



中诚信国际  
CCXI

# 海宁市资产经营公司 2024 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[2024]跟踪 0955 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 21 日

|                     |  |                     |
|---------------------|--|---------------------|
| <b>本次跟踪发行人及评级结果</b> | 海宁市资产经营公司  | AA <sup>+</sup> /稳定 |
| <b>本次跟踪债项及评级结果</b>  | “19 海宁资产 MTN002”、“20 海宁资产 MTN001”、“22 海宁 01”   | AA <sup>+</sup>     |
| <b>跟踪评级原因</b>       | 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。   |                     |
| <b>评级观点</b>         | <p>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区域特色产业的加速扩张和提升，能为区域经济的发展和财政实力的提升提供支撑，潜在的支持能力很强；海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”或“公司”）在推进海宁市城市建设中发挥重要作用，对海宁市政府的重要性高，与海宁市政府维持高度的紧密关系。海宁资产多元化业务布局趋于稳定，资产规模将随着项目的投入保持增长，能持续获得政府的有力支持；同时，需关注债务规模较大、对外担保余额较高和对下属子公司的管控能力面临考验对其经营和整体信用状况造成的影响。</p> |                     |
| <b>评级展望</b>         | 中诚信国际认为，海宁市资产经营公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。   |                     |
| <b>调级因素</b>         | <p><b>可能触发评级上调因素：</b>区域经济实力显著增强，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>区域经济环境恶化；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。</p>  |                     |

### 正面

- **地位重要性高，业务可持续性很强。**公司系海宁市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，对海宁市人民政府的重要性很高；同时，公司城投类业务具有较强的区域专营性，业务可持续性很强。
- **有力的外部支持。**公司在资产注入、股权划转、财政补贴和政府债券债务解除方面得到当地政府的持续支持，自有资本实力逐年提升。
- **业务多元化一定程度上分散经营风险。**公司形成了土地整理、基础设施建设、安置房、水务和物业租赁及管理、房地产开发等业务板块，多元化经营一定程度上增强了公司的抗风险能力。
- **优质的经营资产。**公司下属两家上市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。

### 关注

- **债务规模较大。**公司近年来建设投资力度较大，债务规模保持高位且逐年递增，2023年末总债务规模增至 566.31 亿元，公司面临一定的偿债压力。
- **对外担保余额较高。**截至 2023 年末，公司对外担保金额为 187.38 亿元，占同期末净资产的比例为 28.69%，较大规模的对外担保使得公司面临一定的代偿风险。
- **对下属子公司的管控能力面临考验。**公司并表子公司较多，业务范围和行业跨度均较大，日常经营管理存在一定难度，面临一定考验。

项目负责人：米玉元 yymi@ccxi.com.cn

项目组成员：王军杰 jjwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

| 海宁资产（合并口径）                    | 2021     | 2022     | 2023     |
|-------------------------------|----------|----------|----------|
| 资产总计（亿元）                      | 1,151.31 | 1,327.96 | 1,411.62 |
| 经调整的所有者权益 <sup>1</sup> 合计（亿元） | 531.41   | 605.34   | 653.12   |
| 负债合计（亿元）                      | 619.90   | 722.62   | 758.50   |
| 总债务（亿元）                       | 420.94   | 541.74   | 566.31   |
| 营业总收入（亿元）                     | 123.73   | 127.37   | 127.63   |
| 经营性业务利润（亿元）                   | 4.79     | 7.11     | 3.61     |
| 净利润（亿元）                       | 8.02     | 10.45    | 6.38     |
| EBITDA（亿元）                    | 29.33    | 35.18    | 30.59    |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元）             | 24.16    | -30.45   | -3.12    |
| 总资本化比率（%）                     | 44.20    | 47.23    | 46.44    |
| EBITDA 利息保障倍数（X）              | 1.51     | 1.92     | 1.43     |

注：1、中诚信国际根据海宁资产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 2021~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，长期应付款、其他非流动负债中的带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

| 项目               | 海宁资产            | 桐乡国投            | 海宁城投            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 最新主体信用等级         | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |
| 地区               | 嘉兴市海宁市          | 嘉兴市-桐乡市         | 嘉兴市-海宁市         |
| GDP（亿元）          | 1,318.16        | 1,252.35        | 1,318.16        |
| 一般公共预算收入（亿元）     | 100.13          | 107.02          | 100.13          |
| 经调整的所有者权益合计（亿元）  | 653.12          | 663.73          | 264.36          |
| 总资本化比率（%）        | 46.44           | 57.50           | 50.85           |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 1.43            | 0.64            | 0.49            |

中诚信国际认为，海宁市与桐乡市的行政地位、经济财政实力相当，区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基础设施建设和国有资产运营主体，业务运营实力相当；公司净资产规模高于均值，财务杠杆水平较低，利息覆盖能力较高；当地政府的支持能力均很强，并对上述企业有相近的支持意愿。

注：桐乡国投系“桐乡市国有资本投资运营有限公司”的简称；海宁城投系“海宁市城市发展投资集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

