

海宁市资产经营公司 2022 年面向专业投资者公开发 行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：米玉元 yym@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 成 chyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 3 月 15 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。

信用等级通知书

信评委函字 [2022] 0799D 号

海宁市资产经营公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“海宁市资产经营公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年三月十五日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
海宁市资产经营公司	不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）	3 年期	每年付息一次，到期一次还本付息	偿还到期债务本息

评级观点：中诚信国际评定“海宁市资产经营公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了海宁市经济实力不断增强、优质的经营资产及多元化的业务结构等对公司业务发展和信用水平的支持作用；同时也关注到公司债务规模持续走高、对外担保余额较高及对下属子公司的管控能力面临考验等因素对公司信用状况的影响。

概况数据

海宁资产（合并口径）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	804.35	932.76	1,032.25	1,149.34
所有者权益合计（亿元）	371.86	453.62	502.82	543.11
总债务（亿元）	305.50	344.82	370.44	436.99
营业总收入（亿元）	70.41	70.72	88.46	86.72
净利润（亿元）	3.63	5.14	3.84	6.22
EBITDA（亿元）	25.61	27.35	26.17	-
经营活动净现金流（亿元）	27.18	43.91	20.29	30.56
资产负债率(%)	53.77	51.37	51.29	52.75
海宁资产（母公司）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	230.97	267.82	261.92	274.22
所有者权益合计（亿元）	95.51	106.83	111.03	115.24
总债务（亿元）	114.70	144.23	127.54	138.06
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	1.33	-0.29	0.27	0.99
EBITDA（亿元）	-	-	-	-
经营活动净现金流（亿元）	6.07	4.32	8.95	12.34
资产负债率(%)	58.65	60.11	57.61	57.98

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018-2020 年度审计报告以及未经审计的 2021 年三季度财务报表整理，公司财务报表均按新会计准则编制，财务数据均采用期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债、长期应付款中的带息债务；3、公司提供的 2021 年三季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正 面

■ **海宁市区域经济不断增强。**2021 年，海宁市全年实现地区生产总值 1,196.30 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.0%，区域经济实力不断增强，为公司提供了较好的发展环境。

■ **优质的经营资产。**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，是行业内市场化程度较高的实业经营企业，同时作为公司收入来源的主要构成，为公司债务偿还提供了较强的保障。

■ **多元化的业务结构。**作为一家投资控股型企业，公司业务涉及皮革城开发经营、生物制品、基础设施及安置房建设、房地产开发、土地开发和水务等多个领域，多元化的行业布局能较好的规避单一行业周期性波动的风险。

关 注

■ **债务规模持续走高。**公司近年来建设投资力度较大，债务规模保持较高水平且逐年递增，截至 2021 年 9 月末，公司总债务进一步增至 436.99 亿元，较大的债务规模将对公司造成一定偿债压力。

■ **对外担保余额较高。**截至 2021 年 9 月末，公司对外担保余额为 222.80 亿元，占同期净资产的 41.02%，尽管被担保企业基本为区域内地方性国企，但由于公司对外担保规模较大，仍面临一定的代偿风险。

■ **对下属子公司的管控能力面临考验。**公司业务范围较广，行业跨度比较大，日常经营管理存在一定难度，面临一定考验。

发行人概况

海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”或“公司”）成立于1996年，初始注册资本0.52亿元，历经多次增资及变更，截至2021年9月末，公司注册资本及实收资本均为20.00亿元，海宁市国有资产监督管理局持有公司90%的股权，系公司控股股东及实际控制人，浙江省财务开发有限责任公司持有公司剩余10%的股权。

公司作为海宁市大型投资控股企业，已形成以皮革城开发经营、生物制品生产与销售、基础设施及安置房建设、房地产开发、土地开发、供水及污水处理等业务为主，商品贸易、旅游、燃气、金融等业务为辅的多元化业务格局。截至2021年9月末，公司合并范围内的子公司共128家，其中一级子公司15家。

表1：公司主要一级子公司

序号	子公司全称	持股比例
1	海宁市城市发展投资集团有限公司	100.00%
2	海宁市交通投资集团有限公司	100.00%
3	海宁市水务投资集团有限公司	100.00%
4	海宁中国皮革城股份有限公司	58.97%
5	浙江钱江生物化学股份有限公司	33.30%
6	海宁市水利建设投资开发有限责任公司	100.00%
7	海宁市盐官景区综合开发有限公司	100.00%
8	海宁市广联信息网络有限责任公司	100.00%
9	海宁市越剧团有限公司	100.00%
10	海宁市金融投资有限公司	100.00%
11	海宁市基础设施投资基金有限公司	60.00%
12	浙江金海洲建设开发有限公司	58.82%
13	海宁市产业投资有限公司	70.00%
14	海宁市市委党校培训咨询有限公司	100.00%
15	海宁市转型升级产业基金有限公司	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本次公司债券注册规模为不超过20亿元，本期债券拟发行金额为不超过10亿元（含10亿元），期限为3年，募集资金将用于偿还到期债务本息。

行业及区域经济环境

海宁市区域经济和财政实力不断增强，税收收入对财政贡献较大，收入稳定性较好，且财政自给能力

相对较强，为公司的业务发展提供了良好的外部环境

海宁市地处长江三角洲南翼、浙江省北部，东距上海100公里，西接杭州，南濒钱塘江，属嘉兴市下属县市，是全国百强县。海宁市总面积863平方公里，现辖8个镇、4个街道、3个省级经济开发区。海宁市交通便利，客货运输通畅。海运方面上海港、宁波港环抱周围；航空方面距上海浦东机场车程1.5小时、虹桥机场车程1小时，杭州萧山机场车程40分钟；公路有沪杭甬高速、杭浦高速、杭州绕城高速、嘉绍高速（在建）、320国道越境而过，01省道横贯全境；市内河港交错，连接京杭大运河。截至2020年末，海宁市户籍总人口70.80万人。

近年来海宁市经济规模、经济结构和经济增速均保持较好的水平，区域经济实力稳步提高，整体经济实力在嘉兴市处于前列。2020年海宁市全年实现地区生产总值1,030.78亿元，同比2.0%。其中，第一产业实现增加值18.61亿元，增长1.9%；第二产业实现增加值574.81亿元，增长1.8%；第三产业实现增加值437.36亿元，增长2.3%，三次产业结构比为1.8:55.8:42.4。按户籍人口计算的全市人均生产总值为146,148元，同比增长1.3%。初步统计，2021年海宁市实现地区生产总值1,196.30亿元，同比增长7.0%。

表2：2020年嘉兴市及其下辖区县市经济情况

地区	GDP（亿元）	GDP增速（%）	一般公共预算收入（亿元）
嘉兴市	5,509.52	3.50	598.80
海宁市	1,030.78	2.00	100.93
桐乡市	1,002.98	1.00	93.98
平湖市	779.00	3.00	90.01
秀洲区	704.53	1.70	27.50
嘉善县	655.77	8.00	71.79
南湖区	637.80	5.20	34.73
海盐县	544.51	3.10	58.18

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

固定资产投资方面，2021年海宁市固定资产投资527.24亿元，同比增长2.2%。其中，基础设施投资同比降低16.1%、制造业投资同比增长10.5%、社会事业投资同比增长42.9%、高新技术产业投资

同比减少 3.3%、房地产开发投资同比降低 0.6%。

海宁市工业基础良好，区域特色经济维持明显优势，皮革、家纺、经编、太阳能利用、化工（医药）等区域特色产业加速扩张和提升。2020 年，全市实现规上工业增加值 383.82 亿元，比上年增长 2.6%。规模以上工业总产值 2,022.97 亿元，下降 1.5%，其中轻工业实现产值 897.33 亿元，下降 13.0%，重工业实现产值 1,125.64 亿元，增长 10.0%。规模以上工业新产品产值 949.30 亿元，增长 4.8%。出口交货值 424.77 亿元，下降 11.7%，出口交货值占销售产值的比重为 21.5%。2021 年海宁市规模以上工业总产值 2,441.20 亿元，同比增长 18.6%。

海宁市商业兴旺，市场持续繁荣，海宁皮革城是中国皮革业龙头市场，系皮革价格信息、市场行情、流行趋势的发布中心。2020 年，海宁市实现社会消费品零售总额 486.08 亿元，比上年下降 2.3%，主要系受疫情影响。按经营地统计，城镇消费品零售额 450.83 亿元，下降 2.3%；乡村消费品零售额 35.26 亿元，下降 2.3%。分行业看，批发和零售业零售额 443.25 亿元，下降 1.5%，住宿餐饮业零售额 29.44 亿元，下降 1.9%。

