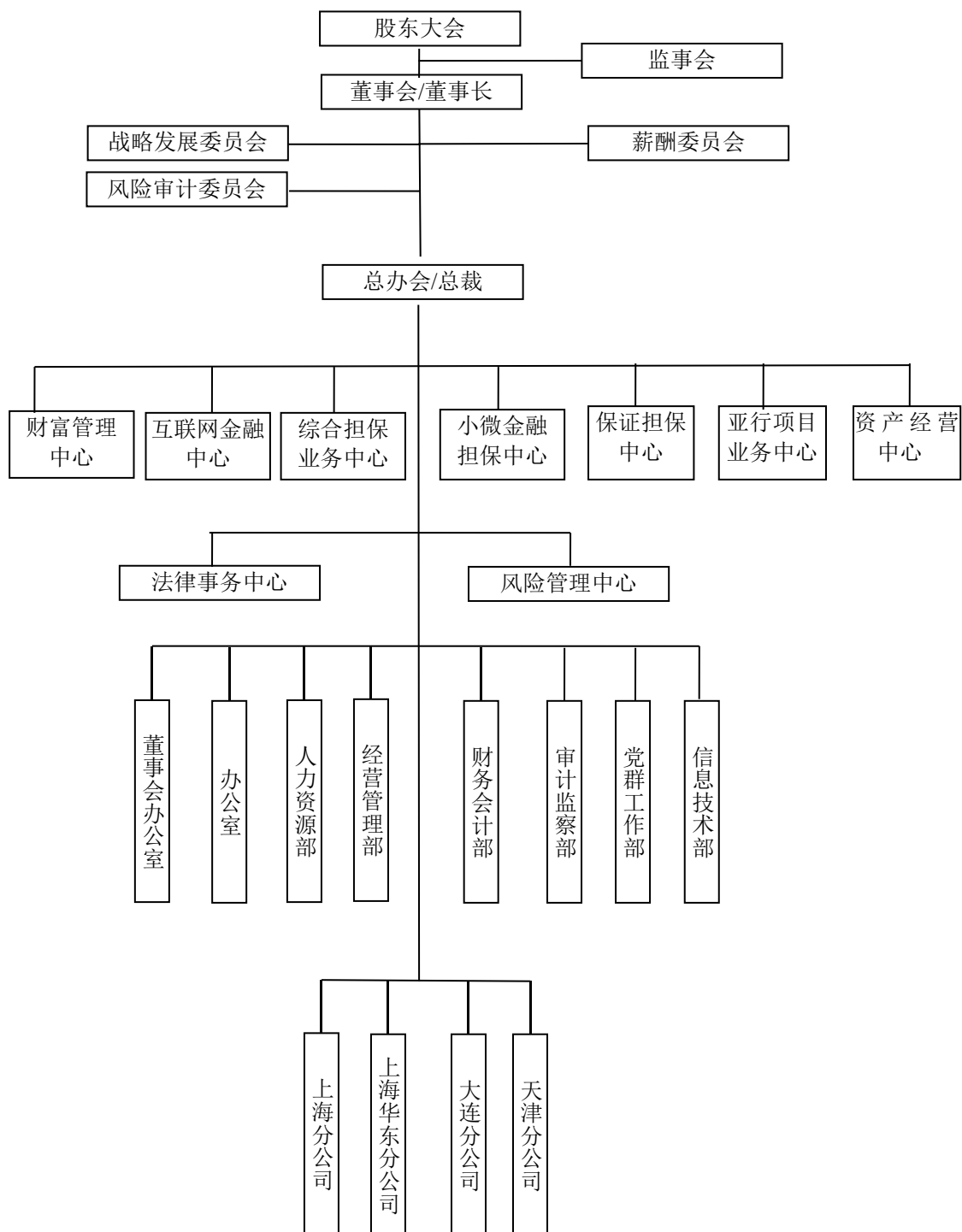
公司是国内首家全国性专业信用担保机构。自成立以来，公司凭借丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力以及资本实力，在债券担保、保本基金担保等资本市场担保领域具有明显竞争优势。近年来，新三板成功挂牌以及私募债、公募债和永续期公司债的发行，进一步拓宽了公司的融资渠道；公司积极打造“信用增进、资产管理、金融科技”协同发展的战略布局，在巩固担保业务的前提下，持续推进业务转型和创新，在小微金融担保和绿色金融、信用增进以及金融科技等领域取得成效；投资业务规模快速增长，并实现较好收益；资

产管理业务发展势头良好。另一方面，目前公司积极推进业务结构转型，主动收缩担保业务，受存续业务陆续到期及新业务品种尚处于培育期的影响，担保业务收入逐年下降，需关注未来业务结构转型成效及对其盈利的影响；同时，公司投资资产中信托计划及权益工具投资规模较大，面临的信用风险及市场风险值得关注。总体看，在未来一段时间内公司的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织结构图



附录3 主要财务数据及指标

表1 公司商业性担保业务发展情况 单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
当期担保发生额	146.19	168.30	554.22
期末在保余额	678.98	1263.98	1873.82
金融产品担保在保余额	647.13	1246.07	1857.31
其中：保本投资类担保	60.61	456.27	978.55
公共融资类担保	477.47	719.68	813.68
房地产金融产品担保	33.90	19.80	6.80
其他金融产品担保	75.14	50.32	58.28
非金融产品担保在保余额	31.86	17.91	16.51
其中：诉讼保全担保	4.23	4.24	4.26
工程保证	7.79	1.67	1.72
政府采购履约保证	3.55	0.31	0.30
政府采购融资担保	0.12	0.25	0.52
其他领域融资性担保	16.16	11.45	9.71