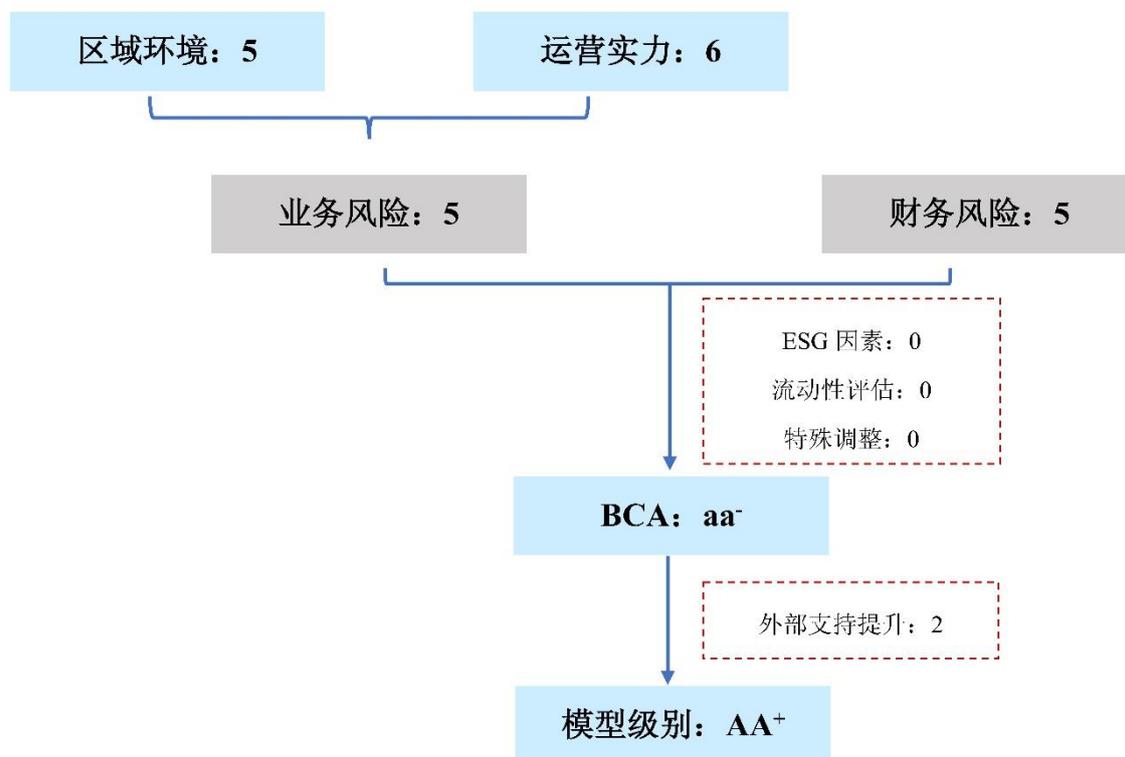
| 债项简称           | 本次债项<br>评级结果    | 上次债项<br>评级结果    | 上次评级<br>有效期            | 发行金额/债项<br>余额（亿元） | 存续期                 | 特殊条款           |
|----------------|-----------------|-----------------|------------------------|-------------------|---------------------|----------------|
| 19 海宁资产 MTN002 | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | 2023/06/27 至<br>本报告出具日 | 8.10/8.10         | 2019/8/16~2024/8/16 | --             |
| 20 海宁资产 MTN001 | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | 2023/06/27 至<br>本报告出具日 | 10/10             | 2020/6/15~2025/6/15 | 调整票面利率/回售/交叉保护 |
| 22 海宁 01       | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | 2023/06/27 至<br>本报告出具日 | 10/10             | 2022/3/25~2025/3/25 | --             |

| 主体简称 | 本次评级结果              | 上次评级结果              | 上次评级有效期            |
|------|---------------------|---------------------|--------------------|
| 海宁资产 | AA <sup>+</sup> /稳定 | AA <sup>+</sup> /稳定 | 2023/06/27 至本报告出具日 |

<sup>1</sup>经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，公司调整项为 0。

## ● 评级模型

### 海宁市资产经营公司评级模型打分(C220000\_2024\_04\_2024\_01)



#### 注:

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 海宁市政府很强的支持能力和对公司较强的支持意愿，主要体现在海宁市较强的经济财政实力和增长能力；海宁资产系海宁市最重要的地方投融资平台之一，成立以来持续获得政府在资产注入、股权划转、财政补贴和政府债券债务解除等方面的大力支持，具备很高的重要性及与政府的关联性。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。中诚信国际认为，受股权层级下移等影响，公司获得的外部支持由强调整至较强。

**方法论:** 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2024\_04

## 宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

## 区域环境

中诚信国际认为，海宁市工业基础良好，区域特色经济维持明显优势，经济财政实力强，再融资环境较好，潜在支持能力很强。

海宁市系全国百强县，地处长江三角洲南翼，沪杭甬高速、杭浦高速、杭州绕城高速、嘉绍高速、320 国道越境而过，距上海、杭州一小时车程，区位优势明显。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，区域经济实力稳步提高，整体经济实力稳居嘉兴市前列。受宏观经济环境及留抵退税影响，近年海宁市财政实力及公共财政平衡率有所波动，但整体财政自给能力仍较强。政府性基金收入是海宁市地方政府财力的重要补充，但受区域土地市场景气度影响 2023 年大幅下降。再融资环境方面，海宁市广义债务率处于全省中上游水平，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，其中债券市场发行利差处于全省较低水平，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           | 2021     | 2022     | 2023     |
|--------------|----------|----------|----------|
| GDP（亿元）      | 1,196.30 | 1,247.00 | 1,318.16 |
| GDP 增速（%）    | 7.0      | 0.7      | 8.0      |
| 人均 GDP（万元）   | 16.82    | 11.33    | 11.97    |
| 固定资产投资增速（%）  | 2.2      | 7.8      | 3.0      |
| 一般公共预算收入（亿元） | 114.40   | 95.08    | 100.13   |
| 税收收入占比（%）    | 93.83    | 89.57    | 91.36    |
| 政府性基金收入（亿元）  | 188.41   | 197.21   | 61.40    |
| 公共财政平衡率（%）   | 102.69   | 77.74    | 82.51    |

注：1、人均 GDP 按常住人口计算；2、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；3、公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 重大事项

2024 年 5 月 9 日，公司发布《海宁市资产经营公司关于无偿划转子公司海宁金融投资有限公司股权的公告》。公告称，为推进国资国企改革，加快国有企业产业化转型步伐，提高国有资本配置效率，根据十六届市政府第三十八次常务会议纪要精神，公司将持有的子公司海宁金融投资有限公司（以下简称“海宁金投”）100%无偿划转给海宁市人民政府国有资产监督管理办公室（以

下简称“海宁市国资办”)，同时，海宁金投更名为海宁市国有资本投资运营有限公司(以下简称“海宁国投”)。以上事项分别于 2024 年 5 月 9 日完成工商变更。截至 2023 年末，海宁金投总资产和净资产分别为 16.36 亿元和 4.98 亿元，占海宁资产总资产和净资产的比重分别为 1.23% 和 1.88%；2023 年海宁金投无营业收入，净利润 386.97 万元，占公司净利润的比重为 0.37%。

2024 年 5 月 13 日，公司发布《海宁市资产经营公司关于控股股东变更的公告》，公告海宁市国资办将持有公司 90%的股权无偿划转给海宁国投，公司控股股东变更为海宁国投，其持有海宁资产 90%的股份，另一股东浙江省财务开发有限责任公司持有海宁资产 10%股权。以上事项分别于 2024 年 5 月 10 日完成工商变更。

