



海宁市城市发展投资集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 0548 号

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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 19 日

本次跟踪发行人及评级结果	海宁市城市发展投资集团有限公司	AA ⁺ /稳定
--------------	-----------------	---------------------

本次跟踪债项及评级结果	“18 海宁城投债/PR 海城发”、“19 海宁城投 MTN001”、 “19 海宁城投 MTN002”、“20 海宁城投 MTN001”、 “21 海宁城投 MTN001”、“21 海宁城投 MTN002”、 “22 海宁专项债/22 海宁债”	AA ⁺
-------------	--	-----------------

评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为海宁市的政治经济地位重要，经济财政实力较强且增速较好，潜在的支持能力强。海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“海宁城投”或“公司”）作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，区域重要性强，与政府关联度强。中诚信国际预计，公司将持续推进现有业务，维持多元化业务布局，土地整理和基础设施建设业务仍具有区域专营性；同时，需关注债务增长、资金支出压力大对其经营和整体信用状况造成的影响。
------	---

评级展望	中诚信国际认为，海宁市城市发展投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
------	--

调级因素	可能触发评级上调因素：海宁市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提高。 可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。
------	---

正 面
■ 地位重要性依然重要。跟踪期内公司继续作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，对海宁市人民政府的重要性强。 ■ 业务较为多元化且业务可持续性很强。跟踪期内，公司安置房建设、商品房建设、土地开发整理、燃气销售和商品贸易等业务模式未发生变化，收入来源依然较为多元化；土地整理和基础设施建设业务在建及拟建项目充足，业务可持续性很强。
关 注
■ 债务规模增长较快，短期偿债压力较大。随着公司业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，债务规模增长较快，短期偿债压力较大。 ■ 在建及拟建项目较多，面临一定的资金支出压力。公司安置房建设、基础设施建设及土地整理业务在建及拟建项目较多，尚需投资规模较大，公司未来面临一定的资金支出压力。

项目负责人：米玉元 yymi@ccxi.com.cn

项目组成员：蔡昊松 hscail@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

海宁城投（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	360.74	415.41	517.20
经调整的所有者权益合计（亿元） ¹	158.57	174.58	190.30
负债合计（亿元）	177.21	211.91	291.52
总债务（亿元）	132.25	167.58	249.76
营业总收入（亿元）	39.07	66.27	71.29
经营性业务利润（亿元）	1.63	1.20	1.09
净利润（亿元）	1.84	2.69	2.14
EBITDA（亿元）	3.19	3.90	3.63
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.23	-6.62	-39.02
总资本化比率（%）	45.48	48.98	56.76
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.54	0.62	0.46

注：1、中诚信国际根据海宁城投提供的其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 2020~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

评级历史关键信息 1

海宁市城市发展投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	18 海宁城投债/PR 海城发（AA+）	2022/06/22	米玉元、杨成	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
	19 海宁城投 MTN001（AA+）				
	19 海宁城投 MTN002（AA+）				
	20 海宁城投 MTN001（AA+）				
	21 海宁城投 MTN001（AA+）				
AA+/稳定	21 海宁城投 MTN002（AA+）	2022/06/22	米玉元、杨成	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
	22 海宁专项债/22 海宁债（AA+）				
AA+/稳定	21 海宁城投 MTN002（AA+）	2021/01/13	江林燕、杨成	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	-
AA+/稳定	21 海宁城投 MTN001（AA+）	2021/01/05	江林燕、杨成	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	-
AA+/稳定	20 海宁城投 MTN001（AA+）	2020/11/10	江林燕、杨成	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	19 海宁城投 MTN002（AA+）	2019/08/13	赵珊迪、夏子怡	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	19 海宁城投 MTN001（AA+）	2018/09/06	余茜、李傲颜	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000 2018_01	阅读全文
AA+/稳定	18 海宁城投债/PR 海城发（AA+）	2018/09/13	赵珊迪、李傲颜	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000 2018_01	阅读全文

注：中诚信国际口径。

评级历史关键信息 2

海宁市城市发展投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	18 海宁城投债/PR 海城发（AA+）	2018/11/23	翟贾筠、郑豆豆	地方政府融资平台评级方法	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	海宁城投	福清国资	晋江城投	余姚城投
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
地区	嘉兴市-海宁市	福州市-福清市	泉州市-晋江市	宁波市-余姚市
GDP（亿元）	1,247.00	1,604.42	3,207.43	1,513.60

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具和因政府划拨或投入资金等形成的公益性资产，海宁城投 2020~2022 年调整项分别为 24.96 亿元、28.91 亿元和 35.38 亿元。

一般公共预算收入（亿元）	95.08	117.21	150.88	120.74
经调整的所有者权益合计（亿元）	190.30	209.80	413.25	134.19
总资本化比率（%）	56.76	33.53	60.96	59.22
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.46	2.20	0.22	0.33

注：“福清国资”系“福清市国有资产营运投资集团有限公司”简称；“晋江城投”系“福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司”简称；“余姚城投”系“余姚市城市建设投资发展有限公司”简称。