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差
资料来源：公司提供，联合资信整理

表2 公司资产构成情况 单位：亿元/%

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金(含定期存款)	7.26	3.55	14.31	7.47	3.17	2.43
投资资产	188.14	91.99	169.66	88.53	117.66	90.18
其中：交易性金融资产	9.24	4.52	2.14	1.12	0.35	0.27
买入返售金融资产	2.38	1.16	2.01	1.05	-	-
可供出售金融资产	103.46	50.59	122.30	63.81	92.43	70.84
应收款项类投资	45.20	22.10	35.21	18.37	17.19	13.18
投资性房地产	7.28	3.56	7.50	3.91	7.64	5.85
长期股权投资	20.57	10.06	0.50	0.26	0.05	0.04
应收代位追偿款	0.05	0.02	0.33	0.17	1.28	0.98
其他类资产	9.09	4.44	7.35	3.84	8.36	6.40
资产总额	204.53	100.00	191.65	100.00	130.47	100.00

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差
资料来源：公司提供，联合资信整理

表3 公司盈利指标 单位：亿元/%

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	28.74	16.89	14.02
担保业务收入	5.74	6.54	6.84
减：分出保费	0.06	0.05	0.03
投资收益	22.23	9.69	6.91
营业支出	7.76	7.97	5.88
提取担保赔偿准备金	-0.91	0.45	0.32
业务及管理费	4.43	3.94	3.82
净利润	18.61	6.85	5.99
费用收入比	15.43	23.36	27.29

平均净资产收益率	18.46	9.31	9.18
平均资产收益率	9.39	4.45	5.11

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 4 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性现金流量净额	-0.99	0.86	0.21
投资性现金流量净额	-11.75	-37.09	-22.20
筹资性现金流量净额	6.18	47.72	21.87
现金及现金等价物净增加额	-6.94	11.44	-0.10
现金及现金等价物余额	7.32	14.25	2.81

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 5 公司资本充足性和代偿能力 单位：亿元/倍/%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
净资产	101.27	100.29	66.64
净资本	35.66	48.85	33.43
净资产担保倍数	6.70	12.60	28.12
净资本担保倍数	19.04	25.87	56.05
融资性担保倍数	5.95	7.99	13.34
融资性担保放大倍数	4.25	6.37	4.06
净资本比率	35.22	48.71	50.16
资本覆盖率	82.08	75.37	40.33

注：融资性担保倍数=(担保余额-保本投资类担保余额-非融资性担保余额)/净资产；融资性担保放大倍数为监管口径

资料来源：公司提供，联合资信整理

附录 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	业务及管理费/营业收入
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保余额倍数	担保余额/净资产
净资本担保余额倍数	担保余额/净资本
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附录 5-1 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等（投资级）包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等（投机级）包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等（破产级）包括一个信用级别，即 C 级。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高于或略低于本等级。各等级含义如下：

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 中国投融资担保股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在中国投融资担保股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国投融资担保股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。中国投融资担保股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，中国投融资担保股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国投融资担保股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中国投融资担保股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国投融资担保股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国投融资担保股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

信用等级公告

联合[2018] 1989 号

联合资信评估有限公司通过对海宁市资产经营公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海宁市资产经营公司主体长期信用等级为 AA⁺，“14 海宁资产 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十五日



海宁市资产经营公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

 本次主体长期信用等级: AA⁺

 上次主体长期信用等级: AA⁺

债券名称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 海宁资产 MTN001	10 亿元	2019/9/24	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	65.53	66.55	66.25	79.12
资产总额(亿元)	702.37	769.80	796.32	794.08
所有者权益(亿元)	282.55	326.41	344.35	353.93
短期债务(亿元)	54.48	53.27	53.11	54.68
长期债务(亿元)	231.62	254.59	248.16	257.66
全部债务(亿元)	286.10	307.86	301.27	312.34
营业总收入(亿元)	43.97	49.73	64.38	18.42
利润总额(亿元)	10.07	10.38	5.09	2.95
EBITDA(亿元)	26.16	27.15	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	-4.01	9.68	48.85	11.17
营业利润率(%)	29.51	22.94	13.35	18.91
净资产收益率(%)	2.77	2.47	0.95	--
资产负债率(%)	59.77	57.60	56.76	55.43
全部债务资本化比率(%)	49.51	47.29	46.66	46.88
流动比率(%)	223.18	256.28	222.44	249.03
全部债务/EBITDA(倍)	10.59	10.79	14.61	--
经营现金流动负债比(%)	-2.33	5.66	26.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	1.92	1.30	--

注: 1、公司 2018 年一季度财务数据未经审计;

2、已将其其他流动负债中的有息部分和长期应付款计入公司有息债务。

分析师

文中 崔俊凯 马 颖

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

海宁市资产经营公司(以下简称“公司”)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,区域垄断优势明显。跟踪期内,海宁市经济稳步增长、财政实力逐步增强,政府债务负担进一步减轻,为公司持续发展提供良好的外部环境;跟踪期内,公司持续获得政府在资金注入、资产划入以及政府补助方面的大力支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司房屋租赁受市场行情不景气影响、利润空间进一步下滑、债务规模持续增长、对外担保比率高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着海宁市基础设施投资开发建设持续推进,公司下属两家上市子公司海宁中国皮革城股份有限公司和浙江钱江生物化学股份有限公司,能形成稳定的收入来源,另外,多元化业务持续发展,公司整体经营规模有望持续。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA、现金类资产以及经营活动现金流入量规模大,对“14 海宁资产 MTN001”债券余额保障能力强。

综合考虑,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,“14 海宁资产 MTN001”信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,海宁市区域经济持续发展,财政实力逐步增强,为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司作为海宁市重要的基础设施建设的投资主体和国有资产运营平台,区域垄断优势明显,跟踪期内,在资金、资产划入以及政府补助等方面持续获得海宁市政府有力的支持。

3. 跟踪期内，公司EBITDA、现金类资产以及经营活动现金流入量规模大，对“14海宁资产MTN001”债券余额保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，受皮革行业景气度不高影响，公司商品销售和房屋租赁业务收入同比下滑，盈利能力下降。
2. 跟踪期内，公司投资建设开发资金需求较大，导致公司债务规模处于较高水平，存在较大的对外筹资压力。
3. 公司对外担保规模较大，担保比率高，存在一定或有风险。
4. 跟踪期内，政府补助对公司利润总额贡献大，自身盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由海宁市资产经营公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