总的来看，海宁金控主要从事股权投资，其总资产和净资产占公司总资产和净资产的比重较低，海宁金控股权的划出对公司总资产、净资产规模及公司业务影响较小。同时，公司本次股东变更系海宁市人民政府为推进国资国企改革做出的整体性调整，公司实际控制人仍为海宁市国资办，且职能定位未发生变化，中诚信国际将持续关注公司控股股东变更对公司未来经营的影响。

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内海宁资产作为海宁市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，土地整理、基础设施建设、安置房和水务等业务在区域内具有较强的专营性，业务竞争力和可持续性较强；同时，公司市场化经营板块业务类型多元化，一定程度上增强了公司的抗风险能力。但需关注公司基础设施建设不形成收入且形成资产以公益性资产为主，面临划出风险；在房地产行业市场景气度不佳的现状下，商品房项目面临一定去化压力。

表 2：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

|               | 2021 年        |               |              | 2022 年        |               |              | 2023 年        |               |             |
|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
|               | 收入            | 占比            | 毛利率          | 收入            | 占比            | 毛利率          | 收入            | 占比            | 毛利率         |
| 物业租赁及管理       | 10.70         | 8.66          | 39.07        | 9.45          | 7.54          | 28.03        | 9.43          | 7.43          | 22.27       |
| 房屋销售          | 22.60         | 18.29         | 17.66        | 29.82         | 23.77         | 17.87        | 15.43         | 12.16         | 20.84       |
| 商品销售          | 54.84         | 44.38         | 3.01         | 53.44         | 42.60         | 3.39         | 62.41         | 49.17         | 3.27        |
| 生物制品业         | 3.40          | 2.75          | 10.11        | 3.17          | 2.53          | 26.15        | 3.11          | 2.45          | 35.84       |
| 土地整理          | 6.64          | 5.37          | 0.14         | 4.45          | 3.55          | -2.03        | 3.47          | 2.73          | -1.76       |
| 水务收入          | 7.74          | 6.26          | -2.71        | 6.56          | 5.23          | -4.86        | 7.62          | 6.00          | -4.62       |
| 其中：水费收入       | 3.76          | 3.04          | -2.07        | 2.57          | 2.05          | -14.37       | 3.11          | 2.45          | -11.70      |
| 污水处理          | 3.98          | 3.22          | -3.31        | 3.99          | 3.18          | 1.26         | 4.51          | 3.55          | 0.28        |
| 其他            | 15.99         | 12.94         | 29.72        | 18.55         | 13.90         | 20.45        | 16.90         | 13.32         | -20.95      |
| <b>主营业务收入</b> | <b>121.91</b> | <b>98.66</b>  | <b>12.07</b> | <b>125.44</b> | <b>99.12</b>  | <b>11.17</b> | <b>125.99</b> | <b>99.26</b>  | <b>9.63</b> |
| 其他收入          | 1.65          | 1.34          | 39.06        | 1.13          | 0.88          | 31.86        | 0.94          | 0.74          | 20.27       |
| <b>营业收入</b>   | <b>123.56</b> | <b>100.00</b> | <b>12.43</b> | <b>126.56</b> | <b>100.00</b> | <b>11.34</b> | <b>126.93</b> | <b>100.00</b> | <b>9.83</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**土地整理业务**，跟踪期内公司仍为海宁市城市规划控制区范围内（扣除经济开发区、马桥街道）唯一的土地开发整理业务运营主体，与海宁市土地收储中心（以下简称“收储中心”）签订《海宁市市区一级土地开发项目委托协议》，受托对海宁市城市规划控制区范围内（扣除经济开发区、马桥街道）进行土地一级开发，前期整理开发所需资金由公司自筹，整理完成后移交收储中心，由收储中心根据地方政府土地出让计划进行出让，土地出让后由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）返还给公司。从业务开展情况来看，随着土地市场景气度的持续下行，公司整理土地出让面积逐年下降，同时公司放缓土地整理节奏，土地整理面积和收入随之下降。截至 2023 年末，公司已整理未出让土地面积为 4,408.26 亩，在整理的土地面积为 18,745.56 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 3：近年来公司土地整理业务情况

| 项目           | 2021   | 2022   | 2023  |
|--------------|--------|--------|-------|
| 土地整理面积（亩）    | 390.40 | 169.80 | 60.00 |
| 平均整理成本（万元/亩） | 50.20  | 50.06  | 50.00 |
| 土地整理总支出（亿元）  | 1.96   | 0.85   | 0.30  |
| 土地出让面积（亩）    | 729.10 | 309.87 | 86.61 |
| 土地整理收入（亿元）   | 6.64   | 4.45   | 3.47  |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 年末公司在整理的主要土地情况（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         | 4.68         | 625.00           | 414.00          |
| 长田村区块拆迁项目       | 12.77        | 12.77        | 1,208.30         | 652.57          |
| 伊桥村区块拆迁项目       | 7.84         | 3.25         | 461.19           | 307.27          |
| 双凤村区块拆迁项目       | 7.81         | 2.63         | 1,708.28         | 299.40          |
| 民和村区块拆迁项目       | 11.03        | 11.04        | 904.09           | 715.92          |
| 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         | 3.51         | 1,219.00         | 1,190.60        |
| 西环村区块拆迁项目       | 2.73         | 2.75         | 1,515.24         | 269.72          |
| 荷叶村区块拆迁项目       | 3.11         | 3.11         | 960.90           | 182.07          |
| 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        | 15.16        | 3,518.58         | 137.01          |
| 金龙、张店整治区块       | 15.99        | 12.16        | 5,439.41         | -               |
| <b>合计</b>       | <b>90.28</b> | <b>76.65</b> | <b>18,745.56</b> | <b>4,408.26</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**基础设施建设板块**，跟踪期内公司仍为海宁市重要的基础设施建设投融资主体，承担海宁市城市基础设施和交通基础设施的投资、建设和运营任务，其中交通基础设施建设资金基本来源于财政拨款，其他城市基础设施项目建设资金包括政府资本金注入及公司垫付资金；其中公司垫付的资金，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，政府划拨的资本金，尚未明确后续处理方式。项目建设过程中，公司相关投入计入“在建工程”，项目建设完工后，相关资产转入“固定资产”科目，由公司自行管理。公司本业务板块不产生收入，主要依赖政府补助进行资金平衡，2023 年共获得财政资金 12.41 亿元。中诚信国际关注到，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，由政府财政出资建设的公益性公路资产须移交给交通局等行政主管部门管理，2021 年末公司已将 4.87 亿元公路资产移交给海宁市交通局，后续将根据政策要求决定是否划转其他公路资产。从业务开展情况来看，近年海宁资产先后完成了硖许公路、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。目前公司在建项目以交通类基