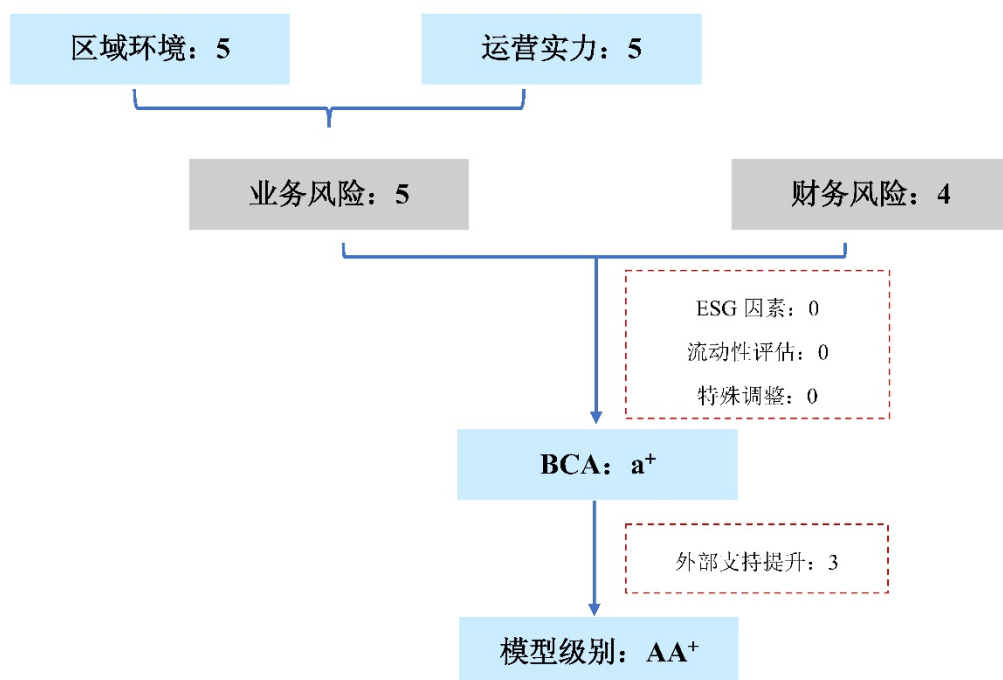
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
18 海宁城投债 /PR 海城发	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/22	13.80	8.28	2018/11/13- 2025/11/13	提前偿还条款
19 海宁城投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/22	7.00	7.00	2019/3/28- 2024/3/28	交叉违约条款
19 海宁城投 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/22	8.00	8.00	2019/8/30- 2024/8/30	交叉违约条款
20 海宁城投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/22	8.50	8.50	2020/11/17- 2025/11/17	票面利率选择权,回售 条款,交叉违约条款
21 海宁城投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/22	8.00	8.00	2021/01/22- 2026/01/22	票面利率选择权,回售 条款,交叉违约条款
21 海宁城投 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/22	3.50	3.50	2021/01/22- 2026/01/22	票面利率选择权,回售 条款,交叉违约条款
22 海宁专项债 /22 海宁债	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/22	13.80	13.80	2022/07/26- 2029/07/26	票面利率选择权,回售 条款,交叉违约条款

● 评级模型

海宁市城市发展投资集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，海宁市区域环境较好，为海宁城投的发展提供了良好的外部环境。同时，公司作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，业务竞争力较强；土地整理、片区开发及基础设施建设业务稳步发展，在建及拟建项目储备较为充足，具备很强的业务稳定性和持续性；但公司资产以项目建设投入形成的存货、固定资产和在建工程为主，经营性资产对公司收益的贡献一般，资产价值较低。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，海宁城投的所有者权益持续增长，具备一定的资本实力，总资本化比率处于合理区间，但近年来债务增长较快，需关注短期债务的偿付安排，此外EBITDA对利息保障能力有限。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对海宁城投个体基础信用等级无影响，海宁城投具有a+的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，海宁市政府支持能力强，对公司的支持意愿强，主要体现在海宁市的区域地位，以及强劲的经济财政实力和增长能力；海宁城投作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，承担市规划控制区内大部分旧城改造及安置房建设等业务，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“18 海宁城投债/PR 海城发”募集资金 13.80 亿元，其中 9.00 亿元用于伊桥二期公寓房北区块项目、双凤二期公寓房(北区)项目和双凤二期公寓房(南区)项目，4.80 亿元用于补充营运资金。截至目前，募集资金已使用完毕。

“22 海宁专项债/22 海宁债”募集资金 10.00 亿元，其中 5.90 亿元用于横头街历史文化街区开发建设项目，2.18 亿元用于中丝三厂文化创意产业园项目，1.20 亿元用于海宁市干河街历史文化街区开发建设项目二期，4.52 亿元拟用于补充营运资金。截至目前，募集资金已使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更

加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

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。2022 年，海宁市实现地区生产总值 1,247.00 亿元，居嘉兴市首位，第一产业增加值 21.41 亿元，第二产业增加值 724.71 亿元，第三产业增加值 500.87 亿元，产业结构以第二、三产业为主。截至 2022 年末，海宁市常住人口 100.2 万人。

稳定的经济增长和合理的产业结构为海宁市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入较为稳定，自给度及税收收入占比高；政府性基金收入是海宁市地方政府财力的重要补充，且近年来呈现增长态势。再融资环境方面，海宁市广义债务率处于嘉兴市中游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差低于全国平均水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来海宁市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,030.78	1,196.30	1,247.00
GDP 增速（%）	2.0	7.0	0.7
人均 GDP（万元）	9.65	10.99	11.33
固定资产投资增速（%）	7.6	2.2	7.8
一般公共预算收入（亿元）	100.93	114.40	95.08
政府性基金收入（亿元）	169.69	188.41	197.21
税收收入占比（%）	93.67	93.83	89.57
公共财政平衡率（%）	95.92	102.69	77.74

注：人均 GDP=GDP/当期公布的全市常住人口，其中，2022 年人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口测算而来；税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；2020~2021 年相关财政数据为决算数据，2022 年数据为执行情况数据。

资料来源：海宁市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，在土地整理和基础设施建设领域具有区域专营性，业务竞争力较强；安置房建设、商品房建设、土地开发整理和商品贸易等业务模式未发生变化，在手项目充足，具有很强的业务稳定性和可持续性，同时公司收入来源依然较为多元化，其中，

土地整理业务收入因土地市场行情原因有所下降，但安置房销售和商品房建设销售等业务收入实现增长，对公司整体营业收入形成了良好的补充和提升作用。

值得注意的是，公司项目建设形成的存货、固定资产及在建工程占总资产比重较大，相关项目建设期及回购期较长，存在一定的资金沉淀，且在房地产市场行情不佳的情况下，商品房业务面临一定的去化压力，致使公司经营形成的资产价值较低。

表 2：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
安置房销售收入	3.39	8.76	3.76	5.11	7.71	-4.95	7.56	10.60	-0.65
商品房销售收入	3.57	9.22	19.04	7.12	10.74	33.98	7.88	11.05	20.20
商业地产销售收入	0.24	0.61	45.47	1.04	1.57	22.10	2.88	4.04	0.20
土地整理收入	5.02	12.95	-0.47	6.64	10.02	0.14	4.45	6.24	-2.03
燃气销售收入	5.57	14.39	0.69	9.71	14.65	0.74	13.50	18.94	0.45
商品销售收入	19.01	49.09	1.82	31.69	47.82	1.33	29.25	41.03	2.53
其他业务	1.93	4.98	35.52	4.96	7.48	36.92	5.78	8.10	34.17
营业收入/毛利率合计	38.72	100.00	5.07	66.27	100.00	7.13	71.29	100.00	5.94

注：其他业务包括租赁、物业管理、客房经营等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房产销售板块

跟踪期内，房产销售仍是公司营业收入的重要来源，部分项目完工交付带动收入大幅增加，整体毛利水平较好，但仍需关注商品房面临的去化压力；考虑到公司在建及拟建项目充足，未来随着在建项目的陆续竣工，公司尚有较大收入确认空间，同时需关注可能面临的较大资本支出压力。