海宁市资产经营公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于海宁市资产经营公司及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2017年9月19日，海宁市资产经营公司（以下简称“公司”）发布《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牌子，海宁市国有资产监督管理局代表海宁市政府行使企业国有资产出资人的职责，公司的实质控制人变更为海宁市国有资产监督管理局。截至2018年3月底，公司注册及实收资本均为20.00亿元，海宁市国有资产监督管理局（以下简称“海宁市国资局”）是公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围、职能定位、部门设置未发生变化。截至2018年3月底，公司纳入合并范围内一级子公司21家。

截至2017年底，公司资产总额796.32亿元，所有者权益344.35亿元（含少数股东权益58.72亿元）；2017年，公司实现营业总收入64.38亿元，利润总额5.09亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额794.08亿元，所有者权益353.93亿元（含少数股东权益59.34亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入18.42亿元，利润总额2.95亿元。

公司注册地址：海宁市海州街道水月亭西路336号；法定代表人：曹立群。

三、存续债券及其募集资金使用情况。

截至跟踪评级日，“14海宁资产MTN001”

债券余额10.00亿元，已于2017年9月24日完成付息，募集资金已全部用于置换公司的银行借款。

表1 跟踪评级债券情况（单位：亿元、年）

债券简称	债券余额	起息日	期限
14 海宁资产 MTN001	10.00	2014-09-24	5

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，中国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种

货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

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

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

居民消费维持较快增长态势。2017年，中国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，中国居民人均可支配收入25974元，同比名

义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

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

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政

府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施

的城市基础设施投资建设过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

行业政策

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

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

表2 2017年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。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7月	全国金融工作会议	
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。

资料来源：联合资信整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了

总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

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

2. 区域经济环境

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

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

2017年，海宁市实现规模以上工业增加值317.98亿元，比上年增长10.7%。2017年，海宁市完成固定资产投资591.05亿元，比上年增长11.0%，其中，第一产业投资1.97亿元，下降19.6%；第二产业投资278.31亿元，增长10.3%；第三产业投资310.77亿元，增长11.9%。

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

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

六、基础素质分析

公司作为海宁市基础设施建设主体和国有资产运营平台，其业务具有区域垄断优势，公司在跟踪期内持续获得政府支持，主要表现在：2017年，公司及其下属子公司获得政府的资金以及资产划入合计16.55亿元，计入公司的“资本公积”；公司持得政府补助和税收返还合计

15.84亿元，计入公司的“其他收益”；收到政府补贴0.21亿元，计入公司的“营业外收入”。

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，公司无不良信用记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员发生多次变动和调整。

2017年5月24日，经海宁市人民政府决定，免去许建明先生公司董事长、总经理职务，任命蒋雪标先生为公司董事长、总经理。

2017年6月9日，经海宁市人民政府决定，免去蒋雪标先生公司董事长、总经理职务。

2017年7月3日，经海宁市人民政府决定，任命曹立群先生为公司董事长、总经理。

曹立群先生，生于1966年12月，大学学历，曾任海宁市财政局袁花财税税务专管员，稽征管理科、检查科、征收管理科科员，市地税局征收管理科副科长、科长、稽查局副局长等职，现任海宁市财政局党委委员、副局长、地税局副局长、海宁市财政局党委副书记。

上述公司主要管理人员的变动，可能会对公司经营管理带来一定的影响，联合资信将持续关注。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为重要的海宁市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丰，收入主要来源为房屋销售、房屋租赁以及物业管理等。

2017年，公司实现主营业务收入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公司的重要收入来源。公司的房屋销售收入分别由安置房、商铺、商品房以及商业房地产等收入构成，2017年，公司确认房屋销售收入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；公司实现房屋租赁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，公司商品销售实现收入3.60亿元，同比下降20.53%；公司实现土地开发收入5.24亿元，同比增长21.30%，主要系包干费上调所致；公司实现水务收入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。

毛利率方面，2017年，公司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；水务收入毛利率快速增至-54.20%，但仍为负值，主要系当年污水处理费收入计入了公司营业收入，但是公司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，公司实现主营业务收入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%。

跟踪期内，房屋销售及房屋租赁仍是公司收入主要来源，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，公司整体盈利能力仍较弱。

表3 公司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	133294.82	28.44	27.59	242053.44	39.30	12.38	66757.57	38.17	9.84
房屋租赁	94314.62	20.12	66.74	70028.37	11.37	52.57	26742.87	15.29	57.45
商品销售	45282.34	9.66	8.39	36025.89	5.85	6.82	5615.90	3.21	9.08
物业管理	48120.66	10.27	77.13	47600.83	7.73	65.64	270.05	0.15	-146.15
生物制品业	28900.31	6.17	24.70	31243.82	5.07	21.83	5959.69	3.41	13.52
土地开发收入	43235.58	9.23	-1.06	52357.47	8.50	0.51	13283.10	7.59	42.49
水务收入	23572.88	5.03	-109.86	44403.47	7.21	-54.50	8744.76	5.00	-32.60
其中：水费收入	21975.84	4.69	-16.45	31584.99	5.13	0.22	5016.92	2.87	-32.42
其中：污水处理收入	1597.04	0.34	-1395.25	12818.48	2.08	-189.32	3727.84	2.13	-32.83
燃气收入	21158.04	4.51	0.05	31150.32	5.06	0.55	10071.87	5.76	0.39
热电行业	12203.62	2.60	29.76	14592.04	2.37	17.06	3481.25	1.99	4.85
给排水施工	7847.79	1.67	14.42	31990.08	5.19	-7.01	9727.85	5.56	8.22
其他收入	10727.69	2.29	43.64	14503.48	2.35	47.81	24262.09	13.87	35.02
合计	468658.35	100.00	27.92	615949.21	100.00	14.73	174917.00	100.00	20.10

资料来源：公司提供

2. 业务运营分析

(1) 基础设施建设业务

公司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。公司目前的在建项目均为建成后自持，无政府代建回购项目。

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”）是公司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。对于公司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，资金缺口由公司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公司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公司城