基础设施建设项目为主，截至 2023 年末主要在建项目概算总投资 156.53 亿元，已投资 87.70 亿元。

表 5：截至 2023 年末海宁资产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          |
|-----------------------------|----------|---------------|--------------|
| 碧云路南延（江南大道-丰收路）             | 海宁城投     | 1.16          | 1.16         |
| 浙大国际校区北侧地块绿化二期工程            | 海宁城投     | 0.64          | 0.64         |
| 郇家岭山体修复及绿化提升项目              | 海宁城投     | 0.38          | 0.38         |
| 联民路（江南大道至袁硖港南）项目            | 海宁城投     | 0.72          | 0.72         |
| 干河街维修区块附属工程                 | 海宁城投     | 2.08          | 2.08         |
| 文宗路（联新桥至西山路）道路拓宽改造项目        | 海宁城投     | 0.75          | 0.75         |
| 文苑路（江南大道至西山路）道路改造项目         | 海宁城投     | 2.43          | 2.43         |
| 城南快速化改造项目                   | 海宁城投     | 21.28         | 2.20         |
| 硖石景区慢行廊道系统建设项目              | 海宁城投     | 4.98          | 3.24         |
| 异地新建袁花中心卫生院项目(一期)           | 海宁城投     | 0.79          | 0.79         |
| 异地新建海宁市人民医院开发区分院            | 海宁城投     | 1.49          | 1.49         |
| 仰山小学扩建工程                    | 海宁城投     | 1.13          | 1.13         |
| 异地新建袁花人民法庭                  | 海宁城投     | 0.10          | 0.10         |
| 新建海宁市龙渡小学                   | 海宁城投     | 1.67          | 1.67         |
| 异地新建海宁市第二中学项目               | 海宁城投     | 2.16          | 2.16         |
| 新建钱塘实验小学（暂定名）项目             | 海宁城投     | 1.84          | 1.84         |
| 新建海宁市第五中学龙渡校区（暂定名）项目        | 海宁城投     | 1.75          | 1.75         |
| 长安镇卫生院异地新建项目                | 海宁城投     | 0.64          | 0.64         |
| 射击中心新 4 号馆项目                | 海宁城投     | 0.41          | 0.41         |
| 许巷派出所、许巷交警中队                | 海宁城投     | 0.75          | 0.75         |
| 学林街停车楼项目                    | 海宁城投     | 0.70          | 0.70         |
| 海昌街道康养中心                    | 海宁城投     | 2.27          | 1.67         |
| 海宁市执法办案综合体项目                | 海宁城投     | 1.40          | 1.40         |
| 新建海宁市南苑小学江南校区（暂定名）项目        | 海宁城投     | 3.06          | 2.15         |
| 新建静安初级中学（暂定名）项目             | 海宁城投     | 2.82          | 2.05         |
| 易地新建桃园小学项目                  | 海宁城投     | 2.59          | 1.49         |
| 易地新建周王庙初级中学                 | 海宁城投     | 2.19          | 1.61         |
| 硖许公路（环西二路-观潮大道）             | 海宁交控     | 3.99          | 1.52         |
| 袁花武原公路                      | 海宁交控     | 1.62          | 1.36         |
| 盐官度假区（翁金线至潮涌路）连接线工程         | 海宁交控     | 0.55          | 0.49         |
| 嘉绍高速公路袁花互通连接线改建项目           | 海宁交控     | 0.40          | 0.36         |
| 沪杭高速公路许村段改建工程               | 海宁交控     | 31.43         | 21.36        |
| 杭州至海宁城际铁路项目（前期）             | 海宁交控     | 12.65         | 12.65        |
| 杭州至海宁城际铁路项目-三改项目            | 海宁交控     | 0.46          | 0.46         |
| 杭州至海宁城际铁路项目-场站配套项目          | 海宁交控     | 7.53          | 3.44         |
| 硖许公路两侧绿化苗圃项目                | 海宁交控     | 2.15          | 2.30         |
| G524 秀洲王店至海宁海昌段工程（海宁段）      | 海宁交控     | 1.77          | 2.05         |
| S207 秀洲至仙居公路（海盐界至海宁尖山段）新建工程 | 海宁交控     | 1.89          | 1.51         |
| 525 盐官镇区段交通安全设施工程           | 海宁交控     | 0.15          | 0.11         |
| 盐官古城复兴项目连接线工程               | 海宁交控     | 1.37          | 0.54         |
| 嘉兴海河联运海宁多式联运工程              | 海宁交控     | 18.93         | 0.49         |
| 望梅高架路南大街下匝道新建工程             | 海宁交控     | 0.46          | 0.02         |
| G525 国道                     | 海宁交控     | 9.01          | 1.62         |
| <b>合计</b>                   | <b>-</b> | <b>156.53</b> | <b>87.70</b> |

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

**安置房板块**，跟踪期内公司仍是海宁市最主要的安置房建造主体，具体业务主要由海宁城投下属子公司海宁市房地产开发有限公司（以下简称“海宁房开”）、海宁市旧城改造与开发投资有限公司（以下简称“旧改公司”）和海宁市城郊投资有限公司（以下简称“城郊公司”）负责，

其中新增业务由海宁房开负责，存量项目仍由旧改公司和城郊公司负责。

业务模式方面，海宁市政府根据财政、居民等情况进行安置房未来建设规划；海宁市政府将建设计划分配到建设主体，建设主体通过招拍挂方式（用于安置房建设的土地在招投标时会注明建设用途）获得安置房建设土地；建设主体进行安置房投资概算及报批、融资等事务，并建设销售。公司安置房的销售价格实行“分档计价，合理补偿”，针对国有土地上住宅用房，拆迁户主原住房等同面积的部分免费置换，超原住房等同面积 50%（含）以内部分按产权调换房屋的预评估比准价格（即安置房的评估定价）85%计价，超原面积 50%以上部分按产权调换房屋的预评估比准价格计价；针对农村保障性安居工程，安置房面积与拆迁户主原住房等同面积的部分免费置换，超过户主原住房面积 10 平方米以内的部分按照经济适用房价格销售，超过户主原住房面积 10 平方米以上的部分按照该区域商品房市场价格进行销售。由于安置房建设业务具有民生属性，盈利能力较弱，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。2021~2023 年，海宁市财政局针对安置房项目产生的政策性亏损拨入的财政补贴分别为 1.21 亿元、2.08 亿元和 1.47 亿元。此外，海宁市政府根据公司运作情况择时批准一定比例（不超过总量的 50%）的安置房房源进入市场化销售，具体比例由公司根据安置情况确定。