随着经济实力不断增强，海宁市财政实力也不断提升。财政收入方面，2021 年，海宁市全市实现一般公共预算收入 114.40 亿元，同比增长 13.35%，税收占比为 93.83%，财政收入质量较好。同期，受益于国有土地出让金收入增加，政府性基金收入同比增长 11.03%。

财政支出方面，2021 年一般公共预算支出为 105.22 亿元，同比增长 5.88%，主要系教育、科学技术、社会保障和就业、卫生健康和农林水支出增加所致。2021 年政府性基金支出同比增长 14.27%，其中国有土地使用权出让收入相关支出增长 15.02%。2021 年海宁市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）保持较高水平，财政自给能力较强。

表 3：近年来海宁市财政收支情况（亿元、%）

项目名称	2019	2020	2021
一般公共预算收入	97.02	100.93	114.40
其中：税收收入	91.39	94.54	107.34

政府性基金收入	178.92	169.69	188.41
一般公共预算支出	111.42	105.22	111.40
政府性基金支出	176.23	176.94	207.74
公共财政平衡率	87.08	95.92	102.69

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

中诚信国际认为，海宁市工业基础良好，区域特色经济优势明显，区域经济和财政实力较强。

区域平台情况

海宁市内平台分工明确，职能与定位较为清晰

海宁市主要平台方面，海宁市国资委下属最大的平台为海宁资产，其职能定位为海宁市最大的国有资产投资运营主体，合并范围内包括海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“海宁城投”）、海宁市交通投资集团有限公司（以下简称“海宁交投”）和海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“海宁水务”）等，并且已构建起以皮革城开发经营、生物制品生产与销售、基础设施及安置房建设、房地产开发、土地开发、供水及污水处理等业务为主，商品贸易、旅游、燃气、金融等业务为辅的多元化业务格局。

海宁实业系海宁市国资委下属另一重要平台，其经营领域包括投资开发、股权投资、自有房屋出租、物业管理、各类商品及技术的进出口业务、房地产开发经营等，目前主要业务涉及石化产品、房产销售、保安业务、粮食购销、房屋租赁、驾校培训等业务。

表 4：海宁市主要平台概况

公司名称	职能与定位
海宁资产	海宁市最大的国有资产投资运营主体，职能涵盖皮革城开发经营、生物制品生产与销售、基础设施及安置房建设、房地产开发、土地开发、供水及污水处理、商品贸易、旅游、燃气、金融等。
海宁城投	海宁市城市规划控制区唯一的土地整理企业及重要的基础设施建设企业，承担了城市规划控制区内大部分安置房建设及旧改任务。
海宁交投	海宁市交通基础设施投资主体，承担着海宁市内道路交通建设以及杭海城际铁路场站配套项目建设任务。
海宁水务	海宁市唯一的水务集团，主要从事水务工程、供水、污水处理、废弃物清运及处理等业务。
海宁实业	投资开发、股权投资、自有房屋出租、物业管理、各类商品及技术的进出口业务、房地产开发经营等。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

发行人信用质量分析概述

公司系海宁市国资委下属最大的平台，合并范围内包含了海宁市重要的基础设施投融资主体，业务板块多元，业务规模呈增长态势

公司系海宁市国资委下属最大的平台，合并范围内包含了海宁市重要的基础设施投融资主体，海宁城投、海宁交投和海宁水务等，并且已构建起以皮革城开发经营、生物制品生产与销售、基础设施及安置房建设、房地产开发、土地开发、供水及污水处理等业务为主，商品贸易、旅游、燃气、金融等业务为辅的多元化业务格局。近年海宁资产整体营业收入规模稳步增长，物业租赁及管理、房屋销售和商品销售收入是最主要的构成部分，其中，2020 年物业租赁及管理收入受疫情影响有所下降，房屋销售随着销售规模减少而下降，商品销售随着海宁城投和海宁交投下属子公司的销售业务拓展快速增长；2021 年前三季度，受益于房屋销售和商品销售规模的快速增长，当期公司整体业务规模基本达到上年全年水平，呈增长态势。

表 5：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.9
物业租赁及管理	11.41	11.51	10.11	7.00
房屋销售	22.46	15.93	13.38	17.29
商品销售	11.93	19.19	35.12	37.98
生物制品业	2.74	2.17	2.95	2.42
土地整理	5.45	3.81	5.02	4.96
水务收入	5.30	6.38	6.23	4.95
其中：水费收入	2.42	2.64	2.47	2.02
污水处理	2.87	3.74	3.76	2.93
其他	9.46	10.22	13.83	10.90
主营业务收入	68.75	69.22	86.64	85.50
其他收入	1.55	1.41	1.74	1.15
营业收入	70.29	70.63	88.38	86.65
占比	2018	2019	2020	2021.9
物业租赁及管理	16.24	16.30	11.44	8.08
房屋销售	31.95	22.56	15.14	19.96
商品销售	16.98	27.18	39.74	43.83
生物制品业	3.90	3.07	3.34	2.79
土地整理	7.75	5.40	5.68	5.72
水务收入	7.53	9.03	7.05	5.71
其中：水费收入	3.45	3.74	2.79	2.33
污水处理	4.09	5.29	4.26	3.38
其他	13.46	14.47	15.64	12.58
主营业务收入	97.80	98.00	98.03	98.59

其他收入	2.20	2.00	1.97	1.33
营业收入	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

随着时尚创业园内工业化厂房销售结转收入，公司商铺销售收入增长，但皮革城板块商铺租赁收入受疫情影响有所下滑；目前有配套项目仍在投资建设中，预计未来建成投产后将带来新增收益

海宁资产的皮革城开发经营板块由子公司海宁皮城负责。海宁皮城系中小板上市公司，股票代码 002344，截至 2021 年 9 月，海宁资产合计持有海宁皮城 58.97% 的股份。海宁皮城主要从事皮革专业市场的经营，通过采取租售结合的经营模式，先建立或改造已有的专业市场经营场所；其次将经营场所进行部分招租、部分销售；最后将成熟业态的经营模式复制到其他地区，进行业务扩张，目前已经在浙江海宁、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。作为传统线下市场，目前海宁皮城以商铺的出租和出售为其主要收入来源，亦经营商品销售等业务，其中物业租赁及管理收入方面，因受电商冲击及新冠疫情的影响，2020 年及 2021 年前三季度，板块收入规模均有所下降。

海宁皮城商铺实行以出租为主、出售为辅的经营策略。出租模式上，海宁皮城一般采取定价定向方式或招投标方式确定租赁价格。定价定向方式是指海宁皮城根据实际成交价格、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）签订租赁合同和经营管理协议，明确规定租赁期限、租赁金额和经营用途等。租赁期限以 1 年为主，海宁皮城在每年 3~7 月预收下一年度租金，租金在租赁期限开始前一次性付清。

除正常租金外，部分商铺租赁费用中尚包含部分承租权费，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，并在后续租赁期间分摊计入租赁收入中。

出租面积方面，近年海宁皮城不断投资建设并拓展经营市场，2020 年末可出租商铺面积增至 164.96 万平方米；2021 年前三季度，在新冠疫情常态化的现状下，公司适当减少自持商铺规模，2021 年 9 月末可出租商铺面积降至 152.96 万平方米，当期末已出租商铺面积为 138.02 万平方米，出租率为 90.23%。

表 6：近年海宁皮城商铺出租情况（万平方米）

项目	2018	2019	2020	2021.9
可出租商铺面积	153.24	154.80	164.96	152.96
已出租商铺面积	153.24	154.80	145.29	138.02

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

除出租外，海宁皮城将部分商铺直接对外出售，从而加快皮革城投资回收速度，缩短投资回收期。受各年度皮革城建成情况及计划出售商铺规模不稳定性的影响，海宁皮城近年商铺销售规模呈现一定波动态势。

2020 年及 2021 年 1~9 月，海宁皮城分别销售商铺（含时尚创业园标准厂房）11.57 万平方米和 2.82 万平方米，销售金额分别为 4.54 亿元和 2.35 亿元，其中 2020 年销售的商铺大多为新开发的时尚创业园内工业化厂房，销售均价较往年大幅下降；2021 年 1~9 月，随着商铺销售占比的提升，当期销售均价有所回升。