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”。

子公司海宁市交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）是公司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，公司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4 截至2018年3月底公司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月底已完成投资	未来投资计划		
				2018年	2019年	2020年
海州路东延（碧云路至08省道）	19957.00	2018.12	19272.00	685.00	--	--
西山路延伸（海宁一中-环西二路）	19455.00	2018.12	15551.00	3904.00	--	--
平阳路（农丰路-海昌路，智丰路-文苑路）	10138.00	2018.12	2360.00	7778.00	--	--
洛塘河新开河段北侧（文苑路-农丰路）景观绿化工程	10000.00	2018.12	4210.00	5790.00	--	--
新建中心菜场项目	17588.00	2019.5	10905.00	2300.00	4383.00	--
易地新建丁桥初中工程	12742.00	2019.11	0.00	6800.00	5942.00	--
许村布艺小镇艺创中心（南区）	26097.00	2020.6	6000.00	7000.00	10000.00	3097.00
许村布艺小镇艺创中心（北区）	49811.00	2020.12	3000.00	10000.00	20000.00	16811.00
长安镇桑亭路（胡长公路）工程	32856.00	2018.12	24801.00	8055.00	--	--
合计	198644.00	--	86099.00	52312.00	40325.00	19908.00

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至2017年底，公司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，跟踪期内，公司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5 截至2018年3月底公司未来拟建项目情况（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）	7800.00	2018.9-2019.11	1000.00	6800.00
农丰路（长丰路—平阳路）	4100.00	2018.10-2019.12	900.00	3200.00
联合路（海涛路—攀龙桥）	5100.00	2018.8-2019.10	500.00	4600.00
水月亭路（赵家漾路-海昌路）改造工程	4200.00	2018.6-2019.7	2100.00	2100.00
洛塘河北侧绿化（文苑路—海宁大道）	8500.00	2018.9-2019.12	1000.00	7500.00
新开洛塘河两侧堤防绿化（海涛路至08省道）	5200.00	2018.6-2019.7	3000.00	2200.00
浙大国际学院北侧绿化景观一期工程	6500.00	2018.6-2019.7	2300.00	4200.00
合计	41400.00	--	10800.00	30600.00

资料来源：公司提供

（2）土地整理业务

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

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

土地整理包干费用（即土地整理收入）方

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

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

表 6 公司土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

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

资料来源：公司提供

注：公司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。

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

行情等因素的影响。

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

（3）房屋销售业务

公司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，公司房屋销售实现收入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，公司房屋销售实现收入6.68亿元，毛利率9.84%。

安置房销售

公司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7 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	37822.35	87871.17	12363.36

资料来源：公司提供

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。由于跟踪期内月亮湾、江南世家、人民花苑三个安置房交付实现销售，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（公司计入“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 8 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	24996.00	23116.00	1880.00	1880.00	--	--
双凤二期安置房	2013.3~2018.6	102343.00	65164.00	37179.00	34433.00	2746.00	--
伊桥二期安置房	2012.12~2018.12	116900.00	78890.00	38010.00	8810.00	18000.00	11200.00
红纸坊安置房	2016.11~2019.8	15106.00	13000.00	2106.00	2106.00	0.00	--
怡景湾	2017.12~2020.1	105000.00	47776.00	57224.00	42424.00	14800.00	--
合计	--	364345.00	227946.00	136399.00	89653.00	35546.00	11200.00

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，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，公司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，公司主要在建及拟建安置房项目投资规模大，公司存在较大的筹资压力。

商品房销售

公司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，公司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。跟踪期内，公司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 25000 万元，开发周期为 2010 年 1 月至 2013 年 1 月，已于 2013 年 9 月竣工完成。项目设计建筑面积 56131.4 平方米。截至 2018 年 3 月底，该楼盘已销售完毕，累计实现销售收入 3.66 亿元。

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，公司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12500万元，开发周期为2016~2018年，设计建筑面积71809.48平方米。截至2018年3月底，已完成投资6410万元。公司未来暂无拟建商业房地产项目。

商业房地产销售

公司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，公司安置房配套商铺规划可销售面积为 104207.38 平方米，已确认收入面积为 37764.86 平方米。2017 年，该业务板块实现收入 1.70 亿元；由于跟踪期内有部分商铺用于安置，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。公司商业地产板块未来投资规模一般。

商铺及配套物业销售

公司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，公司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，跟踪期内，公司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，公司未来收入仍将以安置房销售为主，盈利能力较弱。

（4）房屋租赁业务

公司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，公司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。跟踪期内，公司房屋出租率为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世家成交价格、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，公司实现房屋租赁收入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，公司实现房屋租赁收入2.67亿元，毛利率为57.45%。

（5）商品销售业务

公司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，公司实现商品销售收入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，公司实现商品销售收入5615.90万元，毛利率9.08%。

（5）物业管理业务

公司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%。

（6）生物制品业业务

公司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。公司直接持有钱江生化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11000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9500吨和7600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，公司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9 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
硫酸粘杆菌素（吨）	500.00	307.43	61.49	500.00	342.22	68.44	500.00	11.49	9.19

资料来源：公司提供

跟踪期内，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。

（7）水务业务

公司子公司海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）是公司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，公司实现水务收入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公

司现全作为公司正常的经营收入）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公司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，公司实现水务收入0.87亿元，毛利率为-32.60%。

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8100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5016.92万元，毛利率为-32.42%。

污水处理

公司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1694公里。2017年，水务集团污水处理量为9723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3727.84万元，毛利率为-32.83%。

总体看，跟踪期内，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。

（8）其他业务

公司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，是公司收入的重要补充部分。

2017年，公司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，公司实现上述业务收入4.75亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了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。公司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，合并范围内一级子公司21家。2017~2018年1~3月，公司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，公司资产总额796.32亿元，所有者权益344.35亿元（含少数股东权益58.72亿元）；2017年，公司实现营业收入64.23亿元，利润总额5.09亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额794.08亿元，所有者权益353.93亿元（含少数股东权益59.34亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入18.40亿元，利润总额2.95亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额796.32亿元，同比增长3.44%，其中流动资产（占50.95%），非流动资产（占49.05%）。