表 6：近年海宁资产安置房建设销售情况（万平方米）

| 项目       | 2021  | 2022  | 2023 |
|----------|-------|-------|------|
| 安置房新开工面积 | 34.22 | 59.69 | 5.40 |
| 安置房竣工面积  | 23.85 | 4.22  | 10.4 |
| 安置房销售面积  | 9.62  | 9.80  | 5.80 |

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

公司根据政府区域规划的推进安排安置房项目开工建设，同时受项目建设周期及施工进度的影响，每年安置房竣工面积存在一定差异。截至 2023 年末，公司在建安置房项目总投资合计 98.20 亿元，已完成投资 77.24 亿元；同期末，公司暂无拟建安置房项目。

表 7：截至 2023 年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      |
|----------------|-------|-------|-----------|
| 硖南区块公寓房        | 21.31 | 17.70 | 2021-2024 |
| 文星苑一期（轻机厂项目）   | 13.38 | 13.38 | 2021-2024 |
| 文星苑二期（尖嘴汇）     | 13.02 | 9.68  | 2022-2024 |
| 农丰十六组          | 14.54 | 10.41 | 2022-2025 |
| 联合里安置房项目       | 9.32  | 8.63  | 2022-2024 |
| 海昌路东、平阳路北安置房项目 | 21.39 | 14.32 | 2022-2025 |
| 碧云路东、文桥港南安置房项目 | 3.10  | 1.62  | 2023-2026 |
| 北关里（硖北里三期）安置房  | 2.14  | 1.50  | 2023-2026 |
| 合计             | 98.20 | 77.24 | --        |

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

**水务板块**，公司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。其中，供水方面，公司供水业务主要由海宁水务下属公司海宁市第二水厂有限公司和海宁市自来水有限公司负责运营。海宁水务拥有自来水厂 2 家，日供水能力 56 万立方米，供水区域覆盖海宁市近 700 平方公里全部行政区域，供水管道总长 8,100 余公里，供水覆盖人口近百万。

水费标准由海宁市政府制定，自 2013 年执行新的供水价格后未有变化。由于海宁市域内原水水

质不佳，处理成本较高；同时 2021 年下半年开始部分原水系跨域取自千岛湖，原水费用较高，导致公司供水业务 2022 年以来盈利能力大幅弱化。

**表 8：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

**表 9：近年海宁水务供水售水情况**

| 项目名称      | 2021 年    | 2022 年    | 2023 年    |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 日供水能力（万吨） | 60.00     | 56.00     | 56.00     |
| 供水总量（万吨）  | 12,779.00 | 13,022.43 | 15,263.00 |
| 管网漏损率（%）  | 6.03      | 6.49      | 6.88      |
| 全年售水量（万吨） | 12,009.00 | 12,250.00 | 14,147.72 |
| 自来水用户数（户） | 344,130   | 393,864   | 395,803   |

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、运营管理工作，经过多年发展，海宁水务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，管网覆盖海宁全部区域。此外，海宁水务拓展域外市场化污水处理业务，2018 年海云环保以 3.40 亿元受让了哈尔滨北方环保工程有限公司（以下简称“北方环保”）60% 股权，市场化污水处理业务拓展至黑龙江和内蒙古等地区。截至 2023 年末，海宁水务拥有污水处理厂 25 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 87.60 万吨/日，其中海宁市内设计污水处理能力为 41 万吨/日。2023 年公司污水处理能力小幅下降，但实际污水处理量增加，污水处理收入同比增长 13.03% 至 4.51 亿元。

截至 2023 年末，公司水务板块在建项目 4 个，总投资合计 17.10 亿元，尚需投资 15.19 亿元。

**表 10：截至 2023 年末海宁水务主要在建项目情况表（万元）**

| 项目名称                  | 总投资     | 已投资       | 建设周期            |
|-----------------------|---------|-----------|-----------------|
| 海宁市长水塘水源生态湿地水质提标工程    | 13,184  | 6,081.75  | 2022.11-2024.02 |
| 海宁市泰山港水源生态湿地水质提标工程    | 9,677   | 3,848.89  | 2022.11-2024.02 |
| 杭海新区污水厂异地新建配套污水收集管网工程 | 18,284  | 6,481.47  | 2023.6-2025.12  |
| 杭海新区污水处理厂异地新建项目       | 129,858 | 2,737.66  | 2023.12-2025.8  |
| 合计                    | 171,003 | 19,149.77 | --              |

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

**市场化经营板块**，海宁资产构建的市场化经营板块涵盖物业租赁及管理、生物制品、房地产开发和商品销售业务，有效增强了公司经营多样化，并成为公司收入的主要来源。

海宁资产物业租赁及管理业务主要由海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”）运营。公司合计持有上市公司海宁皮城 53.00% 的股份，并对海宁皮城进行并表。海宁皮城主要从

事皮革专业市场的经营，采取租售结合的经营模式，通过新建或改造形成专业的市场经营场所，并将经营场所进行单元分割后出租或出售给皮草制品商户，形成产业集聚经营效应。目前已在浙江海宁、辽宁佟二堡、江苏沭阳、河南郑州、四川成都、湖北武汉、黑龙江哈尔滨、山东济南等地建立了自己的专业连锁市场，截至 2023 年末可供出租商铺面积达 162.96 万平方米，已出租 153.85 万平方米。

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。2021~2023 年，海宁皮城分别实现物业租赁及管理收入 9.24 亿元、7.14 亿元和 6.31 亿元，受电商冲击呈现下滑态势。

海宁资产生物制品板块由下属上市公司浙江钱江生物化学股份有限公司（以下简称“钱江生化”）负责运营，截至 2023 年末，海宁资产合计持有钱江生化 44.98% 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。