表 7：近年海宁皮城商铺项目销售情况

项目	2018	2019	2020	2021.9
销售合同金额（亿元）	3.51	2.75	4.54	2.35
销售面积（万平方米）	3.10	1.52	11.57	2.82
销售均价（万元/平方米）	1.13	1.81	0.39	0.84
结转收入（亿元）	3.51	2.75	4.54	2.35

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

目前，海宁皮城主要的在建项目为成都皮革城二期健身中心项目，项目总投资 7.80 亿元，截至 2021 年 9 月末累计已投资 3.06 亿元，2021 年第四季度及 2022 年、2023 年将分别投资 0.50 亿元、0.30 亿元和 1.20 亿元。

表 8：截至 2021 年 9 月末海宁皮城在建商铺情况（亿元）

项目	总投资	已投资	建设周期
----	-----	-----	------

成都皮革城二期健身中心项目	7.80	3.06	2 年
---------------	------	------	-----

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

海宁皮城还以多种形式为全产业链提供各项配套服务，主要包括海宁皮城子公司海宁中国皮革城进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）提供的各类商品及技术的进出口业务，子公司海宁皮都锦江大酒店有限公司为皮革城客流提供的住宿、餐饮等酒店服务业务，以及子公司海宁皮革城担保有限公司对皮革城市场的经营商户提供的担保业务。其中，2020 年上述配套业务收入为 0.22 亿元。

生物制品板块在生物农药、兽药的生产及销售方面具备一定的技术水平和品牌知名度，但生产经营情况或受需求端波动影响较大，未来发展具有一定不确定性

海宁资产生物制品板块主要由下属子公司钱江生化负责运营，钱江生化系主板上市公司，股票代码 600796，截至 2021 年 9 月，海宁资产持有其 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，主要产品包括生物农药、生物兽药、生物医药中间体、饲料添加剂等四大系列三十多个产品。其具体产品主要包括赤霉素（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）和硫酸粘杆菌素（兽药类产品）等。受成本较高且市场售价难以提升影响，2018 年以来公司主打产品硫酸粘杆菌素一直处于停产状态；近年公司生物制品销售收入波动增长，2020 年及 2021 年 1~9 月，受益于植物生长调节剂销售增长，公司分别实现生物制品销售收入 2.95 亿元和 2.42 亿元，其中 2020 年同比增长 36.05%。

生产方面，钱江生化主要采取根据订单进行生产的模式，其生产成本主要构成为淀粉、碎米等原材料成本及原煤等动力成本。其中，原煤主要供应商包括上海大钢环保科技有限公司、鹿邑县宏伟鑫达煤炭购销有限公司、微山县浩丰煤炭有限公司等；淀粉主要供应商为诸城兴贸玉米开发有限公司；碎米主要供应商为安徽省无为县农兴粮油购销有限公司。

产能利用率方面，近年来，受市场供需的影响，

钱江生化部分产品的产能利用率一直偏低。

表 9：近年钱江生化生产情况

类别	2018			2019			2020			2021.9		
	产能	产量	利用率 (%)	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	0.45	45.00	1	0.54	54.00	1	0.65	65.00	0.75	0.32	42.67
阿维菌素（吨）	30	6.64	22.13	30	6.45	21.50	30	9.42	31.40	22.50	9.90	44.00
赤霉素（吨）	150	133.81	89.21	150	147.82	98.55	150	157.87	105.25	112.50	139.16	123.70
硫酸粘菌素（吨）	500	11.42	2.28	500	-	-	500	-	-	375	-	-

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

销售方面，钱江生化建立了覆盖全国的市场营销和技术服务网络，利用自身产品和技术优势，在提高国内竞争力的基础上参与国际市场的竞争，在欧洲、亚洲、南美及东南亚地区都建立了较为稳定的销售渠道和合作伙伴关系。钱江生化 1997 年取得自营进出口权，产品内外销售兼有，但近年产品外销占比逐年下降，2020 年和 2021 年前三季度内销占比均保持在 85% 左右。

作为海宁市城市规划控制区中 43.6 平方公里范围内唯一土地开发整理业务主体，海宁资产得到政府支持力度强，未来，海宁资产土地板块收入确认空间较大，但随着土地出让收入征收主体的变更，需关注政策变化对该板块后续业务模式、收入及资金等方面的影响

海宁资产的土地整理业务由海宁城投下属子公司土地公司负责，主要从事土地一级开发（土地征收与储备、土地出让前期开发）和土地资本运作。随着土地市场情况的变化，公司土地整理收入有所波动。

土地整理模式方面，海宁市土地收储中心与土地公司签订《海宁市市区一级土地开发项目委托协议》，委托土地公司对海宁市城市规划控制区 43.6 平方公里范围内（扣除经济开发区、马桥街道）进行土地一级开发。海宁资产投入资金对土地进行前期整理开发，土地开发完成后，将土地交给收储中心收储并进行出让，待土地正式拍卖后，海宁市财政局将土地整理包干费用（2017 年 4 月 1 日起为 50 万元/亩；2019 年 4 月 1 日起为 80 万元/亩）返还给海宁资产。

受政府区域规划调整影响，近年公司土地整理面积存在一定的波动性；2019 年以来，海宁市加大土地出让力度，2020 年和 2021 年前三季度公司整理土地出让面积分别为 684.58 亩和 462.72 亩，其中 2020 年出让面积较上年增长 46.28%，2021 年前三季度受浙江省土地集中出让影响出让面积有所回落，但规模仍达到 2019 年全年水平。

表 10：近年海宁资产土地整理项目情况

项目	2018	2019	2020	2021.9
土地整理面积（亩）	280.00	94.00	500.00	247.40
平均整理成本（万元/亩）	30.71	29.78	31.00	25.93
土地整理总支出（亿元）	0.86	0.28	1.55	1.20
土地出让面积（亩）	256.00	468.00	684.58	462.72

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 9 月末，海宁资产已整理未出让土地面积为 4,791.29 亩，尚未整理的毛地面积为 19,528.30 亩，能为公司土地开发业务提供一定支撑，但土地开发业务盈利较弱，且回款存在一定滞后，中诚信国际将持续关注未来业务盈利及回款情况。

表 11：截至 2021 年 9 月末公司在整理的主要土地情况（万元、亩）

地块	总投资	已投资	剩余毛地面积	已整理未出让面积
高丰村区块拆迁项目	47,448.59	46,564.26	702.00	491.00
长田村区块拆迁项目	124,230.56	124,562.20	1,303.00	652.57
伊桥村区块拆迁项目	78,393.32	29,030.15	565.98	362.06
双凤村区块拆迁项目	78,099.10	25,671.91	1,778.03	369.15
民和村区块拆迁项目	105,076.33	109,857.63	938.87	750.70
东长村区块拆迁项目	27,133.50	27,158.93	464.00	79.00
联和村区块拆迁项目	35,108.97	17,974.17	1,317.00	1,288.60
西环村区块拆迁项目	23,735.10	23,735.26	1,515.24	269.72
荷叶村区块拆迁项目	31,125.47	23,575.04	1,056.47	277.64
永丰村区块拆迁项目	23,711.16	23,167.92	929.72	113.85
硖南联和、军民、荷叶、双合区块	151,572.00	54,024.56	3,518.58	137.01
金龙、张店整治区块	104,968.00	91,432.80	5,439.41	0.00
合计	835,740.63	596,754.83	19,528.30	4,791.29

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

2022~2025 年，海宁市土地分别计划出让 761 亩、660 亩、800 亩和 900 亩，但在国家住房不炒的房地产行业调控政策下，地方政府的土地出让计划能否实现存在较大的不确定性，并将影响公司土地开发业务的回款状况。

表 12：未来四年海宁资产土地出让计划

项目	2022	2023	2024	2025
拟出让面积（亩）	761	660	800	900

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

海宁资产是海宁市重要的基础设施建设投融资主体，且已完成多项基础设施建设项目，目前在建及拟建的项目规模较大，未来仍有一定的资本支出压力

海宁资产主要通过子公司海宁城投、海宁市社会发展建设投资集团有限公司（以下简称“社发集团”）和海宁交投承担海宁市城市基础设施和交通基础设施等重大项目的投资、建设和运营任务。

业务模式方面，对于海宁城投承担的基础设施项目，资金来源包括政府资本金注入及公司垫付资金，对于公司垫付的资金，在项目完工转入固定资产后财政按固定资产全额折旧费用分 50 年返还给公司，对于政府划拨的资本金，尚未明确后续处理方式；