表10 2016~2017年公司资产构成情况

（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	438.20	56.92	405.72	50.95
货币资金	66.28	8.61	65.89	8.27
其他应收款	104.28	13.55	93.65	11.76
存货	226.13	29.38	214.51	26.94
非流动资产	331.60	43.08	390.60	49.05
可供出售金融资产	40.55	5.27	49.59	6.23
投资性房地产	72.93	9.47	70.27	8.82

固定资产	57.30	7.44	67.28	8.45
在建工程	100.48	13.05	125.99	15.82
资产总额	769.80	100.00	796.32	100.00

资料来源：公司审计报告&联合资信整理

流动资产

2017 年底，公司流动资产 405.72 亿元，同比下降 7.41%，主要来自其它应收款和存货的下降，公司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。

2017 年底，公司货币资金 65.89 亿元，同比小幅下降 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于质押和保证金，为公司的受限资金。总体看，公司受限资金规模较小，对资金占用影响较小。

2017 年底，公司其他应收款 93.65 亿元，同比下降 10.20%，主要系公司于当年收回了部分往来款所致。公司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。公司其他应收款规模较大，对公司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 11 公司其他应收款金额前 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	344103.85	36.32
海宁市土地收储中心	土地收储款	128604.61	13.58
海宁盐官百里钱塘观潮景区管理委员会	往来款	78664.70	8.30
海宁市旧区有机更新开发有限公司	往来款	65122.65	6.87
杭州至海南城际铁路建设指挥部	往来款	38500.00	4.06
合计	--	654995.81	69.13

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 214.51 亿元，同比下降 5.14%，主要为在建开发成本和开发产品等，主要包括保障安置房和土地整理成本。公司累计计提跌价准备 364.10 万元。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产 390.60 亿元，同比增长 17.79%，主要来自在建工程 and 无形资产的增长；公司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。

2017 年底，公司可供出售金融资产 49.59 亿元，同比增长 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。

2017 年底，公司长期股权投资 25.45 亿元，同比增长 15.51%，主要系公司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。

2017 年底，公司固定资产 67.28 亿元，同比增长 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。

2017 年底，公司投资性房地产 70.27 亿元，同比下降 3.64%，主要为海宁皮革城对外出租的商铺等房产。

2017 年底，公司在建工程 125.99 亿元，同比增长 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。

2017 年底，公司无形资产 19.55 亿元，同比增长 352.04%，主要系公司子公司紫光水务、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。

2018 年 3 月底，公司资产总额 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,公司货币资金 78.86 亿元,较 2017 年底增长 19.69%,主要来自公司于 2018 年 3 月 14 日发行 6 亿元“18 海宁资产 MTN001”;公司无形资产 13.02 亿元,较 2017 年底下降 33.40%,主要系公司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。

2018 年 3 月底,公司受限资产共计 42.95 亿元,占所有者权益 12.14%,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。

跟踪期内,公司资产规模小幅增长,资产结构保持稳定。公司货币资金较为充足,但是其他应收款规模较大,对资金形成较大的占用,存货占比较高,且主要以开发成本为主,变现能力较弱;在建工程、投资性房地产及固定资产规模较大。公司整体流动性较弱,资产质量一般。

3. 负债及所有者权益构成

所有者权益

2017 年底,公司所有者权益 344.35 亿元,同比增长 5.50%,主要来自资本公积和未分配利润的增长;公司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。

2017 年底,公司资本公积 221.08 亿元,同比增长 7.06%,主要来自根据海财会【2017】101 号、103 号和 104 号等文件,公司合计收到海宁市人民政府各类形式的资金、资产划入 16.55 亿元,另外,受到子公司(社发集团)减少注册资本、海宁皮城取得长期股权投资的会计处理减少资本公积以及交投集团收到划拨房屋计提折旧减少资本公积等事项的影响,公司资本公积合计减少 1.97 亿元。

2018 年 3 月底,公司所有者权益 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。

跟踪期内,受海宁市人民政府资金及资产划入的影响,公司资本公积有所上升,公司所有者权益稳定性较好。

负债

2017 年底,公司负债总额 451.97 亿元,同比小幅增长 1.94%,其中流动负债占 40.36%、非流动负债占 59.64%。公司负债结构以非流动负债为主。

2017 年底,公司流动负债 182.39 亿元,同比增长 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;公司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%)和一年内到期非流动负债(占 19.79%)为主。

2017 年底,公司应付账款 31.34 亿元,同比下降 9.03%,主要系公司结算部分工程款项所致。

2017 年底,公司预收款项 21.51 亿元,同比增长 18.72%,主要为海宁皮城商铺租金以及房地产项目预缴订金。

2017 年底,公司其他应付款 63.42 亿元,同比增长 16.98%,主要系往来款增加所致。

2017 年底,公司一年内到期的非流动负债 36.10 亿元,同比增长 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。

2017 年底,公司其他流动负债 13.99 亿元,同比下降 27.83%,主要系公司偿付了部分短期融资券所致,公司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公司有息债务中。

2017 年底,公司非流动负债 269.58 亿元,同比下降 1.04%,主要以长期借款(占 25.70%)、应付债券(占 47.75%)和长期应付款(占 18.61%)为主。

2017 年底,公司长期借款 69.28 亿元,同

比下降 19.49%，主要为抵押、质押和保证等方式取得的银行借款。

2017 年底，公司应付债券 128.72 亿元，同比增长 11.72%，公司于 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。

2017 年底，公司长期应付款 50.16 亿元，同比下降 5.94%，主要为政府置换债券转贷。已计入公司有息债务。

2017 年底，公司专项应付款 14.49 亿元，同比增长 25.35%，为政府拨付的专项配套资金。

2018 年 3 月底，公司负债总额 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%）。2018 年 3 月底，公司流动负债 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；预付款项 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。2018 年 3 月底，公司非流动负债 279.39 亿元，较 2017 年底增长 3.64%，其中长期借款 75.86 亿元，同比增长 9.50%。