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原料动力成本，其中煤炭成本占比较高，对总体成本影响较大。近年来，受部分分厂关停及市场供需的影响，钱江生化部分产品的产能利用率一直偏低。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。2023 年，钱江生化实现生物制品收入 3.11 亿元，较 2022 年下降 1.89%。此外，钱江生化拟投资 4.59 亿元实施钱江生化生物农药原药及制剂退区入园搬迁项目，将原位于海宁市海昌街道施带路 9 号的原农药、饲料、肥料等的生产基地整体搬迁至海宁市尖山新区。

海宁资产的房地产开发业务主要由海宁皮城、海宁城投和海宁交投负责，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、荷园、水月云庐和虹运驿府等项目。2023 年公司商品房（含商铺）销售收入为 15.43 亿元，较上年下降 30.71%，收入主要来自水月云庐和虹运驿府。截至 2023 年末，上述项目基本已经售罄。

在建项目方面，截至 2023 年末，海宁资产在建项目主要包括映运蝶府北区、映运蝶府南区、华运仕府、皮都伊尚项目、郑州海宁皮革城二期项目、潮品荟项目、嘉兴海宁双漾里社区（未来社区），计划总投资 111.42 亿元，已投资 63.58 亿元。此外，公司子公司海宁城投进行自营物业建设，截至 2023 年末共有三个自营项目在建，分别为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，合计总投资 15.90 亿元，已完成投资 14.32 亿元，项目建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。总的来看，公司目前多个房地产开发项目在建，面临一定的投融资压力；同时，国内房地产市场景气度不佳，且“住房不炒”的政策定位将长期影响国内房地产市场，需关注公司各房地产项目的去化情况。

商品销售方面，公司主要通过海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“新欣天然气”）、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”）开展。其中，新欣天然气主要开展天然气销售，利用市域间高压管道向浙江省天然气开发有限公司，并销售给海宁市城市管道燃气运营商海宁新奥燃气发展有限公司，2023 年 5 月，海宁城投以新欣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”），新欣天然气成为新奥燃气子公司，脱离公司并表范围；通程石油和海宁石化主要从事成品油销售，自上游供应商采购成品油，批发销售或零售销售给下游客户，赚取购销价差，其中零售主要为加油站销售，目前共有 9 家加油站在营；融诚公司发展定位为海宁当地区域块状经济的集合采购服务商，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，业务模式包括托盘模式（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）、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，优质客户可予以一定的信用额度）和先款后货模式（客户直接向公司采购货物，款到后公司出面集中采购发货给客户）。2021~2023 年，海宁资产商品销售收入分别为 54.84 亿元、53.44 亿元和 62.41 亿元。商品销售业务已成为公司最大的收入来源，但贸易业务处于微利状态，利润贡献有限。

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府的大力支持，公司权益规模持续增长，财务杠杆水平适中，债务期限结构合理，但经营获现能力减弱，EBITDA 对利息支出的覆盖程度下降，同时面临房地产开发资金投入加大及房地产市场景气度不佳资金回笼困难对经营性现金流的负面影响。**

### 资本实力与结构

作为海宁市最重要的政府投融资平台，公司地位重要，随着各类项目建设的推进，及各类财政资金的注入，推动公司资产规模和自有资本实力的提升。公司资产主要包括土地整理和房地产开发形成的存货、基础设施建设形成的在建工程和固定资产、物业租赁及管理业务形成的投资性房地产和为日常经营及偿付到期债务而持有的货币资金。随着公司房地产开发项目的持续投入，存货规模仍快速增长，同时为后期项目投资及债务偿还保有较大规模的货币资金，近年来公司流动资产占比维持在 48% 左右，但资产构成仍以非流动资产为主，加之存货中房地产开发成本占比较高，去化缓慢，整体资产流动性不佳。公司拥有较大规模的投资性房地产，同时拥有嘉绍高速股权，资产收益性尚可。中诚信国际关注到，公司基础设施建设不形成收入，项目完工后进入固定资产，其中公益性资产规模较大，同时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，由政府财政出资建设的公益性公路资产须移交给交通局等行政主管部门管理，2021 年末公司已将 4.87 亿元公路资产移交给海宁市交通局，后续将根据政策要求决定是否

划转其他公路资产，中诚信国际将对公司公益性公路资产移交及对其资产、权益的影响持续予以关注。

跟踪期内，公司债务规模保持增长，短期债务占比提升，即期偿付压力加大，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。跟踪期内，海宁市政府解除海宁城投及其子公司承担的政府置换债券本金 22.43 亿元，无偿划入配建房 8.92 亿元，加之各类财政资金及其他资产的注入，2023 年公司资本公积净增 40.67 亿元，带动经调整的所有者权益同比增长 7.89%。受益于权益规模的增长，公司财务杠杆水平相对稳定，整体仍处于适中水平。

表 11：截至 2023 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         |
|-----------|------------|----|---------------|---------------|---------------|
| 银行融资      | 银行借款       | -  | 203.26        | 91.84         | 111.42        |
| 债券融资      | 中票/公司债/企业债 | -  | 325.50        | 51.67         | 273.83        |
| 应付票据      | -          | -  | 19.15         | 19.15         | -             |
| 其他        | 政府置换债券转贷   | -  | 18.40         | 1.1           | 17.30         |
| <b>合计</b> |            | -  | <b>566.31</b> | <b>163.76</b> | <b>402.55</b> |

资料来源:公司提供, 中诚信国际整理

### 现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流出规模跟踪期内有所收缩，主要系当年往来款净流入所至，整体来看经营活动获现能力仍较弱，无法为利息提供保障。公司投资活动主要为基础设施建设等投资支出，保持较大规模的净流出；由于经营活动净现金流呈现净流出，同时投资活动的资金缺口较大，公司主要依靠银行借款和债券发行来弥补，经营发展对外部融资的依赖性仍较强。2023 年受利润总额下降影响，EBITDA 随之下降，加之债务规模的增长带动利息支出规模上升，2023 年公司 EBITDA 对利息的保障程度弱化。