此外，为平衡公司建设支出，政府会通过部分配套房产销售收入来弥补。对于社发集团承担的项目，主要采用代建模式，业主单位为各项目所属单位，资金主要由海宁市财政资金解决。对于海宁交投承担的海宁市交通类基础设施建设项目，以自建模式为主，海宁市财政每年安排的交通建设专项资金不少于 1.20 亿元，且全市县道以上公路（含县道）全线及沿路两侧各 50.00 米范围内的广告发布、广告设置和建设均由海宁交投统一规划、开发、经营和管理，广告资源有偿使用费全额用于交通建设。

已建成项目方面，近年海宁资产主要完成了硖许公路、硖尖公路北段改建、沪杭客专海宁西站许村至长安连接线、湖盐线易地改建和桐九公路（海宁 01 省道至南斜桥段）工程等建设项目。

在建项目方面，截至 2021 年 9 月末，海宁资产主要在建基础设施投资项目概算总投资 83.39 亿元，已投资 55.57 亿元。同期末，公司主要拟建项目有异地新建海宁市第二中学项目、新建钱塘实验小学项目、新建海宁市第五中学龙渡校区项目和海昌街道康养中心等，项目合计总投资 7.50 亿元。

表 13：2021 年 9 月末公司主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	建设单位	总投资	已投资
浙大国际校区北侧地块绿化二期工程	海宁城投	6,387.00	6,037.00
海纳郡（浙大）西侧道路	海宁城投	884.00	810.00
郇家岭山体修复及绿化提升项目	海宁城投	3,757.00	2,670.00
钱江路（农丰路至海宁大道）改造项目	海宁城投	4,350.00	3,315.00
长丰路东延（农丰路—麻泾港桥梁）项目	海宁城投	2,371.00	2,217.00

新建中心菜场西侧绿地	海宁城投	4,197.00	4,197.00
许村布艺小镇艺创中心（北区）	社发公司	67,890.00	67,890.00
新建长安镇初级中学聆涛校区工程	社发公司	15,790.00	15,790.00
新建桃园幼儿园北湖园项目	社发公司	7,326.00	7,326.00
马桥小学改扩建二期工程	社发公司	5,857.00	5,857.00
异地新建袁花中心卫生院项目（一期）	社发公司	7,911.00	4,770.00
异地新建海宁市人民医院开发区分院	社发公司	14,920.00	12,825.00
新建海宁市人民医院技能培训中心项目	社发公司	9,514.48	9,514.00
新建盐仓派出所、盐仓交警中队项目	社发公司	2,890.00	2,890.00
新建杭海新区公委会、长安派出所、长安交警中队项目	社发公司	6,613.00	6,570.00
仰山小学扩建工程	社发公司	11,268.00	9,900.00
异地新建袁花人民法庭	社发公司	967.00	600
新建海宁市龙渡小学	社发公司	16,672.00	11,100.00
沪杭高速公路许村段改建工程	海宁交投	314,286.00	174,210.00
杭州至海宁城际铁路项目（前期）	海宁交投	126,458.39	126,458.39
杭州至海宁城际铁路项目-场站配套项目	海宁交投	75,300.00	24,814.00
袁花武原公路	海宁交投	16,176.76	12,896.00
S207 秀洲至仙居公路（海盐界至海宁尖山段）新建工程	海宁交投	18,947.41	4,640.00
硖许公路（环西二路-观潮大道）	海宁交投	39,852.64	9,686.00
硖许公路两侧绿化苗圃项目	海宁交投	21,500.00	16,805.00
G524 秀洲王店至海宁海昌段工程（海宁段）	海宁交投	17,668.83	3,194.00
盐官度假区（翁金线至潮涌路）连接线工程	海宁交投	5,483.00	2,805.00
杭州至海宁城际铁路项目-三改项目	海宁交投	4,600.00	2,534.00
嘉绍高速公路袁花互通连接线改建项目	海宁交投	4,029.18	3,406.00
合计	-	833,866.69	555,726.39

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

海宁资产作为海宁市安置房建设主体，近年处于持续建设阶段，安置房销售收入仍为海宁资产重要收入来源之一，同时，公司在建及拟建项目未来仍需较大规模投资，存在一定的资本支出压力

海宁资产安置房建设业务主要由海宁城投负责，海宁城投是海宁市最主要的安置房建造主体，具体进行安置房建设项目的经营实体为海宁城投下属子公司旧改公司和城郊公司。旧改公司主要负责海宁市区的旧城改造项目投资及房地产开发建设，城郊公司主要负责海宁城郊结合部的安置房开发建设任务。海宁资产安置房销售收入计入房屋销售收入，2018~2020 年及 2021 年 1~9 月分别为 5.81 亿元、5.64 亿元、5.04 亿元和 1.84 亿元。

对于海宁资产建设的安置房，市政府将根据公司运作情况选择合适的时间批准一定比例（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。由于安置被拆迁住户销售的部分售价较低，海宁资产安置房销售业务处于亏损状态，盈亏平衡主要依赖于

政府补贴。

公司根据政府规划安排进行安置房建设，其中 2020 年除续建安置房项目外，当年无新安置房项目开工建设；2021 年前三季度，随着硖南区块公寓房、文星苑一期等安置房开工建设，当期安置房新开工面积为 33.84 万平方米，为后期安置房业务规模奠定一定基础。受安置房建设进度影响，2020 年及 2021 年前三季度，公司分别销售安置房 10.87 万平方米和 4.21 万平方米。

表 14：海宁资产安置房建设销售情况（万平方米）

项目	2018	2019	2020	2021.9
安置房新开工面积	11.50	15.17	-	33.84
安置房竣工面积	4.30	14.48	13.60	-
安置房销售面积	10.27	15.13	10.87	4.21

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

在建安置房方面，截至 2021 年 9 月末，海宁资产主要在建安置房项目计划总投资为 56.09 亿元，已完成投资 35.33 亿元。同期末公司拟建安置房项目包括文星苑二期（尖嘴汇）、农丰十六组和联合里安置房项目，计划总投资 36.29 亿元。

表 15：截至 2021 年 9 月末海宁资产主要在建安置房项目

情况表（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期
硖北里二期	8.50	8.33	2018.11.31-2021.12.31
建材市场北	9.39	9.06	2019.6.30-2022.12.31
伊桥二期南	2.75	2.10	2019.12.31-2022.12.31
红纸坊二期	0.76	0.73	2019.11.18-2021.10.30
硖南区块公寓房	21.31	10.00	2021.7.31-2024.7.31
文星苑一期（轻机厂项目）	13.38	5.11	2021.7.31-2024.8.31
合计	56.09	35.33	-

注：截至 2021 年 9 月末，红纸坊二期尚未完工。

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

近期海宁资产商品房销售收入有所波动，其中 2020 年含安置房市场化销售形成的收入规模有所减少，安置房市场化销售的安排或存在一定不确定性

表 16：海宁资产商品房销售情况

项目	2018	2019	2020	2021.1~9
销售合同金额（万元）	90,679.13	55,488.55	35,698.84	181,375.48
销售面积（平方米）	92,652.10	38,815.88	31,930.53	115,425.78
销售均价（元/平方米）	9,787.06	14,295.32	11,180.16	15,713.60
已收未结转金额（万元）	-	-	-	62,745.61
结转收入（万元）	92,794.23	55,488.55	35,698.80	118,629.87

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2021 年 9 月末，海宁资产主要在建项目三个，分别为工人路商业中心城市有机更新项目（二期）、长安上盖物业虹运驿府项目和水月云庐（妇保院东侧区块），计划总投资 34.03 亿元，已投资 28.84 亿元。除在建项目用地外，公司商品房开发业务未进行土地储备。

由于海宁资产安置房销售情况较好，近年按照政策将部分安置房按照市场价格进行销售，因此将该部分列入房地产开发收入统计，使得统计的各项销售数据维持在较大规模，但 2020 年安置房市场化销售规模有所减少，收入有所下降。同时，因安置房市场化销售的安排根据公司运作情况或有所调整，公司未来安置房市场化销售收入或存在一定不确定性。

海宁资产的房地产开发业务主要由海宁皮城、海宁城投和钱江生化负责，近年开发并销售的项目有东方艺墅、华盛嘉苑、华府景苑、钱江大厦和荷园项目，截至 2021 年 9 月末，上述项目基本已经售罄。因近年部分安置房选择按市场价销售，收入分类为房地产销售收入，因此其收入中包含安置房市场化销售的收入，近年市场化销售安置房规模有所缩减，收入逐年减少。2018~2020 年，海宁资产商品房销售收入分别为 9.28 亿元、5.55 亿元和 3.57 亿元。2021 年 1~9 月，受益于子公司海宁城投的商品房项目怡景湾交房确认收入，商品房销售收入大幅增至 12.21 亿元。