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 301.27 亿元，同比下降 2.14%，其中短期债务（占 17.63%），长期债务（占 82.37%）。2018 年 3 月底，公司全部债务 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，受公司所有者权益增长及债务规模有所下滑的影响，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 56.76%、46.66%和 41.88%，同比分别为减少 0.84 个、0.63 个和 1.94 个百分点。2018 年 3 月底，公司上述三项指标分别为 55.43%、46.88%和 42.13%。

根据公司提供的债务到期情况说明，2018

年，公司需偿还的债务为 52.30 亿元，2019 年要偿还的债务 41.46 亿元。

跟踪期内，公司负债以非流动负债为主，与公司业务情况相匹配；债务规模有所提升，债务负担尚可。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入（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%，公司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，公司营业成本 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，公司营业利润率同比减少 9.59 个百分点至 13.35%。

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

利润构成方面，2017 年，公司实现利润总额 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%，公司利润总额对政府补助依赖性很强。

盈利指标方面，2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 1.73%和 0.95%，同比分别减少 1.13 个和 1.52 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司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 18.91%，较 2017 年增加 5.56 个百分点。

表 12 2016~2017 年公司盈利情况
(单位: 亿元、%)

项 目	2016 年	2017 年
营业总收入	49.73	64.38
营业收入	49.58	64.23
营业成本	34.85	53.29
投资收益	2.41	3.16
其他收益	--	15.84
营业利润	-1.20	12.71
营业外收入	13.63	0.21
利润总额	10.38	5.09
营业利润率	22.94	13.35
总资本收益率	2.86	1.73
净资产收益率	2.47	0.95

资料来源: 审计报告&联合资信整理。

跟踪期内, 受商铺销售、安置房销售和土地开发收入增长的影响, 公司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, 公司利润总额对政府依赖性很强。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面, 2017 年, 公司经营活动现金流入 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; 公司现金收入比 116.08%, 同比增加 12.55 个百分点, 收入实现质量好; 公司经营活动现金流出 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%, 主要系公司归还的保证金和购房订金增加所致; 公司经营活动产生的现金流量净额 48.84 亿元。

投资活动现金流方面, 2017 年, 公司投资活动现金流入 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; 公司投资活动现金流出 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; 公司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, 公司筹资活动现金流入 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%, 主要来自吸收少数股东投资收到的现金, 收到其他与筹资活动有关的现金 2.84 亿元, 同比下降 84.81%, 主要为收到与筹资相关的定期存款及保证金等; 公司筹资活动现金流出 102.79 亿元, 同比下降 0.27%; 公司筹资活动产生的现金流量净额-13.73 亿元。

2018 年 1~3 月, 公司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。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	186.41	319.14
经营活动现金流出量	176.74	270.39
经营活动现金流量净额	9.68	48.85
现金收入比	103.53	116.08
投资活动现金流量净额	-36.85	-34.36
筹资活动现金流量净额	30.90	-13.73

资料来源: 审计报告&联合资信整理

跟踪期内, 公司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, 公司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, 2017 年公司流动比率和速动比率分别为 222.44%和 104.83%, 同比分别下降 33.84 个和 19.19 个百分点。2018 年 3 月底, 上述两项指标分别为 249.03%和 122.64%。2017 年, 公司经营现金流动负债比 26.78%, 公司现金类资产 66.25 亿元, 对 2018 年到期债务 52.30 亿元的覆盖倍数为 1.27 倍,

公司短期偿债的能力较好。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 20.62 亿元，同比增加 6.53 亿元；公司全部债务/EBITDA 为 14.61 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 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，但由于公司对外担保规模大，仍面临一定的代偿风险。（对外担保明细详见附件 2）

公司与银行建立了长期的合作关系，截至 2018 年 3 月底，公司共获授信额度人民币 129.26 亿元，尚未使用额度 45.89 亿元。公司间接融资渠道尚可。

十、存续债券保障能力分析

截至跟踪评级日，由联合资信评定的“14 海宁资产 MTN001”债券余额 10 亿元，将于 2019 年 9 月 24 日到期，2017 年，公司 EBITDA 为 20.62 亿元，对“14 海宁资产 MTN001”债券余额的覆盖倍数为 2.06 倍；2017 年，公司经营活动现金流入量和现金类资产分别为 319.14 亿元和 66.25 亿元，分别是“14 海宁资产 MTN001”债券余额 10 亿元的 31.91 倍和 6.63 倍，公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还债券的覆盖能力强。