截至 2023 年末，公司可动用账面资金为 90.96 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，公司银行授信总额为 378.04 亿元，尚未使用授信额度为 144.42 亿元，备用流动性较为充足，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，截至 2024 年 5 月 24 日，公司在手批文 64.38 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 12：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元）

| 项目            | 2021     | 2022     | 2023     |
|---------------|----------|----------|----------|
| 货币资金          | 120.72   | 121.23   | 102.77   |
| 其他应收款         | 87.88    | 94.13    | 99.97    |
| 存货            | 304.52   | 368.91   | 405.23   |
| 长期股权投资        | 65.75    | 85.92    | 97.34    |
| 投资性房地产        | 93.16    | 96.03    | 107.23   |
| 固定资产          | 132.06   | 153.46   | 161.84   |
| 在建工程          | 136.27   | 178.53   | 187.17   |
| 资产总计          | 1,151.31 | 1,327.96 | 1,411.62 |
| 经调整的所有者权益合计   | 531.41   | 605.34   | 653.12   |
| 总债务           | 420.94   | 541.74   | 566.31   |
| 短期债务占比        | 16.24    | 18.11    | 28.92    |
| 资产负债率         | 53.84    | 54.42    | 53.73    |
| 总资本化比率        | 44.20    | 47.23    | 46.44    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 24.16    | -30.45   | -3.12    |

|                         |        |        |        |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| 投资活动产生的现金流量净额           | -28.42 | -49.41 | -37.43 |
| 筹资活动产生的现金流量净额           | 45.87  | 75.31  | 23.44  |
| 收现比                     | 1.11   | 0.95   | 1.10   |
| EBITDA                  | 29.33  | 35.18  | 30.59  |
| EBITDA 利息保障倍数 (X)       | 1.51   | 1.92   | 1.43   |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X) | 1.24   | -1.66  | -0.15  |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末受限资产 147.04 亿元，主要包括货币资金 11.81 亿元、存货 104.14 亿元和无形资产 17.06 亿元等，占当期末总资产的 10.42%，仍存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 187.38 亿元，占同期末净资产的比例为 28.69%，被担保单位主要系海宁市国有企业，存在一定代偿风险。

表 13：截至 2023 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  | 海宁市杭海文化产业发展有限公司     | 国企       | 19,900.00           |
| 2  | 海宁市合创开发建设有限公司       | 国企       | 45,500.00           |
| 3  | 海宁市尖山新区开发有限公司       | 国企       | 386,000.00          |
| 4  | 海宁市临杭新市镇开发建设有限公司    | 国企       | 3,041.86            |
| 5  | 海宁市钱江兴业投资开发有限公司     | 国企       | 103,498.00          |
| 6  | 海宁市尚青绿化投资有限公司       | 国企       | 51,800.00           |
| 7  | 海宁市实业投资集团有限公司       | 国企       | 230,000.00          |
| 8  | 海宁市文化旅游科技有限公司       | 国企       | 64,000.00           |
| 9  | 海宁市新市镇开发建设有限公司      | 国企       | 35,800.00           |
| 10 | 海宁市沿江新市镇开发建设有限公司    | 国企       | 16,500.00           |
| 11 | 海宁市永青绿化投资有限公司       | 国企       | 62,100.00           |
| 12 | 海宁仰山实业集团有限公司        | 国企       | 190,000.00          |
| 13 | 浙江海宁经编产业园区开发有限公司    | 国企       | 50,000.00           |
| 14 | 浙江海宁鹃湖科技城开发投资有限责任公司 | 国企       | 7,442.00            |
| 15 | 浙江钱塘江投资开发有限公司       | 国企       | 403,760.00          |
| 16 | 其他                  | -        | 204,417.51          |
|    | <b>合计</b>           | <b>-</b> | <b>1,873,759.37</b> |

注：其他包括按揭方式购房或商铺的业主、海宁皮城市场经营户等。

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 2024 年 3 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。

## 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等级评估等级无影响。

## 外部支持

跟踪期内，海宁市综合实力在全国百强县（市）排名中稳居前列。公司维持区域重要性，实际控制人为海宁市国资办，根据市政府意图承担土地整理、安置房和基础设施项目建设任务，股

权结构和业务开展均与市政府具有较高的关联性，在股权划入、资产注入、解除政府置换债券债务等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2023 年公司获得海宁市财政局拨付的项目建设资金和政府补助等合计 16.89 亿元。综上，跟踪期内海宁市政府具备很强的支持能力，同时保持对公司的支持意愿较强，可为公司带来较强的外部支持。

## 跟踪债券信用分析

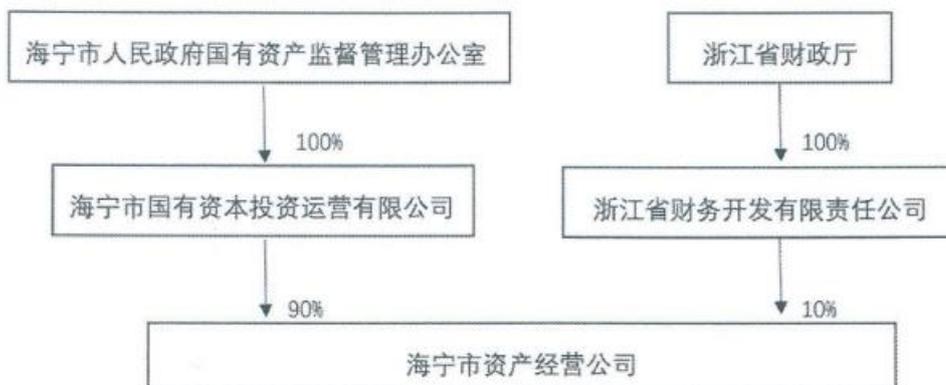
“19 海宁资产 MTN002”募集资金为 8.10 亿元，用于偿还公司存续期债务融资工具，截至目前，已按用途使用完毕；“20 海宁资产 MTN001”募集资金为 10 亿元，用于偿还公司有息债务本息，截至目前，已按用途使用完毕；“22 海宁 01”募集资金为 10 亿元，用于偿还公司债券本金，截至目前，已按用途使用完毕。

“19 海宁资产 MTN002”、“20 海宁资产 MTN001”、“22 海宁 01”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位稳定，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块一定程度上分散经营风险，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