公司房产销售板块主要包含安置房建设板块、商品房开发板块和商业地产开发板块。

安置房建设方面，海宁市区的旧城改造项目投资及房地产开发建设的运营主体在原有海宁市旧城改造与开发投资有限公司（以下简称“旧改公司”）的基础上新增海宁市房地产开发有限公司（以下简称“房产公司”），海宁城郊结合部的安置房开发建设任务仍由海宁市城郊投资有限公司（以下简称“城郊公司”）负责运营，安置房建设的业务模式和销售模式未发生变化。安置房建设业务具有民生属性，盈利能力较弱，由于安置房的售价低于建造成本而产生的政策性亏损由财政资金予以补贴，2020~2022 年公司获得的安置房亏损补贴分别 3.68 亿元、1.21 亿元和 2.08 亿元，计入营业外收入。

跟踪期内，随着伊桥二期北区、硖北里二期、双凤二期南区、双凤二期北区、红纸坊二期等安置房项目的交房，安置房业务收入增加明显。其中，伊桥二期北区、双凤二期南区和双凤二期北区为募投项目，目前处于完工状态；销售情况方面，截至 2022 年末，伊桥二期北区项目已售 6.88 万平方米，待售 3.07 万平方米，已回款并确认收入 2.42 亿元；双凤二期（南、北片区）已售 6.48 万平方米，待售 4.13 万平方米，尚有一定收入确认空间。

表 3：截至 2022 年末公司已完工在售安置房项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	项目总投	已销售面积	待销售面积	已实现销售收入	已回款金额
城南大道一期	22.59	21.87	5.98	15.04	15.04
月亮湾	11.14	11.97	4.11	6.37	6.37

人民花苑	3.84	5.01	1.80	5.51	5.51
广顺里	2.02	2.73	0.63	1.99	1.99
欣丰佳苑（农丰小区）	2.58	2.11	1.51	0.82	0.82
伊桥二期北区	6.64	6.88	3.07	2.42	2.42
凤翔小区（双凤二期北）	2.27	2.30	0.67	1.00	1.00
双凤二期南	5.12	4.18	3.46	0.92	0.92
长田区块安置房	1.23	0.53	1.62	0.17	0.17
红纸坊	1.12	1.73	0.15	1.43	1.43
北湖嘉园一期	3.64	4.08	1.52	2.55	2.55
北湖嘉园二期	2.37	3.13	0.26	2.85	2.85
怡景湾	10.50	8.19	0.53	9.23	9.23
硖北里二期	8.50	2.29	3.94	2.09	2.09
建材市场北	9.39	3.37	4.34	3.27	3.27
红纸坊二期	0.76	0.63	0.00	1.28	1.28
合计	93.71	81.00	33.59	56.94	56.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目承接方面，随着跟踪期内文星苑二期、农丰十六组、联合里和海昌路东、平阳路北等安置房项目的开工建设，截至 2022 年末公司在建安置房项目 7 个，预计总投资合计 95.71 亿元，尚需投资 44.24 亿元；同期末，公司拟建安置房项目 2 个，分别为碧云路东、文桥港南安置房项目和水申园安置项目，预计投资规模合计 19.41 亿元。公司安置房项目建设资金主要为公司自有资金及外部融资，目前在建/拟建安置房项目后续投资规模较大，需关注公司面临的资金支出压力。

表 4：截至 2022 年末公司在建安置房项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
伊桥二期南	2019-12-2022.12	2.75	2.75
硖南区块公寓房	2021.8-2024.8	21.31	13.09
文星苑一期（轻机厂项目）	2021.7-2024.7	13.38	8.10
文星苑二期（尖嘴汇）	2022.1-2024.1	13.02	6.63
农丰十六组	2022.1-2025.6	14.54	7.10
联合里安置房项目	2022.3-2024.12	9.32	4.52
海昌路东、平阳路北安置房项目	2022.7-2025.6	21.39	9.28
合计	--	95.71	51.47

注：伊桥二期南已完成投资，因尚未办理完工决算，仍放在在建项目中核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司的商品房开发业务主要由房产公司负责运营，市场化运营模式未发生变化。截至 2022 年末，公司在售商品房项目主要为水月云庐项目、华府景苑项目和荷园项目。其中，水月云庐项目已完工并交付，概算总投资 9.82 亿元，已投资 7.40 亿元，剩余未投部分为保证金及室外附属设施投资等；可供销售面积 40,712.57 平方米，其中已销售面积 23,685.80 平方米，实现销售收入 5.97 亿元，尚未销售面积 17,026.77 平方米，尚有一定收入确认空间；此外，华府景苑及荷园项目均已处于尾盘销售阶段。跟踪期内，公司在建商品房项目主要为双漾里未来城项目，该项目为海宁市首个未来社区的重要组成部分，位于海宁市城区中心，规划用地面积 104,820 平方米，由高层住宅、商业、物业用房、文化设施用房、社区用房及其他配建用房组成，总建筑面积 425,891.25 平方米，其中，住宅共 17 幢 1,110 户 185,569.63 平方米，商业建筑面积 57,264.39 平方米，项目预计总投资 63.72 亿元，截至 2022 年末已投资 32.40 亿元，项目资金来源主要为公司自筹。

商业地产开发方面，主要由海宁市城镇有机更新有限公司负责运营，收入主要来自老城区块改造

升级项目配套商铺工人路商业中心的商铺销售以及保障房项目配套商铺销售。跟踪期内，商业地产业务收入呈现增长态势，主要系商业中心二期完工并实现部分出售所致。截至 2022 年末，公司商业地产业务暂无在建及拟建项目，商业中心一期已完成对外租售及自用，二期剩余可租售面积 9.09 万平方米，仍存在一定的可确认收入空间。

表 5：截至 2022 年末公司商业地产项目情况

项目名称	老城区块改造升级项目	
	商业中心一期	商业中心二期
工程进度	已完工	在建
建设周期	2014~2016	2019.9~2022.12
总投资（亿元）	11.80	12.78
已投资（亿元）	11.80	12.78
面积（万平方米）	14.97	11.15
其中：预计出售面积	5.37	7.65
已出售面积	2.76	2.06
出售部分确认收入	5.60	4.48
预计出租面积	8.00	3.50
已出租面积	10.64	0.00
出租部分累计确认收入	1.20	0.00
自用面积	1.57	0.00
累计回笼资金（亿元）	6.80	4.48