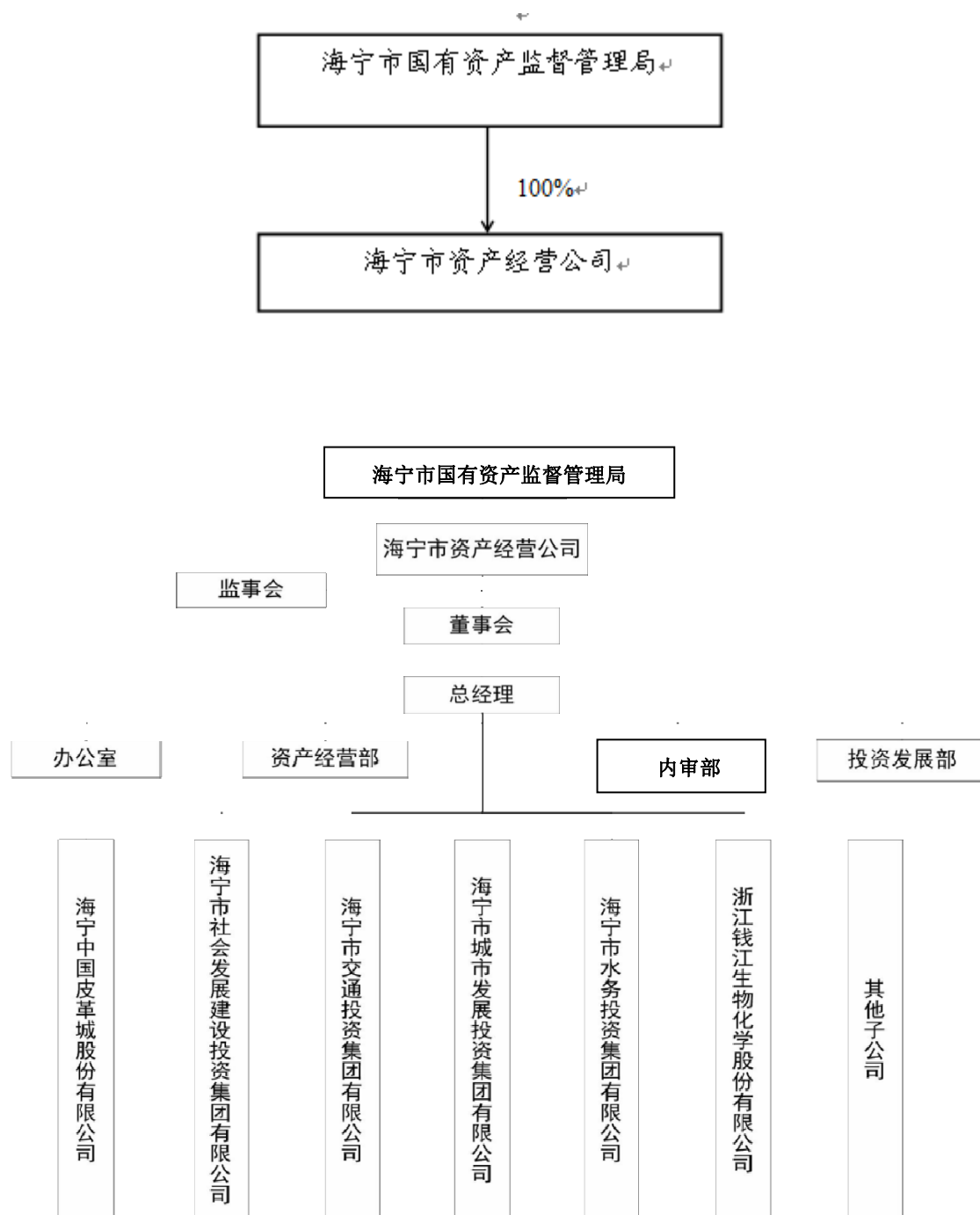
截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 79.12 亿元，是“14 海宁资产 MTN001”债券余额 10 亿元的 7.91 倍。

总体看，跟踪期内，公司 EBITDA、现金类资产以及经营活动现金流入规模大，对“14 海宁资产 MTN001”债券余额保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级 AA⁺，“14 海宁资产 MTN001”的信用等级 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2018 年 3 月底对外担保明细

被担保方	担保金额 (万元)	借款到期日
海宁市钱塘新农村开发有限公司	4400.00	2018-8-19
海宁市钱塘新农村开发有限公司	7000.00	2019-1-09
海宁市钱塘新农村开发有限公司	11600.00	2022-01-11
海宁市钱塘新农村开发有限公司	5000.00	2022-02-10
海宁市城南新市镇开发有限公司	23000.00	2019-11-08
海宁环西城镇化开发建设有限公司	4800.00	2018-09-04
海宁市斜桥新市镇建设有限公司	13950.00	2020-07-28
海宁市斜桥文化产业发展有限公司	27710.00	2020-01-02
海宁市盐官新市镇开发有限公司	3800.00	2018-12-18
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	7000.00	2026-09-29
海宁市鼎青绿化投资有限公司	2800.00	2018-09-18
海宁市鼎青绿化投资有限公司	9000.00	2018-08-10
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	9000.00	2021-09-01
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	4000.00	2018-09-14
海宁市长安镇城建开发投资有限公司	5850.00	2018-05-17
海宁市长安古镇小城市建设有限公司	1200.00	2021.03.08
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	19000.00	2021-10-10
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	20000.00	2019-03-31
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	15000.00	2021-12-15
海宁市永青绿化投资有限公司	14000.00	2019-12-26
海宁临杭水利建设开发有限公司	12000.00	2019-12-24
海宁临杭水利建设开发有限公司	10000.00	2019-01-03
浙江钱江湾区投资开发有限公司	8000.00	2019-03-05
海宁市许村新市镇投资开发有限公司	20000.00	2021-01-21

海宁市许村新市镇投资开发有限公司	20000.00	2021-01-21
海宁市沿江新市镇开发建设有限公司	10000.00	2018-06-01
浙江钱江潮旅游开发有限公司	7400.00	2020-09-25
浙江钱江潮旅游开发有限公司	50000.00	2024-08-02
浙江钱江潮旅游开发有限公司	12000.00	2018-12-25
浙江钱江潮旅游开发有限公司	6000.00	2018-06-28
海宁市文化旅游科技有限公司	25000.00	2019-12-21
浙江钱江潮旅游开发有限公司	6300.00	2025-04-10
海宁市文化旅游科技有限公司	25000.00	2022-08-17
浙江钱江潮旅游开发有限公司	18667.00	2021-01-21
浙江钱江潮旅游开发有限公司	9334.00	2021-01-21
浙江钱塘江投资开发有限公司	10000.00	2020-09-01
浙江钱塘江投资开发有限公司	12027.93	2019-12-11
海宁市城北水环境治理有限公司	8000.00	2018-04-14
海宁市城北水环境治理有限公司	3750.00	2018-04-11
海宁市铁北新城有机更新有限公司	17654.00	2018-12-22
海宁市铁北新城有机更新有限公司	37840.00	2019-07-25
海宁市铁北新城有机更新有限公司	4460.00	2019-07-25
海宁市铁北新城有机更新有限公司	4730.00	2019-07-25
海宁市尖山新区开发有限公司	20000.00	2018-04-17
海宁市尖山新区开发有限公司	20000.00	2021-01-28
海宁市尖山新区开发有限公司	30000.00	2021-01-29
海宁市尖山新区开发有限公司	27600.00	2020-11-24
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	9000.00	2018-12-12
海宁市连杭现代服务业综合开发有限公司	25000.00	2019-12-22
海宁连杭科教新城开发有限公司	35700.00	2021-12-31
海宁连杭发展集团有限公司	38000.00	2018-12-10
海宁连杭发展集团有限公司	15000.00	2020-04-25