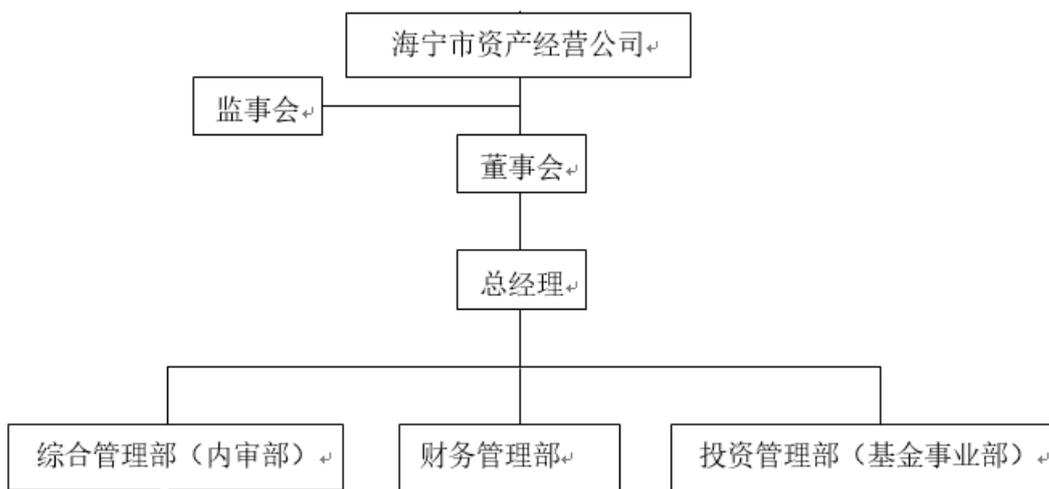
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持海宁市资产经营公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“19 海宁资产 MTN002”、“20 海宁资产 MTN001”、“22 海宁 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：海宁市资产经营公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



| 序号 | 一级子公司名称         | 注册资本（万元）   | 持股比例（%） |
|----|-----------------|------------|---------|
| 1  | 海宁市城市发展投资集团有限公司 | 200,000.00 | 100.00  |
| 2  | 海宁市交通投资控股集团有限公司 | 150,000.00 | 100.00  |
| 3  | 海宁市水务投资集团有限公司   | 148,000.00 | 100.00  |
| 4  | 海宁中国皮革城股份有限公司   | 128,300.00 | 52.94   |



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）            | 2021          | 2022          | 2023          |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金                   | 1,207,177.85  | 1,212,307.68  | 1,027,665.09  |
| 非受限货币资金                | 1,125,909.23  | 1,080,552.66  | 909,553.71    |
| 应收账款                   | 126,879.17    | 136,626.64    | 168,152.39    |
| 其他应收款                  | 878,764.34    | 941,256.28    | 999,665.55    |
| 存货                     | 3,045,226.22  | 3,689,115.07  | 4,052,269.32  |
| 长期投资                   | 1,112,820.80  | 1,327,468.71  | 1,476,404.19  |
| 在建工程                   | 1,362,733.16  | 1,785,259.85  | 1,871,721.43  |
| 无形资产                   | 384,253.50    | 407,857.41    | 405,699.05    |
| 资产总计                   | 11,513,057.38 | 13,279,602.00 | 14,116,166.68 |
| 其他应付款                  | 710,208.11    | 662,732.69    | 787,523.93    |
| 短期债务                   | 683,684.23    | 980,944.73    | 1,637,578.58  |
| 长期债务                   | 3,525,732.12  | 4,436,470.41  | 4,025,535.57  |
| 总债务                    | 4,209,416.35  | 5,417,415.14  | 5,663,114.15  |
| 负债合计                   | 6,198,970.40  | 7,226,203.70  | 7,584,970.40  |
| 利息支出                   | 194,068.18    | 182,992.13    | 214,371.76    |
| 经调整的所有者权益合计            | 5,314,086.99  | 6,053,398.30  | 6,531,196.28  |
| 营业总收入                  | 1,237,342.68  | 1,273,723.45  | 1,276,256.35  |
| 经营性业务利润                | 47,861.08     | 71,114.04     | 36,105.69     |
| 其他收益                   | 97,798.20     | 130,518.35    | 129,342.33    |
| 投资收益                   | 55,659.46     | 58,663.31     | 41,802.07     |
| 营业外收入                  | 26,041.38     | 33,039.30     | 19,204.61     |
| 净利润                    | 80,168.18     | 104,510.37    | 63,834.93     |
| EBIT                   | 187,376.28    | 231,460.36    | 178,320.37    |
| EBITDA                 | 293,334.57    | 351,828.01    | 305,853.24    |
| 销售商品、提供劳务收到的现金         | 1,369,087.94  | 1,197,807.56  | 1,399,760.71  |
| 收到其他与经营活动有关的现金         | 2,828,037.41  | 2,650,087.96  | 1,944,401.12  |
| 购买商品、接受劳务支付的现金         | 1,329,666.35  | 1,532,359.61  | 1,558,159.14  |
| 支付其他与经营活动有关的现金         | 2,506,135.19  | 2,500,459.91  | 1,673,852.57  |
| 吸收投资收到的现金              | 7,472.41      | 15,245.00     | 16,350.00     |
| 资本支出                   | 358,217.42    | 401,249.21    | 297,363.29    |
| 经营活动产生的现金流量净额          | 241,599.76    | -304,472.61   | -31,172.82    |
| 投资活动产生的现金流量净额          | -284,239.34   | -494,136.77   | -374,289.75   |
| 筹资活动产生的现金流量净额          | 458,706.78    | 753,082.90    | 234,406.28    |
| 现金及现金等价物净增加额           | 416,470.70    | -45,356.56    | -170,998.95   |
| 财务指标                   | 2021          | 2022          | 2023          |
| 营业毛利率（%）               | 12.43         | 11.34         | 9.84          |
| 期间费用率（%）               | 14.52         | 15.31         | 15.95         |
| 应收类款项占比（%）             | 10.40         | 9.53          | 10.17         |
| 收现比（X）                 | 1.11          | 0.95          | 1.10          |
| 资产负债率（%）               | 53.84         | 54.42         | 53.73         |
| 总资本化比率（%）              | 44.20         | 47.23         | 46.44         |
| 短期债务/总债务（%）            | 16.24         | 18.11         | 28.92         |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | 1.24          | -1.66         | -0.15         |
| 总债务/EBITDA（X）          | 14.35         | 15.40         | 18.52         |
| EBITDA/短期债务（X）         | 0.43          | 0.36          | 0.19          |
| EBITDA 利息保障倍数（X）       | 1.51          | 1.92          | 1.43          |

注：中诚信国际根据 2021 年、2022 年、2023 年审计报告整理；其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，长期应付款、其他非流动负债中的带息债务调入长期债务。

### 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   |
|      | 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  |
|      | 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   |
| 现金流  | 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 利息保障倍数       | EBITDA/利息支出   |
|      | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 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，影响报表使用者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<br>(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