注：1、商业中心二期已完成投资，因尚未办理完工决算，工程进度仍处于在建中核算。2、商业中心一期已出租面积大于预计出租面积，系该项目可售及自用部分实际均为可租可售，部分可售及自用部分已对外出租。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理板块

跟踪期内，受土地市场行情影响，公司土地整理收入有所下滑；公司在整理土地未来尚需投入规模较大，面临一定的资金支出压力，同时需关注已整理土地的后续回款情况。

跟踪期内，土地整理业务的运营主体主要系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”），业务模式不变，即土地开发公司与海宁市土地收储中心签订土地开发协议，根据政府总体规划，自行筹资开展土地一级开发整理工作，整理完成后交给收储中心进行收储和出让，公司以收取土地整理包干费的形式确认收入。待收储土地出让或行政划拨后，海宁市土地收储中心支付公司土地整理包干费用（即土地整理收入），于土地出让后 3~6 个月内结清。2022 年，公司收到土地整理回款同时确认收入 4.45 亿元，受区域土地市场影响，公司土地整理业务节奏有所放缓，当年整理面积和出让面积均大幅下降，土地整理收入下滑；当年公司土地整理平均成本为 50.06 万元/亩，较上年基本保持稳定；包干费用仍为 80 万元/亩。

表 6：近年来公司整理的土地情况

项目	2020	2021	2022
土地整理面积(亩)	500.0	390.4	169.8
平均整理成本（万元/亩）	31.00	50.2	50.06
土地整理总支出（亿元）	1.55	1.96	0.85
土地出让面积（亩）	685	729	309

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司主要在整理土地预计总投资 90.28 亿元，尚需投入 24.67 亿元，投入规模较大；同期末，公司暂无拟整理的土地开发项目。公司已整理未出让土地面积 4,526.94 亩，未来存

在一定的收入确认空间，但土地出让计划和出让进度易受政策及土地一级市场行情变化影响，需关注公司整理土地的出让及后续回款情况。

表 7：截至 2022 年末公司主要在整理的土地情况（亿元、亩）

地块	总投资	已投资	在整理面积	已整理未出让面积
高丰村区块拆迁项目	4.74	4.67	702.00	491.00
长田村区块拆迁项目	12.77	12.77	1246.10	652.57
伊桥村区块拆迁项目	7.84	3.04	485.09	281.17
双凤村区块拆迁项目	7.81	2.61	1708.28	299.40
民和村区块拆迁项目	11.03	11.03	938.87	750.70
东长村区块拆迁项目	2.78	2.78	255.85	125.85
联和村区块拆迁项目	3.51	2.09	1219.00	1,190.60
西环村区块拆迁项目	2.73	2.73	1515.24	269.72
荷叶村区块拆迁项目	3.11	2.74	993.90	215.07
永丰村区块拆迁项目	2.81	2.81	929.72	113.85
硖南联和、军民、荷叶、双合区块	15.16	6.25	3518.58	137.01
金龙、张店整治区块	15.99	12.09	5439.41	0.00
合计	90.28	65.61	18,952.04	4,526.94

注：部分项目已完成投资，因尚未办理完工决算，仍放在在建项目中核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块

基础设施建设业务具有一定的区域垄断性，主要通过财政资金和部分安置房市场化销售收入来平衡资金，跟踪期内各项目建设持续推进。

公司基础设施建设业务主要由公司下属子公司海宁市城市建设开发投资有限公司（以下简称“城市建设公司”）和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”）运营，其中城市建设公司主要承担海宁市区道路、桥梁和绿化等城市基础设施项目的投资建设任务，社发集团主要承担学校、医院等社会公益类项目的建设管理。

跟踪期内，公司城市基础设施项目建设的业务模式和资金平衡方式未发生变化，在工程建设期，项目总投资的 50% 由市财政出资，另外 50% 由公司自筹垫付。资金平衡方面，剔除财政资金部分外，海宁市政府还将根据公司运作情况择时批准一定比例的安置房进入市场销售，销售收入用于城市基础设施、旧城改造等项目建设。对于公司垫付的资金，在项目完工后转入固定资产后，财政按固定资产全额折旧费用分 50 年返还给公司，项目的后续处理方式尚存在一定不确定性。公司各期获得的基础设施年折旧额财政补贴在“其他收益”的政府补助中体现。

截至 2022 年末，公司主要已完工项目包括浙大国际校区北侧地块绿化一期等，总投资 35.54 亿元，其中财政出资 17.77 亿元，自筹部分已收到财政补贴 4.66 亿元。2022 年，干河街维修区块附属工程等项目相继开工建设，截至 2022 年末，城市建设公司主要在建基础设施建设项目 9 个，合计总投资 27.45 亿元，尚需投入 17.67 亿元，未来资金支出压力整体可控。

表 8：截至 2022 年末城市建设公司主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
碧云路南延（江南大道-丰收路）	2019.10~2022.4	1.16	1.16
浙大国际校区北侧地块绿化二期工程	2020.4~2021.12	0.64	0.64

郇家岭山体修复及绿化提升项目	2020.10~2022.7	0.38	0.38
联民路（江南大道至袁硖港南）项目	2021.11~2023.5	0.72	0.68
干河街维修区块附属工程	2022.1~2022.12	2.08	2.08
文宗路（联新桥至西山路）道路拓宽改造项目	2022.3~2022.8	0.75	0.75
文苑路（江南大道至西山路）道路改造项目	2022.5~2023.7	3.00	1.22
城南快速化改造项目	2022.8~2025.8	13.74	0.20
硖石景区慢行廊道系统建设项目	2022.3~2023.8	4.98	2.67
合计	-	27.45	9.78

注：部分项目已完成投资，因尚未办理完工决算，仍放在在建项目中核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，社发集团仍承担海宁市社会公益类项目的建设管理，仍采用代建模式，业主单位各项目所属单位，资金全部由海宁市财政资金解决，社发集团根据相关代建协议约定的代建管理费确认收入（计入其他业务收入），其中，2022 年确认代建管理费收入 1,015.58 万元。

在建和拟建方面，截至 2022 年末，社发集团主要在建项目有异地新建海宁市人民医院开发区分院、仰山小学扩建工程、异地新建海宁市第二中学项目等，在建项目预计总投资 28.87 亿元，尚需投入 11.26 亿元；同期末，公司暂无拟建公益性项目。