海宁市盐仓综合开发有限公司	25000.00	2020-09
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	21750.00	2019-09-25
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	7000.00	2018-06-01
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	23000.00	2019-09-25
海宁市临杭新区建设投资有限公司	28851.43	2018-12-02
海宁市临杭新区发展投资有限公司	3500.00	2018-05
海宁市恒通开发公司	8000.00	2020-09-23
海宁市恒通开发公司	4540.00	2019-06-25
海宁市恒通开发公司	16500.00	2019-06-25
海宁市经济房建设发展中心	50000.00	2020-01-13
浙江海宁经编产业园区开发有限公司	5000.00	2018-05-31
海宁经编总部商务区投资开发有限公司	5000.00	2018-07-19
浙江海宁经编产业园区开发有限公司	25000.00	2022-11-25
海宁市绿洲投资开发建设有限公司	18000.00	2019-12-10
海宁市新市镇开发建设有限公司	314252.06	2026-01
海宁市人民医院	10000.00	2018-05-15
海宁市人民医院	3800.00	2021-01-01
财经学院东方学院长安新区	11900.00	2020-04-08
海宁市海州街道资产经营中心	7500.00	2019-02-25
海宁市临杭新区发展投资有限公司	13912.00	2019-04-29
海宁市沿江新市镇开发建设有限公司	8250.00	2018-06-30
海宁市港务开发有限责任公司	1500.00	2019-01-31
海宁市钱塘农村开发有限公司	20000.00	2022-12-05
海宁市斜桥文化产业发展有限公司	20000.00	2022-12-05
海宁市临杭新市政开发建设有限公司	20000.00	2026-01-01
海宁市通程石油有限责任公司	8076.73	2018-06-30
海宁连杭发展集团有限公司	120000.00	2032-03-16
海宁市旧区有机更新开发有限公司	15000.00	2033-12-20

海宁市钱江兴业投资开发有限公司	17400.00	2022-10-19
海宁市旧区有机更新开发有限公司	38800.00	2034-09-19
海宁市尖山污水处理有限公司	2700.00	2020-03-03
合计	1640805.15	--

附件 3 截至 2018 年 3 月底公司一级子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	主营业务	持股比例（%）
海宁市城市发展投资集团有限公司	200000.00	城市基础设施投资开发、安置房建设及销售、商品房及商业房地产销售	100
海宁市交通投资集团有限公司	78000.00	交通基础设施投资开发	100
海宁市水务投资集团有限公司	94920.96	水务类项目投资开发	100
海宁中国皮革城股份有限公司	112000.00	市场开发建设经营管理	58.97
浙江钱江生物化学股份有限公司	30140.21	生物农药生产	33.3
海宁市水利建设投资开发有限责任公司	14781.20	水利设施投资	100
海宁市盐官景区综合开发有限公司	18500.00	基础设施建设	100
海宁市市场开发服务中心	3860.00	市场经营管理	100
海宁皮都投资开发有限公司	18500.00	投资开发	100
海宁市九方机动车驾驶员培训学校	328.00	机动车驾驶员培训	100
海宁市广联信息网络有限责任公司	300.00	光纤网络综合开发应用等	100
海宁市越剧团有限公司	200.00	文艺表演团体	70
海宁乡村绿化投资有限责任公司	5000.00	造林项目及农业基础设施的投资，造林工程建设及养护	100
海宁市基础设施投资基金有限公司	150000.00	基础设施项目的投资；实业的投资以及投资管理	60
海宁市市委党校培训咨询有限公司	5.00	海宁市委委托承接市内外各类干部培训及咨询服务	100
海宁市金融投资有限公司	5000.00	投资经营	100
海宁市文旅创意产业控股有限公司	3000.00	旅游景点开发、旅游服务、房屋出租、物业管理等	100
浙江海宁鹃湖科技城开发投资有限责任公司	20000.00	鹃湖国际科技城项目的投资开发和基础设施建设；投资咨询服务；投资管理；物业管理；自有房屋租赁等服务；招商引资咨询服务	51
浙江金海洲建设开发有限公司	17000.00	建筑工程施工；房地产经营；物业管理；投资咨询（不含证券、期货）	58.82
海宁市产业投资有限公司	200000.00	股权投资、投资管理、投资咨询	70.00
海宁皮革时尚小镇投资开发有限公司	100000.00	市场投资开发、房地产开发、物业管理及市场管理	70.00

附件4 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.53	66.55	66.25	79.12
资产总额(亿元)	702.37	769.80	796.32	794.08
所有者权益(亿元)	282.55	326.41	344.35	353.93
短期债务(亿元)	54.48	53.27	53.11	54.68
长期债务(亿元)	231.62	254.59	248.16	257.66
全部债务(亿元)	286.10	307.86	301.27	312.34
营业总收入(亿元)	43.97	49.73	64.38	18.42
利润总额(亿元)	10.07	10.38	5.09	2.95
EBITDA(亿元)	26.16	27.15	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	-4.01	9.68	48.85	11.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.49	13.30	18.23	--
存货周转次数(次)	0.17	0.17	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.08	--
现金收入比(%)	106.54	103.53	116.08	74.80
营业利润率(%)	29.51	22.94	13.35	18.91
总资本收益率(%)	3.23	2.86	1.73	--
净资产收益率(%)	2.77	2.47	0.95	--
长期债务资本化比率(%)	45.05	43.82	41.88	42.13
全部债务资本化比率(%)	49.51	47.29	46.66	46.88
资产负债率(%)	59.77	57.60	56.76	55.43
流动比率(%)	223.18	256.28	222.44	249.03
速动比率(%)	109.82	124.02	104.83	122.64
经营现金流动负债比(%)	-2.33	5.66	26.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.59	10.79	14.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	1.92	1.30	--

注：1、公司 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公司有息债务。

附件 5 主要财务数据计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 6-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 6-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。