海宁资产水务业务较为稳定，对整体收入有一定补充，但其对盈利贡献相对较弱

海宁资产水务板块业务收入来自子公司海宁水务，收入分为自来水销售和污水处理费收入两类。

供水方面，业务运营主体为海宁市第二水厂有限公司和海宁钱塘水务有限公司（以下简称“钱塘水务”），其中钱塘水务下辖海宁市自来水有限公司。截至 2021 年 9 月末，水务集团拥有自来水厂 2 个，日供水能力 60 万立方米，供水管道总长 7,582 千米，供水人口近百万，供水普及率市区以及农村地区均达到 100%，供水服务面积 862.74 平方公里。2018~2020 年，海宁资产实现供水收入分别为 2.42 亿元、2.64 亿元和 2.47 亿元；2021 年 1~9 月，海宁资产实现供水收入 2.02 亿元。

表 17：目前海宁市水价构成（元/立方米）

项目名称	划分标准	最新价格	开始实行时间
居民生活用水	用水量≤228 吨/年	1.7	2013 年 8 月
	用水量≥229 吨/年且≤372 吨/年	2.5	
	用水量≥373 吨/年	3.4	
非居民生活用水	第 1 档：国家机关、事业单位	2.7	2013 年 8 月
	第 2 档：化工、印染行业中属高污染或高水耗的工业企业	3.2	
	第 3 档：电镀、造纸、制革前道行业中属高污染或高水耗的工业企业	3.4	

特种行业用水	第1档：高尔夫球场、桑拿、水疗等用水	4.5	2013年8月
--------	--------------------	-----	---------

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

污水处理方面，海宁资产污水处理业务主要由海宁水务下属子公司浙江海云环保有限公司（以下简称“海云环保”）负责，主要承担海宁市污水设施的建设和污水收集、处理、运营管理等工作，经过多年发展，水务集团已经形成了管网建设、污水收集、污水处理等专业体系，在海宁污水处理方面具有垄断地位，管网建设100%覆盖海宁全部区域。自2018年起，海宁资产拓展海宁市外业务，主要由海云环保子公司哈尔滨北方环保工程有限公司（以下简称“北方环保”）负责，2018年海云环保以3.40亿元受让了北方环保60%股权，于2018年10月起纳入合并范围，主要负责污水处理设施的建设和运营和维护管理，业务范围主要为黑龙江省内。截至2021年9月末，海宁水务拥有污水处理厂27座，其中海宁市内有4座，其余污水处理厂主要位于黑龙江和内蒙古等地区；设计污水处理能力合计83.52万吨/日，其中海宁市内设计污水处理能力为41万吨/日。

2018~2020年及2021年1~9月，海宁资产实现污水处理收入分别为2.87亿元、3.74亿元、3.76亿元和2.93亿元。

由于水厂、污水处理厂及相关管线投资规模较大，同时自来水及污水价格涉及民生，企业无法按市场规则自主定价，公司水务业务近年毛利基本为负，业务整体盈利能力弱。

海宁资产商品销售收入大幅增长，其中天然气销售、化纤丝、化工PVC、建筑材料及油品销售均呈增长态势，但进出口贸易业务受跨境贸易环境影响而大幅缩减

公司商品销售板块经营主体主要包括海宁皮城下属的进出口公司、海宁城投下属海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“海宁天然气”）和海宁融诚聚数供应链股份有限公司（以下简称“融诚公司”）、海宁交投下属的海宁市通程石油有限责任公司（以下简称“通程石油”）和海宁市中国石化经营有限公司（以下简称“海宁石化”）。由于通程石油

于2018年1月纳入合并范围且融诚公司于2019年2月成立并快速扩张业务规模，海宁资产近年商品销售收入快速上升。

表 18：近年海宁资产商品销售收入主要构成（亿元）

公司	2018	2019	2020	2021.1~9
进出口公司	2.18	0.14	0.07	0.00
海宁天然气	4.96	6.35	5.57	6.28
融诚公司	-	5.04	19.08	23.30
通程石油和海宁石化	4.54	6.35	8.97	8.33
合计	11.68	17.88	33.69	37.91

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

进出口公司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，旨在为海宁中国皮革城市场商户提供进出口配套服务。进出口业务分为自营、代理两种形式。近年规模大幅缩减，主要系受到国际贸易形势及宏观经济环境影响，逐渐调整业务范围缩减业务量所致。

海宁天然气主要负责对接城市供气管网与国家供气网络的城市主管网建设和运营，具体为海宁市高压管道天然气的供应，负责与浙江省能源局和浙江省天然气开发有限公司进行对接，协调海宁市的年度用气指标。燃气业务上游供应商为浙江省天然气开发有限公司；下游客户主要为海宁新奥燃气发展有限公司（以下简称“新奥燃气发展”）。公司与上游供应商气款结算方式为每周结清，与下游客户气款结算方式为每月底25日结清当月气款。

融诚公司于2019年2月成立，由海宁城投子公司海宁城投金融投资有限公司、荣年融资租赁（中国）股份有限公司、鸿翔控股集团有限公司共同发起设立，分别持有45%、35%和20%的股权，是海宁市首家由国资、外资、民营资本共同组建的专业供应链管理服务公司，定位发展成为海宁当地区域块状经济的集合采购服务商。目前，融诚公司以当地特色产业集群为依托，围绕化纤丝、化工PVC、建筑材料开展主营业务。业务模式主要是三种：第一种为托盘模式，客户支付一定比例的保证金锁定货物价格，后根据客户实际需求在收到货款后发货；第二种为敞口账模式，根据客户提供的

资信及担保情况核定赊账额度及账期，优质客户可予以一定的信用额度；第三种为先款后货模式，客户直接向供应链公司采购货物，款到后发货由供应链公司出面集中采购。

表 19：2020 年融诚公司主要供应商情况（万元）

供应商名称	主要供货品类	采购金额
杭州巨欣钢铁有限公司	钢材	27,598.00
浙江富春环保新材料有限公司	轧硬卷	15,635.00
海宁市宝丰物质有限公司	煤炭	9,044.00
浙江金坤钢铁有限公司	钢铁	6,858.00
上海茂高物产贸易有限公司	金属材料	7,815.00
合计	-	66,950.00

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

表 20：2020 年融诚公司主要客户情况（万元）

客户名称	主要销货品类	销售金额
浙江鸿翔建设集团股份有限公司	钢材	25,026.00
浙江宝峰热电有限公司	煤炭	11,067.00
荣年融资租赁（中国）股份有限公司	设备、光伏	5,164.00
海宁中大建材股份有限公司	金属材料	29,806.00
海宁市海圆钢材有限公司	金属材料	13,314.00
合计	-	84,377.00

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

通程石油和海宁石化主要负责销售油品，收入主要来源于下属加油站。2018 年海宁石化陆续建成硖东、硖西和仰山路三个加油站并投入运营，同时 2018 年公司将通程石油纳入合并范围，增加了其下辖的马桥、周王庙和郭店三家加油站收入，故 2018 年以后公司油品销售收入大幅增加。

海宁资产收入逐年增长，但初始获利能力逐年下滑，同时公司承担了较多的民生业务，且基础设施建设项目不产生收益，整体盈利对政府补贴依赖较大

海宁资产的营业收入主要来自于物业租赁及管理、房屋销售和商品销售等，近年海宁资产整体营业收入持续稳步增长。

毛利率方面，近年公司营业毛利率呈下滑趋势，其中 2020 年，海宁资产营业收入毛利率为 11.93%，同比下降 7.13 个百分点。具体来看，物业租赁及管理毛利率水平较高，但 2020 年以来有所下滑，主要系受疫情影响减免租金所致；房屋销售

板块毛利率近年波动较大，其中 2019 年大幅上升主要系荷园项目售价较高所致，2020 年以来随着商品房售价的下降毛利率回至正常水平；商品销售毛利率 2020 年以来呈下降态势，主要系融诚公司薄利多销，摊薄了毛利率；生物制品业毛利率有所波动，系由于市场竞争激烈收入成本波动较大所致；土地整理毛利率一直处于较低水平，2020 年受到土地整理成本增加影响，收入成本倒挂；水务运营对政府补贴有一定依赖，近年收入成本以倒挂为主，近期随着污水处理价格的上调及保底处理量的调整，水务运营业务毛利实现扭亏，但持续性仍有待关注。