表 9：截至 2022 年末社发集团主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
异地新建袁花中心卫生院项目（一期）	0.79	0.79
异地新建海宁市人民医院开发区分院	1.49	1.49
仰山小学扩建工程	1.13	1.13
异地新建袁花人民法庭	0.10	0.10
新建海宁市龙渡小学	1.67	1.67
异地新建海宁市第二中学项目	2.16	1.54
新建钱塘实验小学（暂定名）项目	1.84	1.62
新建海宁市第五中学龙渡校区（暂定名）项目	1.67	1.51
长安镇卫生院异地新建项目	0.64	0.51
射击中心新 4 号馆项目	0.41	0.36
许巷派出所、许巷交警中队	0.75	0.49
学林街停车楼项目	0.70	0.70
海昌街道康养中心	2.27	0.88
海宁市执法办案综合体项目	1.40	0.81
新建海宁市南苑小学江南校区（暂定名）项目	3.54	1.25
新建静安初级中学（暂定名）项目	3.32	1.20
易地新建桃园小学项目	2.59	0.85
易地新建周王庙初级中学	2.40	0.71
合计	28.87	17.61

注：部分项目已完成投资，因尚未办理完工决算，仍放在在建项目中核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，为拓展收入来源，公司进行自营项目建设。公司自营项目建设资金主要通过自有资金、公开市场债券融资及银行贷款等方式解决。跟踪期内，公司主要自营项目有横头街历史文化街区开发建设项目、中丝三厂文化创意产业园项目和海宁市干河街文化街区开发建设项目二期，均处于在建阶段，截至 2022 年末已投资 14.32 亿元，尚需投入 1.58 亿元，资金支出压力较小。三个自营项目建设完成后，主要通过旅游文化服务收入、旅游配套服务收入和其他收入来获得一定的经营

收益以平衡前期项目建设资金投入。

表 10：截至 2022 年末公司自营项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
横头街历史文化街区开发建设项目	2020.11~2023.11	8.50	7.23
中丝三厂文化创意产业园项目	2020.9~2023.9	5.60	5.60
海宁市干河街文化街区开发建设项目二期	2020.4~2023.9	1.80	1.48
合计	-	15.90	14.32

注：部分项目已完成投资，因尚未办理完工决算，仍放在在建项目中核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块

跟踪期内公司商品销售业务收入存在小幅波动，但仍是公司营业收入的重要组成部分。

跟踪期内，公司商品销售业务的经营主体海宁市融城聚数供应链股份有限公司（以下简称“融诚公司”）未发生变化，主要围绕化纤丝、化工 PVC、煤炭和建筑材料开展销售。

业务模式未发生变动。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，控制货物价格波动风险，后根据客户实际需求在收到货款后发货；第二种为敞口赊账模式，根据客户提供的资信及担保情况核定赊账额度及账期（一般为 1~6 个月），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。

跟踪期内，公司的主要贸易品种为金属材料、化学纤维等，上述品种销售收入在商品销售贸易业务收入中的占比超过 80%。

表 11：2021~2022 年主要贸易品种（亿元）

贸易品种	2021		2022	
	收入	成本	收入	成本
金属材料	11.59	11.43	12.24	12.18
非金属材料	1.24	1.21	0.00	0.00
化学纤维	6.47	6.43	11.21	11.15
化学合成材料	7.67	7.56	1.66	1.62
设备	2.12	2.05	0.00	0.00
合计	29.09	28.68	25.11	24.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游集中度方面，跟踪期内，公司前五大供应商采购比例占总采购的 58.36%，上游集中度处于合理区间；公司前五大客户的销售比例占销售金额的 76.15%，相对集中，对相关客户的依赖程度较大。

表 12：2022 年前五大供应商及客户情况（亿元、%）

上游供应商	采购品种	采购金额	占商品采购的比重
浙江恒逸石化销售有限公司	纺织品	5.32	20.35
响水恒生不锈钢铸造有限公司	不锈钢	4.03	15.42
海宁市城投物资贸易有限公司	不锈钢	2.66	10.19
上海茂高物产贸易有限公司	钢卷	1.79	6.87
浙江恒优化纤有限公司	化纤丝	1.44	5.53
合计	--	15.24	58.36
下游客户	销售品种	销售金额	占商品销售的比重
浙商中拓集团股份有限公司	不锈钢	9.37	35.62

浙江益通新材料有限公司	纺织品	3.68	14.01
海宁市中大建材股份有限公司	轧硬卷	2.87	10.91
嘉兴市朗瑞纺织品有限公司	纺织品	2.45	9.31
浙江伟博化工科技有限公司	化工材料	1.66	6.30
合计	--	20.03	76.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

跟踪期内，公司以负责燃气销售业务的子公司海宁市新欣天然气有限公司的股权注资海宁新奥燃气有限公司，后期将以参与新奥燃气经营业绩分成的方式获取收益；此外，公司其他业务保持多元稳定发展，收入较往年有所增长，对公司整体营业收入和利润起到重要补充。

跟踪期内，公司燃气业务的运营主体和业务模式均未发生变化，由公司下属控股子公司海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“海宁天然气”）负责运营；海宁天然气经营模式为自主经营，无政府补贴，海宁天然气公司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。2022 年，受燃气需求增长的影响，公司燃气销售量有所上涨，带动业务收入增长。2023 年 5 月，公司以海宁天然气的股权增资海宁新奥燃气有限公司（以下简称“新奥燃气”），海宁天然气成为新奥燃气子公司，脱离公司并表范围，自此，公司本部持有新奥燃气 5.59%的股权比例，公司的全资子公司海宁市万通燃气有限责任公司持有新奥燃气 15.41%股权，海宁城投合并范围内合计持有新奥燃气 21.00%的股权比例，后期将以参与新奥燃气经营业绩分成的方式获取收益。

跟踪期内，公司其他业务保持多元稳定发展，特别是 2021 年公司并入海宁传媒公司，带动了公司当年其他业务收入大幅增长，对公司营业收入和经营利润形成良好补充，提高抗风险能力，预计未来公司仍将保持多元化发展趋势。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，随着公司业务的持续推进，公司债务规模大幅增长，但债务结构合理；同时，受益于政府在财政资金方面的大力支持，跟踪期内公司所有者权益增长，资本实力有所增强；但公司经营获现能力一般，无法匹配较快增长的债务规模，导致 EBITDA 对利息的保障能力不足。