表 21：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

毛利率	2018	2019	2020	2021.1-9
物业租赁及管理	53.15	52.48	42.22	43.94
房屋销售	13.96	21.89	13.36	13.47
商品销售	5.32	5.62	2.58	1.52
生物制品业	13.59	5.82	7.11	8.82
土地整理	0.11	0.46	-0.47	0.14
水务收入	-9.05	-9.55	-15.11	0.87
其中：水费收入	14.73	-2.74	-3.86	-11.72
污水处理	-29.11	-14.36	-22.49	9.57
其他	30.53	25.45	23.26	28.88
主营业务	18.36	18.41	10.87	10.99
其他业务	61.11	51.00	64.49	55.32
综合营业毛利率	19.30	19.06	11.93	11.57

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

期间费用方面，近年公司期间费用波动下降，以财务费用、管理费用和销售费用为主，其中财务费用有所下降，主要系海宁资产将部分利息支出资本化所致。随着期间费用规模的下降及营业收入的走高，2020 年及 2021 年前三季度公司期间费用收入比下降明显，但整体水平仍较高，大幅侵蚀营业利润，费用控制有待加强。

近年海宁资产利润总额有所波动，经营性业务利润和投资收益为主要的盈利来源。其中 2020 年，受初始盈利能力减弱和其他收益规模下降的双重影响，海宁资产经营性业务利润为 5.08 亿元，同比下降 35.19%，其中，其他收益为 13.38 亿元，较上年减少 0.95 亿元。海宁资产投资收益主要来源于对嘉绍高速公路、盐官古城及半导体企业的长期股权

投资，投资收益持续性较好，2020 年，高速公路及旅游业受疫情影响较大，海宁资产投资收益同比下降 30.29%至 2.67 亿元，投资收益及政府补助对公司利润形成较大补充。另外，2020 年公司产生营业外支出 3.79 亿元，主要为子公司安置房项目产生的政策性亏损（即拆迁安置房项目投资成本大于房产销售收入的部分）。2021 年前三季度，海宁资产实现利润总额 7.82 亿元，其中其他收益和投资收益分别为 4.61 亿元和 4.99 亿元。

表 22：近年公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1-9
销售费用	2.74	2.13	1.85	1.04
管理费用	5.73	6.21	6.77	5.56
研发费用	0.17	0.27	0.35	0.28
财务费用	8.87	9.40	8.33	4.16
期间费用合计	17.51	18.01	17.29	11.04
期间费用收入比	24.88%	25.46%	19.55%	12.73%
利润总额	5.71	7.02	5.68	7.82
经营性业务利润	5.07	7.83	5.08	2.29
其中：其他收益	10.65	14.33	13.38	4.61
投资收益	3.50	3.83	2.67	4.99
营业外支出	2.27	4.18	3.79	1.15

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

母公司层面，公司作为投资控股型企业，本部主要承担股权投资职能，盈利主要来源于投资收益，2020 年及 2021 年 1~9 月投资收益分别为 2.27 亿元、和 2.58 亿元，主要为参控股公司现金分红及权益法核算的长期股权投资收益；同期，净利润分别为 0.27 亿元和 0.99 亿元。整体来看，受益于较为优质的股权投资质量，2021 年以来公司母公司层面均实现盈利且规模保持增长。

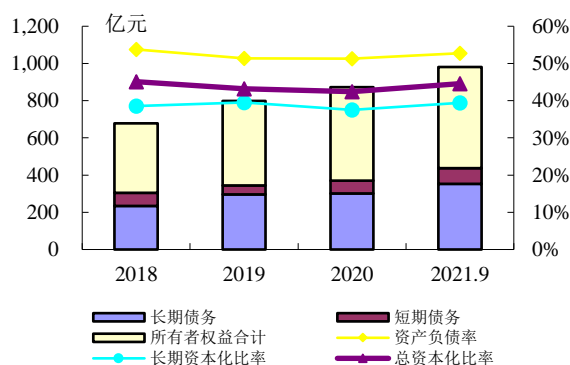
海宁资产规模不断扩大，目前负债水平控制合理，资本结构稳健，以长期债务为主的债务结构与业务情况相匹配

随着海宁资产实业经营规模的扩大、基础设施和土地整理规模的增长以及政府无偿划入资产，近年来海宁资产的资产整体规模逐年上升。2020 年末，海宁资产总资产为 1,032.25 亿元，同比增长 10.67%；总负债为 529.42 亿元，同比增长 10.50%；近年随着政府划入资产，海宁资产的自有资本不断夯实，同期，海宁资产所有者权益（含少数股东权益）为

502.82 亿元，同比增长 10.85%，主要系资本公积增长所致，主要为无偿划入海宁交投的绿化资产、固定资产及收到得各类财政资金等。但中诚信国际关注到，公司账面存在一定规模的公路资产，根据浙江省级主管部门对交通类资产会计核算的最新要求，公司需配合进行公路资产记账主体的调整，公司的部分公路资产需移交给海宁市交通局，截至 2021 年 9 月末已移交 4.87 亿元，后期将根据政策要求决定是否进一步移交，对公司资产和权益规模形成一定负面影响。从财务杠杆比率来看，近年一直处于较合理水平，2020 年末，海宁资产的资产负债率和总资本化比率分别为 51.29%和 42.42%，同比分别下降 0.08 和 0.77 个百分点。

2021 年 9 月末，海宁资产总资产为 1,149.34 亿元，总负债为 606.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 543.11 亿元；同期，海宁资产的资产负债率为 52.75%，总资本化比率为 44.59%。

图 1：2018~2021.Q3 海宁资产资本结构分析



资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

从资产结构来看，2021 年 9 月末，海宁资产非流动资产规模为 609.43 亿元，占总资产的比重为 53.02%，主要由长期股权投资、其他非流动金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程及其他非流动资产构成。其中，长期股权投资主要为对联营企业的投资，公司会选择性的参股部分落户海宁的优质企业，同时根据政府安排参股部分投融资平台，长期股权投资规模逐年增长；其他非流动金融资产主要为以公允价值入账的权益资产，包括非上市股权投资、基金投资、无公开市场报价的理财产品等；投资性房地产主要为海宁皮城对外出租的商

铺等房产，海宁皮城在全国建设有多个皮革专业市场，随着这些专业市场的投入运营，公司投资性房地产规模亦保持增长；固定资产主要系海宁资产房屋及建筑物、城建市政及公路资产、水资源生态湿地和机器设备等；在建工程主要系城市基础设施建设工程、道路整修项目的建设成本，续建及新建项目的推进，导致在建工程规模增加；其他非流动资产主要为教育园区资产、绿化资产等，近年均有所增长。

2021年9月末，海宁资产流动资产合计539.91亿元，占总资产的比重为46.98%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至2020年末，货币资金为142.14亿元，其中受限规模为7.62亿元，相对较小；其他应收款主要为应收各单位往来款，其中主要债务人包括海宁市财政局、海宁市土地收储中心、海宁市旧区有机更新开发有限公司、海宁市海昌新市镇建设有限公司、海宁盐官百里钱塘观潮景区管理委员会等（以上前五大合计占其他应收款的比重为64.74%），账龄多为1~3年，应收款规模较大且部分账龄较长，对公司资金造成占用，需关注其回收情况；存货主要为在建项目开发成本和开发产品等，主要包括保障安置房、商品房和土地整理成本，近年持续增长。

表 23：近年公司主要资产情况（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	70.43	84.86	77.18	142.14
其他应收款	81.63	71.71	74.34	80.50
存货	207.23	249.11	258.07	271.58
投资性房地产	74.59	80.33	91.88	92.55
固定资产	107.99	113.92	124.18	126.75
在建工程	67.41	85.88	121.59	141.86
长期股权投资	40.18	56.33	64.48	65.47
其他非流动金融资产	0.00	49.70	62.87	63.11
其他非流动资产	44.20	51.11	56.40	56.40
总资产	804.35	932.76	1,032.25	1,149.34

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

从负债结构来看，公司负债中非流动负债占比相对较高，2021年9月末非流动负债规模为390.69亿元，占总负债的比重为64.44%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。近年由于建设项目推进使得资金需求增加，长期借款和应付债券均呈增

长趋势，长期应付款整体亦保持增长，主要为政府置换债券转贷、航海铁路建设前期政策处理款、资金拆借及融资租赁款等，2021年9月末增长主要由于融资租赁款增加所致。

流动负债方面，2021年9月末，海宁资产流动负债规模为215.55亿元，占总负债的比重分别为35.56%，较上年末下降1.46个百分点，主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债及合同负债构成。短期借款与上年末基本保持稳定，主要为保证借款、抵押借款等；应付账款账龄主要分布在1~2年；其他应付款主要为单位往来款、押金、定金、工程质保金等，随着部分往来款的回收近期规模有所下降；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款及应付债券；合同负债主要为预收售房款、预收货款等。

表 24：近年公司主要负债情况（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021.9
短期借款	18.11	16.47	21.83	22.59
应付账款	19.20	27.97	26.23	26.17
其他应付款	61.58	63.93	66.29	54.56
合同负债	0.00	0.00	21.07	32.58
一年内到期的非流动负债	33.58	24.07	28.51	45.32
长期借款	72.36	93.68	103.90	119.19
应付债券	114.13	149.22	159.73	195.03
长期应付款	41.11	61.55	61.09	65.10
总负债	432.49	479.14	529.42	606.24

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

债务期限结构方面，公司以长期债务为主。截至2021年9月末，海宁资产总债务为436.99亿元，同比上升17.96%，同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.24倍，以长期债务为主的债务结构符合海宁资产项目建设周期较长的特点。

母公司层面，受益于财政资本性投入（2020年及2021年1~9月分别为4.13亿元和9.54亿元）及经营积累，公司本部所有者权益保持增长趋势，加之股权投资需求带动外部融资增长，资产总额亦有所增长，2021年9月末公司所有者权益和总资产分别增长3.79%和4.70%，资产负债率仍保持在57%左右。公司本部资产主要为货币资金、其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产，截至2021年9月

末上述资产账面价值分别占总资产的 10.58%、23.41%、50.34%和 11.28%。2021 年 9 月末其货币资金无受限情况，其他应收款主要系关联方借款，长期股权投资主要为对控股和参股子公司的投资；其他非流动资产系教育园区资产。

近年海宁资产经营活动净现金流及 EBITDA 均有所波动，目前负债规模及债务期限结构控制较为合理且负债水平比较适中，整体偿债风险基本可控，但海宁资产对外担保额度占净资产比例较高，仍面临一定的代偿风险

经营活动净现金流方面，由于现金流情况较好的经营性业务占比较高，公司经营活动净现金流近年均保持净流入，但受关联方往来款收支的影响波动性较大。2020 年及 2021 年前三季度，公司经营活动净现金流分别为 20.29 亿元和 30.56 亿元。

从获现能力看，海宁资产 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成，近年受利润总额波动影响整体有所波动。

偿债能力指标方面，2020 年，受经营活动净现金大幅减少影响，海宁资产经营活动净现金/总债务及经营活动净现金/利息支出均大幅下降，经营活动净现金对债务本息的覆盖程度明显减弱。同期，海宁资产 EBITDA 有所下降，EBITDA 对债务本息保障程度整体亦有所减弱。

表 25：近年来公司偿债能力分析（亿元、X）

指标	2018	2019	2020	2021.9
短期债务	72.17	48.40	68.58	84.19
长期债务	233.32	296.42	301.86	352.79
总债务	305.50	344.82	370.44	436.99
货币资金/短期债务	0.98	1.75	1.13	1.69
EBITDA/短期债务	0.35	0.57	0.38	-
经营活动净现金流	27.18	43.91	20.29	30.56
经营活动净现金/总债务	0.09	0.13	0.05	0.09
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.41	2.24	1.03	-
EBITDA	25.61	27.35	26.17	-
总债务/EBITDA	11.93	12.61	14.16	-
EBITDA 利息倍数	1.33	1.39	1.33	-

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

债务到期分布来看，截至 2021 年 9 月末，海宁资产 2021 年 10~12 月、2022 年及 2023 年到期债

务分别为 20.17 亿元、74.64 亿元和 85.09 亿元，短期偿付压力尚可。

表 26：截至 2021 年 9 月末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	2021 年 10~12 月	2022 年	2023 年
到期债务	20.17	74.64	85.09

注：与附表短期债务有差异，系公司长期债务中有部分分期偿还将在一年内到期，而一季报未将其调整至流动债务。

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

母公司层面，公司本部经营活动净现金流主要由收到/支付其他与经营活动有关的现金构成，主要系与关联方的往来款收支，随着公司往来款的逐年回收，近年公司经营活动净现金流均保持净流入。作为投资型企业，公司本部投资活动现金流规模较大，主要由股权投资和理财产品投资产生的现金流入和流出构成，2020 年及 2021 年 1~9 月本部投资活动净现金流分别为 0.96 亿元和 1.01 亿元，整体呈现小幅净流入。2020 年及 2021 年 9 月末，公司本部货币资金/短期债务分别为 1.46 倍和 0.69 倍，同时经营活动净现金流能对总债务提供一定覆盖，公司本部债务风险可控。

银行授信方面，截至 2021 年 9 月末，海宁资产共获得银行授信总额 212.65 亿元，未使用额度 103.09 亿元，仍具有一定的备用流动性。

受限资产方面，截至 2021 年 9 月末，海宁资产受限资产合计 51.43 亿元，占同期总资产的 4.47%。其中，受限货币资金账面价值为 7.62 亿元，其余主要为借款抵押的房产、土地资产以及质押的银行承兑汇票、应收账款等。公司受限资产的流动性受到一定限制，但规模相对较小，对整体资产流动性影响不大。

或有负债方面，截至 2021 年 9 月末，海宁资产对外担保余额为 222.80 亿元，占海宁资产同期净资产的 41.02%，其中除 10.67 亿元为商户等按揭提供给个人的担保外，其余被担保对象均为区域内国有企业，但由于公司对外担保规模较大，仍面临一定的代偿风险。

过往债务履约情况：根据海宁资产提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2022 年 1 月 4 日，海宁资产所有借款均到期还本、按期付息，未出现

延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，海宁资产在公开市场无信用违约记录。

外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“海宁市资产经营公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)”的信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于海宁市资产经营公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪

评级安排

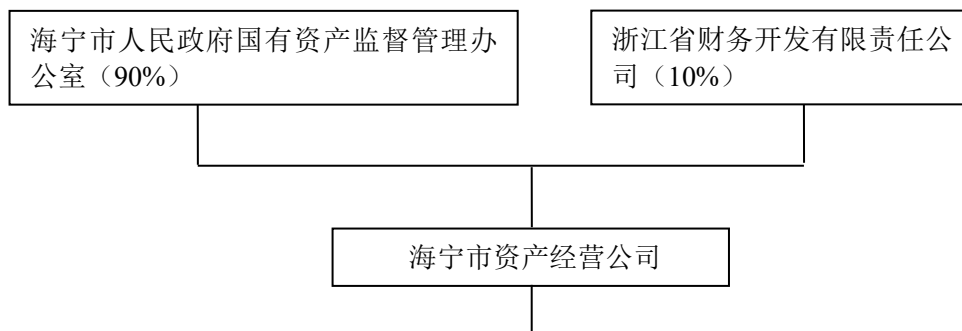
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

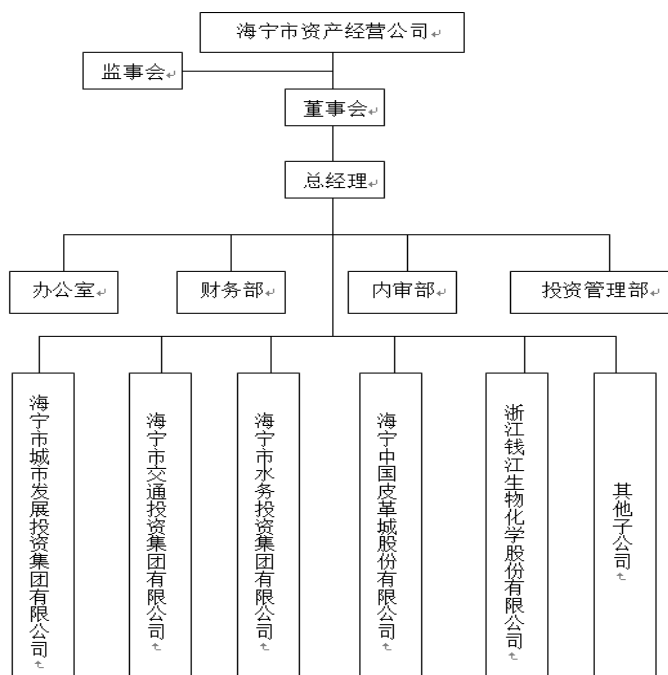
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：海宁市资产经营公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