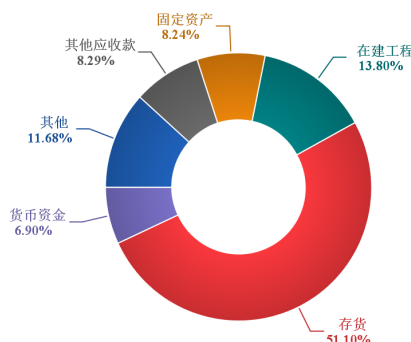
资本实力与结构

跟踪期内，公司持续获得政府在资金补助及资产划拨方面的支持，净资产规模保持快速增长趋势，提升了公司的资本实力；公司债务规模增长较快，财务杠杆率呈增长趋势，资本结构有待优化；公司资产中以土地整理、安置房和商品房建设等形成的存货为主，该部分资产流动性不足，整体资产质量不佳。

公司作为海宁市城市规划控制区最重要的土地整理及基础设施建设主体，承担市规划控制区内大部分旧城改造及安置房建设等业务，随着建设项目的推进及政府在资产划转、资本注入等方面的支持，公司资产规模保持较快增长态势，2020~2022 年复合增长率达 19.74%。

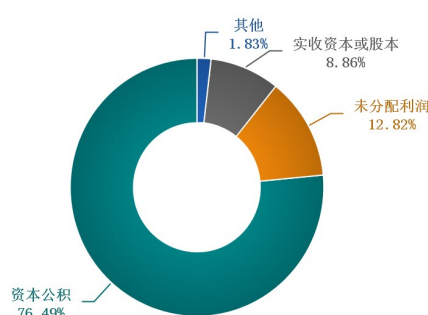
公司形成了以土地整理、片区改造及基础设施建设为主，商品销售、租赁等为辅的多元化业务布局，资产主要由上述业务形成的存货、在建工程和固定资产等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重接近 70%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。流动资产方面，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务及债务规模的扩张保持增长趋势，且受限规模较小；公司项目建设形成的存货占总资产规模的 51.10%，主要以安置房建设、商品房建设及土地整理业务形成的开发成本和开发产品为主。非流动资产方面，固定资产和在建工程以道路市政建设及城市基础设施建设形成的公益性资产为主，上述业务形成的资产变现能力和盈利能力不足；除此之外，公司持有部分长期股权投资和投资性房地产，能够对公司收入和现金流形成一定补充，但由于规模有限，对公司收益贡献较为有限。总体来看，公司资产的流动性和变现能力较弱，整体资产质量不佳。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，根据海宁市财政局《关于海宁市城市发展投资集团有限公司 2022 年度收到财政资金的财务处理意见的通知》，公司及下属子公司 2022 年度收到财政资金、补助款合计 12.48 亿元，并按有关用途计入资本公积 9.01 亿元，受益于政府在资金划拨和资产划入方面的持续支持，公司资本公积大幅增长，带动经调整的所有者权益增长。公司作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转资产，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持增长态势。

随着业务的推进，公司财务杠杆水平呈现增长态势，但资产负债率仍保持在 60%以下，总资本化比率在 50%左右。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计短期内易升难降。

表 13：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
资产总额	360.74	415.41	517.20
非流动资产占比	31.85	30.78	30.89
经调整的所有者权益	158.57	174.58	190.30
资产负债率	49.12	51.01	56.37
总资本化比率	45.48	48.98	56.76

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司经营活动净现金流呈净流出状态，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营

发展对外部融资依赖性增强，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

受益于业务的扩张及较快的多元化发展，跟踪期内公司收入保持较快增长，销售商品、提供劳务收到的现金基本能与营业收入相匹配，公司收入质量一般。

公司经营活动净现金流受商业房地产预售、商品销售及土地整理和其他基础设施建设回款的影响较大。跟踪期内，受地方经济财政的影响，公司收到的土地整理及基础设施建设回款减少，经营活动现金流入减少；同时形成存货的项目建设进度持续推进，加大了经营活动现金流出，致使经营活动净现金流呈现净流出增加的趋势，公司经营活动获现能力较弱。

跟踪期内，公司加大对道路市政建设及城市基础设施建设的投入，致使其投资活动现金流出规模进一步加大。根据其自身发展计划及投资业务的定位，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，银行借款和应付债券呈现快速增长态势，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时，受益于股东的持续支持，跟踪期内，公司吸收投资收到的现金合计 1.78 亿元，对资金形成了一定的补充。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等方式筹集的资金，可以有效覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 14：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	0.23	-6.62	-39.02
投资活动产生的现金流量净额	-15.24	-11.58	-22.96
筹资活动产生的现金流量净额	13.29	27.11	71.33
现金及现金等价物净增加额	-1.72	8.91	9.36
收现比（X）	0.99	0.99	0.97

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担加重，但债务结构以长期债务为主，与其业务特征相匹配；跟踪期内受利息增加和经营活动获现能力减弱的影响，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息难以形成有效覆盖，整体保障能力有所下降。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内债务规模增长较快，2022 年末债务同比增长约 49%。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较多元；公司短期债务占比有所下降，债务以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 15：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	成本	金额	1 年以内	1 年以上
银行借款	信用借款/保证借款/质押借款	4.56%	64.95	14.34	50.61
债券融资	中票/私募债/其他债务融资工具等	3.76%	149.29	2.78	146.52
其他	长期应付款	--	26.28	4.95	21.33
其他	应付票据	2.45%	9.23	9.23	--
合计	--	--	249.76	31.30	218.46

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息支出构成，近年来公司 EBITDA 及经营活动净现金流对利息的覆盖能力不足。跟踪期内，受经营活动净现金流缺口加大和利息费用增加的影响，EBITDA 及经营性现金流量有所下降，进一步弱化了对利息的覆盖能力。

表 16：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
总债务	132.25	167.58	249.76
短期债务占比	30.07	18.06	12.53
EBITDA	3.19	3.90	3.63
EBITDA 利息覆盖倍数	0.54	0.62	0.46
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.04	-1.06	-4.90

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产占有一定规模，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值为 66.97 亿元，占当期期末总资产的比重为 12.95%。或有负债方面，公司无重大未决涉诉情况；截至 2022 年末，公司对外担保余额为 3.54 亿元，占同期末净资产的比例为 1.57%，被担保单位系海宁市国有企业，担保金额占比较小，整体风险可控；此外由于为购买公司房产客户办理个人购房抵贷提供阶段性连带责任保证担保产生 5.58 亿元担保余额，该担保责任在购房客户办理完毕房屋所有权证并办妥房产抵押登记手续后解除。

表 17：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	海宁上塘水务有限公司	国有	26,500.00
2	海宁光耀热电有限公司	国有	8,937.50
合计		-	35,437.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——2023 年，公司仍作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，没有显著规模的资产划入和划出，公司将获得政府在注资和资产划转方面的持续支持。

——2023 年，公司持续推进安置房及商品房建设销售，业务规模及收入得到进一步提升；燃气销售业务由于运营子公司出表不具持续性；其他各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 100~150 亿元，股权类投资规模在 2~5 亿元。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增权益类融资 5~15 亿元、债务类融资 50~80 亿元。

预测

表 18：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	48.98	56.76	54.09~66.11
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.62	0.46	0.30~0.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动净现金流呈现净流出状态，2022 年末公司可动用账面资金为 33.31 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 132.86 亿元，尚未使用授信额度为 68.02 亿元，备用流动性较为充足。此外，海宁市经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，在手批文充足，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于基础设施建设及土地整理等项目，资金需求约 100~150 亿元。同时，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 31.30 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 7.97 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司注重安全管理和供应链管理，在信用披露的及时性和内控制度的建立方面表现良好；公司资源管理和可持续发展方面仍有提高空间。

环境方面，作为基础设施建设主体，公司面临着生产经营所带来的环境问题和可持续性问題，在环境保护和排放物管理等方面尚有提升空间，同时需注重公司整体的可持续发展。

社会方面，公司在安全管理和供应链上下游管理方面较为完善，对投资者责任的重视程度较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司信息披露制度及内控管理制度的建立方面表现良好，同时，

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

高管层面的综合管理有助于公司治理结构的稳定和公司的稳健运营。

外部支持

中诚信国际认为，海宁市政府支持能力强，主要体现在以下方面：

近年来，海宁市经济稳步增长，地方生产总值常年居于嘉兴市首位。海宁市以第二、第三产业为核心，不断优化区域产业结构和布局，不断提升发展质量和效益，为全市经济和财政实力提供了有力支撑。固定资产投资及城市更新等推升了海宁市政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年政府债务余额位列嘉兴市中游水平，显性债务率高于国际警戒标准；区域内融资平台较少，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务规模较为可控。

同时，海宁市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司作为海宁市最重要的土地整理及基础设施建设主体，业务发展可得到海宁市政府的有力支持，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，资产规模在海宁市国资委管理资产中占有一定比重，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由海宁市国资委间接控股，业务开展方面直接根据政府意图承担土地整理和基础设施建设任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、财政补贴等方面有良好记录，政府给予的项目支持对于公司经营体润的提高具有重要支撑。

表 19：海宁市平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
海宁资产经营公司	海宁市财政局 90%	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	1,328.48	606.37	54.36	127.37	10.45	289.84
海宁城投	海宁资产经营公司 100%	海宁市城市规划控制区最重要的土地整理及基础设施建设主体，承担了城市规划控制区内大部分安置房建设及旧改任务。	517.20	225.68	56.37	71.29	2.14	149.29
海宁市交通投资控股集团有限公司	海宁资产经营公司 100%	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。	268.30	183.74	31.52	19.05	2.23	8.12
海宁市水务投资集团有限公司	海宁资产经营公司 100%	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。	108.12	31.84	70.55	22.45	0.30	5.10
海宁市实业投资集	海宁市财	投资开发、股权投资、自	190.67	93.47	50.98	42.23	0.68	10.15

团有限公司 政局 90% 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。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，海宁市政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，海宁城投与福清国资、晋江城投、余姚城投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均强，并对上述公司均具有强或较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，海宁市与福清市、晋江市和余姚市等的行政地位，经济财政实力虽略有不同，但各区域政府对当地平台企业的支持能力基本处于同一档次。海宁城投与上述平台均为本级政府实际控制的重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有强或较强的支持意愿。

其次，海宁城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，主业发展突出。

然后，海宁城投的财务风险在同业中处于较高水平。公司资产和权益规模略低于比较组平均水平，总体资本实力适中；同时，公司总债务规模及总资本化比率处于比较组适中水平，财务杠杆比率不高，债务结构合理；EBITDA 对利息覆盖能力处于适中水平；公司存有一定银行授信余额，具备一定的流动性。

表 20：2022 年同行业对比表

	海宁城投	福清国资	晋江城投	余姚城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	嘉兴市-海宁市	福州市-福清市	泉州市-晋江市	宁波市-余姚市
GDP（亿元）	1,247.00	1,604.42	3,207.43	1,513.60
GDP 增速（%）	0.70	5.70	4.00	1.90
人均 GDP（万元）	11.33	11.38	15.48	12.00
一般公共预算收入（亿元）	95.08	117.21	150.88	120.74
公共财政平衡率（%）	77.74	82.85	85.67	81.06
政府债务余额（亿元）	230.21	177.99	368.88	194.85
控股股东及持股比例	海宁市资产经营公司 100%	福清市财政局 100%	福建省晋江市建设投资控股集团有限公司 100.00%	宁波舜建集团有限公司 100%
职能及地位	海宁市城市规划控制区最重要的土地整理及基础设施建设主体，承担城市规划控制区内大部分旧城改造及安置房建设业务，	福清市最重要的城市基础设施建设投融资主体，承担全市范围内大量城市基础设施建设任务，项目类型包括基础设施、安置房和园区开发等	晋江市重要的基础设施建设及投融资主体，主要从事晋江市范围内的保障房建设，以及除晋江市经济开发区以外的基础设施建设和土地开发整理业务	余姚市重要的基础设施建设、土地一级开发及安置房建设主体，承担余姚市核心区域的土地整理和基础设施建设，公司燃气、供水业务具有区域垄断地位
核心业务及收入占比	商品销售	贸易业务	贸易业务	安置房销售

41.03%；燃气销售 18.94%；商品房销售 11.05%；安置房销售 10.60%	62.30%、安置房业务 22.55%/工程建设 6.76%	50.16%、城市基础设施建设 11.49%、保障性住房建设 10.29%、土地开发整理 11.21%、公路基础设施建设 4.31%	20.40%、天然气供应 32.19%、土地整理 13.85%、供水业务 13.91%
--	--------------------------------	--	---