序号	子公司名称	持股比例 (%)	序号	子公司名称	持股比例 (%)
1	海宁市城市发展投资集团有限公司	100.00%	9	海宁市越剧团有限公司	100.00%
2	海宁市交通投资集团有限公司	100.00%	10	海宁市金融投资有限公司	100.00%
3	海宁市水务投资集团有限公司	100.00%	11	海宁市基础设施投资基金有限公司	60.00%
4	海宁中国皮革城股份有限公司	58.97%	12	浙江金海洲建设开发有限公司	58.82%
5	浙江钱江生物化学股份有限公司	33.30%	13	海宁市产业投资有限公司	70.00%
6	海宁市水利建设投资开发有限责任公司	100.00%	14	海宁市市委党校培训咨询有限公司	100.00%
7	海宁市盐官景区综合开发有限公司	100.00%	15	海宁市转型升级产业基金有限公司	100.00%
8	海宁市广联信息网络有限责任公司	100.00%	--	--	--

注：1、仅列示公司全资及控股的一级子公司，持股比例为合计持股比例；2、公司直接持有海宁中国皮革城股份有限公司 34.58%股权，通过海宁市场开发服务中心持有海宁中国皮革城股份有限公司 18.36%股权，合计持股比例为 52.94%；3、公司为浙江钱江生物化学股份有限公司的第一大股东，且对其具有实际控制权，故持股比例未超过 50%而纳入合并报表。



资料来源：公司提供

附二：海宁市资产经营公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	704,250.12	848,632.24	771,825.33	1,421,426.43
应收账款	37,920.75	56,485.93	111,341.05	111,209.07
其他应收款	816,262.36	717,085.24	743,431.09	804,958.55
存货	2,072,317.86	2,491,127.58	2,580,660.11	2,715,817.49
长期投资	861,455.93	1,072,440.92	1,287,392.30	1,300,251.70
在建工程	674,089.33	858,823.72	1,215,914.56	1,418,599.26
无形资产	241,016.42	290,451.31	358,753.08	363,255.29
总资产	8,043,530.95	9,327,565.92	10,322,472.78	11,493,449.16
其他应付款	657,362.07	639,299.63	662,878.71	545,629.86
短期债务	721,733.66	483,998.11	685,772.57	841,912.15
长期债务	2,333,236.17	2,964,232.82	3,018,646.41	3,527,948.56
总债务	3,054,969.83	3,448,230.94	3,704,418.99	4,369,860.70
总负债	4,324,911.60	4,791,371.36	5,294,226.23	6,062,372.60
费用化利息支出	104,475.54	108,598.82	106,905.05	--
资本化利息支出	88,306.92	87,632.42	89,959.09	--
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	595,796.40	612,646.11	637,452.06	656,044.43
所有者权益合计	3,718,619.35	4,536,194.56	5,028,246.55	5,431,076.56
营业总收入	704,091.12	707,206.39	884,554.68	867,194.58
经营性业务利润	50,729.99	78,345.07	50,778.74	22,993.19
投资收益	34,977.24	38,259.80	26,672.01	49,931.77
净利润	36,334.40	51,359.60	38,373.25	62,222.08
EBIT	161,575.57	178,829.14	163,711.04	--
EBITDA	256,072.98	273,481.97	261,679.09	--
销售商品、提供劳务收到的现金	692,960.86	747,993.02	921,294.72	1,074,541.02
收到其他与经营活动有关的现金	3,172,738.21	3,115,961.19	3,231,505.80	867,573.82
购买商品、接受劳务支付的现金	486,475.99	757,082.95	896,630.00	742,877.98
支付其他与经营活动有关的现金	3,002,291.99	2,550,810.83	2,951,359.35	791,203.24
吸收投资收到的现金	5,341.30	13,840.00	14,831.70	0.00
资本支出	209,415.25	243,149.49	346,744.28	251,352.95
经营活动产生现金净流量	271,847.36	439,078.24	202,930.38	305,579.31
投资活动产生现金净流量	-246,353.71	-454,388.94	-353,083.78	-161,897.58
筹资活动产生现金净流量	16,017.71	189,401.57	35,703.05	502,083.30
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	19.35	19.22	11.94	11.57
期间费用率(%)	24.88	25.46	19.55	12.73
应收类款项/总资产(%)	11.81	10.81	10.35	9.81
收现比(%)	0.99	1.06	1.04	1.24
总资产收益率(%)	2.02	2.06	1.67	--
资产负债率(%)	53.77	51.37	51.29	52.75
总资本化比率(%)	45.10	43.19	42.42	44.59
短期债务/总债务(%)	0.24	0.14	0.19	0.19
FFO/总债务(X)	0.10	0.13	0.11	--
FFO 利息倍数(X)	1.57	2.26	2.00	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.41	2.24	1.03	--
总债务/EBITDA(X)	11.93	12.61	14.16	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.57	0.38	--
货币资金/短期债务(X)	0.98	1.75	1.13	1.69
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.33	1.39	1.33	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年三季度未经审计的财务报表整理；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、将其他应付款及其他流动负债中有息债务纳入短期债务并计算相关指标；将长期应付款及其他权益工具中有息债务纳入长期债务并计算相关指标。

附三：海宁市资产经营公司财务数据及主要指标（母公司）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	128,819.52	231,320.77	148,599.75	290,184.52
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	767,237.87	799,297.02	757,211.30	641,891.90
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,067,252.36	1,279,092.44	1,333,062.86	1,444,264.64
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	2,309,740.90	2,678,229.43	2,619,212.81	2,742,191.92
其他应付款	206,940.12	230,318.82	232,875.88	209,203.61
短期债务	319,850.00	234,466.30	101,781.18	420,000.00
长期债务	827,147.71	1,207,836.85	1,173,652.80	960,561.08
总债务	1,146,997.71	1,442,303.15	1,275,433.98	1,380,561.08
总负债	1,354,610.04	1,609,936.64	1,508,927.35	1,589,804.77
费用化利息支出	80,007.88	81,162.56	-	35,298.55
资本化利息支出	-	-	-	-
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	-	-	-	-
所有者权益合计	955,130.86	1,068,292.79	1,110,285.46	1,152,387.15
营业总收入	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性业务利润	-28,647.33	-31,677.59	-20,109.48	-15,910.05
投资收益	41,917.37	28,743.43	22,748.55	25,774.20
净利润	13,267.52	-2,935.95	2,659.44	9,901.68
EBIT	93,275.41	78,226.61	-	-
EBITDA	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	127,883.28	438,656.93	260,631.78	227,379.92
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	65,699.49	393,812.55	169,994.24	102,830.66
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	2.09	16,001.40	11,261.33	5,800.00
经营活动产生现金净流量	60,707.97	43,162.72	89,490.62	123,376.88
投资活动产生现金净流量	-27,882.49	-85,022.11	9,554.58	10,109.62
筹资活动产生现金净流量	56,510.01	144,360.63	-181,768.45	8,098.26
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	-	-	-	-
期间费用率(%)	-	-	-	-
应收类款项/总资产(%)	36.25	32.69	31.05	25.45
收现比(%)	-	-	-	-
总资产收益率(%)	4.10	3.14	-	2.25
资产负债率(%)	58.65	60.11	57.61	57.98
总资本化比率(%)	54.56	57.45	53.46	54.50
短期债务/总债务(%)	0.28	0.16	0.08	0.30
FFO/总债务(X)	0.05	0.03	0.07	-
FFO 利息倍数(X)	0.76	0.53	-	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.76	0.53	-	-
总债务/EBITDA(X)	-	-	-	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	-	-
货币资金/短期债务(X)	0.40	0.99	1.46	0.69
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	-	-	-	-

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年三季度未经审计的财务报表整理。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 / 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	资产负债率 = 负债总额 / 资产总额
	总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)
	长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资
	应收类款项 / 总资产 = (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 总资产
盈利能力	营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金成本 + 退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险合同准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用
	营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入
	期间费用合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 - 其他收益
	EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
	EBIT 利润率 = EBIT / 当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年营业总收入
	FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流 - 营运资本的减少 (存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加)
	收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
偿债能力	资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数 = FFO / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。