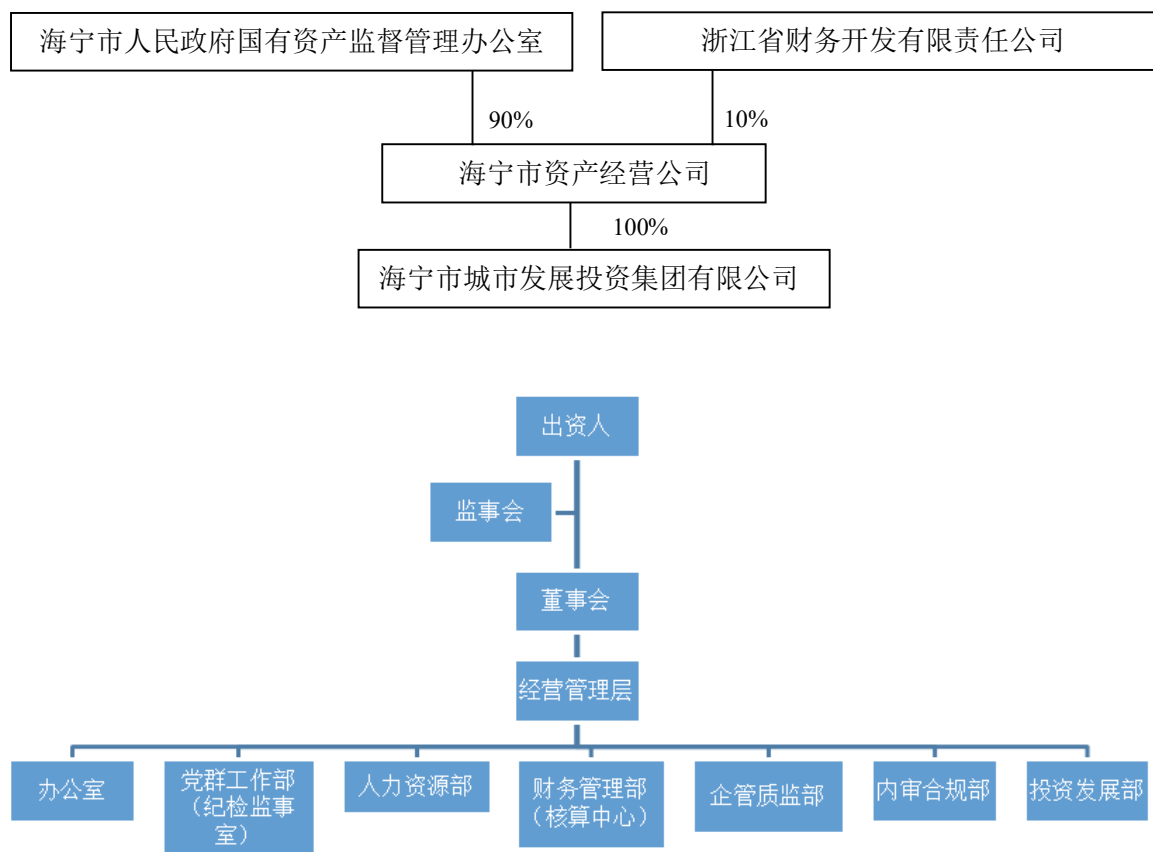
总资产（亿元）	517.20	525.63	1,207.29	389.06
经调整的所有者权益合计（亿元）	190.30	209.80	413.25	134.19
总债务（亿元）	249.76	105.85	632.69	194.91
总资本化比率（%）	56.76	33.53	60.96	59.22
营业总收入（亿元）	71.29	56.08	64.65	23.07
净利润（亿元）	2.14	2.85	5.04	2.2
EBITDA（亿元）	3.63	4.65	6.97	2.77
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.46	2.20	0.22	0.33
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-39.02	-13.83	-81.07	-16.48
可用银行授信余额（亿元）	68.02	30.67	180.70	135.96
债券融资余额（亿元）	149.29	24.25	209.78	109.51

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际维持海宁市城市发展投资集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“18 海宁城投债/PR 海城发”、“19 海宁城投 MTN001”、“19 海宁城投 MTN002”、“20 海宁城投 MTN001”、“21 海宁城投 MTN001”、“21 海宁城投 MTN002”“22 海宁专项债/22 海宁债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：海宁市城市发展投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附二：海宁市城市发展投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	158,236.06	254,025.88	356,829.07
非受限货币资金	150,371.87	239,470.74	333,080.02
应收账款	29,319.37	35,163.57	45,056.25
其他应收款	309,784.93	296,254.17	428,608.06
存货	1,907,858.23	2,206,720.84	2,642,727.89
长期投资	175,563.78	187,441.53	222,733.68
在建工程	421,580.43	505,959.65	713,561.91
无形资产	52,647.12	61,267.03	75,971.33
资产总计	3,607,382.23	4,154,078.49	5,171,975.73
其他应付款	218,559.45	199,202.18	201,839.00
短期债务	397,681.06	302,625.22	313,023.67
长期债务	924,868.89	1,373,146.41	2,184,556.81
总债务	1,322,549.95	1,675,771.63	2,497,580.48
负债合计	1,772,086.13	2,119,082.52	2,915,208.75
利息支出	58,774.84	62,341.99	79,681.95
经调整的所有者权益合计	1,585,718.87	1,745,846.81	1,902,954.20
营业总收入	390,665.75	662,725.69	712,928.81
经营性业务利润	16,337.62	11,985.24	10,851.49
其他收益	21,263.01	3,771.20	7,480.35
投资收益	3,963.48	16,155.87	4,529.19
营业外收入	36,975.69	23,629.01	31,199.22
净利润	18,380.40	26,853.64	21,370.86
EBIT	21,275.78	24,607.90	19,656.59
EBITDA	31,936.08	38,951.08	36,301.23
销售商品、提供劳务收到的现金	388,055.55	653,102.28	694,505.35
收到其他与经营活动有关的现金	464,674.41	866,914.12	656,017.04
购买商品、接受劳务支付的现金	552,629.28	831,587.13	1,083,736.39
支付其他与经营活动有关的现金	275,526.71	723,143.93	632,382.34
吸收投资收到的现金	7,650.00	6,674.41	17,880.00
资本支出	133,041.12	94,335.82	201,083.86
经营活动产生的现金流量净额	2,347.07	-66,194.24	-390,159.23
投资活动产生的现金流量净额	-152,444.47	-115,779.74	-229,560.54
筹资活动产生的现金流量净额	132,900.53	271,075.16	713,326.56
现金及现金等价物净增加额	-17,197.67	89,098.88	93,609.16
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	5.85	7.13	5.94
期间费用率（%）	6.40	4.72	5.28
应收类款项占比（%）	9.63	8.20	9.34
收现比（X）	0.99	0.99	0.97
资产负债率（%）	49.12	51.01	56.37
总资本化比率（%）	45.48	48.98	56.76
短期债务/总债务（%）	30.07	18.06	12.53
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.04	-1.06	-4.90
总债务/EBITDA（X）	41.41	43.02	68.80
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.13	0.12
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.54	0.62	0.46

注：中诚信国际根据海宁城投提供的其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 2020-2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。

附三：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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn