



海宁市城市发展投资集团有限公司 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 1004 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

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 MTN002”、“20 海宁城投 MTN001”、“21 海宁城投 MTN001”、“21 海宁城投 MTN002”和“22 海宁专项债/22 海宁债”AA ⁺	
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。	
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，潜在的支持能力很强。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，与政府关联度高。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、资金支出压力大以及业务运营存在一定波动性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：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：区域经济财政实力弱化，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。	
正 面		
■ 地位重要性依然重要。跟踪期内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，对海宁市人民政府的重要性强，公司在资产注入、财政补贴等方面可获得一定政府支持。 ■ 业务较为多元化。跟踪期内，公司安置房建设、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，收入来源依然较为多元化，一定程度上增强了公司的抗风险能力。		
关 注		
■ 债务规模增长较快。随着公司业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，2023年债务规模增长较快，且短期债务占比提高，公司面临一定短期偿债压力。 ■ 在建项目较多，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。 ■ 业务受市场行情影响较大。公司土地整理及房地产业务结算及去化情况受市场行情影响较大，业务运营或存在一定波动。		

项目负责人：杨 成 chyang@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

海宁城投（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	415.41	517.20	592.52
经调整的所有者权益合计（亿元）	203.50	225.68	264.36
负债合计（亿元）	211.91	291.52	328.15
总债务（亿元）	167.58	249.76	273.49
营业总收入（亿元）	66.27	71.29	64.86
经营性业务利润（亿元）	1.20	1.09	1.17
净利润（亿元）	2.69	2.14	2.11
EBITDA（亿元）	3.90	3.63	4.57
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-6.62	-39.02	-16.47
总资本化比率（%）	45.16	52.53	50.85
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.62	0.46	0.49

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 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、长期应付款中带息部分调整至长期债务，其他流动负债中的带息部分调整至短期债务。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。

同行业比较（2023 年数据）

项目	海宁城投	柯桥国资	桐乡国投
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+
地区	嘉兴市-海宁市	绍兴市-柯桥区	嘉兴市-桐乡市
GDP（亿元）	1,318.16	2,030.29	1,252.35
一般公共预算收入（亿元）	100.13	142.23	107.02
经调整的所有者权益合计（亿元）	264.36	970.31	663.73
总资本化比率（%）	50.85	67.77	57.50
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.49	0.38	0.64

中诚信国际认为，海宁市、柯桥区和桐乡市行政地位相当，海宁市和桐乡市经济财政实力相近，弱于柯桥区；公司与可比公司的定位均为当地重要的基投主体，业务运营实力相当；公司资产和权益规模低于可比公司，总体资本实力靠后，利息覆盖能力处于中游水平，财务杠杆率不高。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有相近的支持意愿。

注：“柯桥国资”系“绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司”简称；“桐乡国投”系“桐乡市国有资本投资运营有限公司”简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

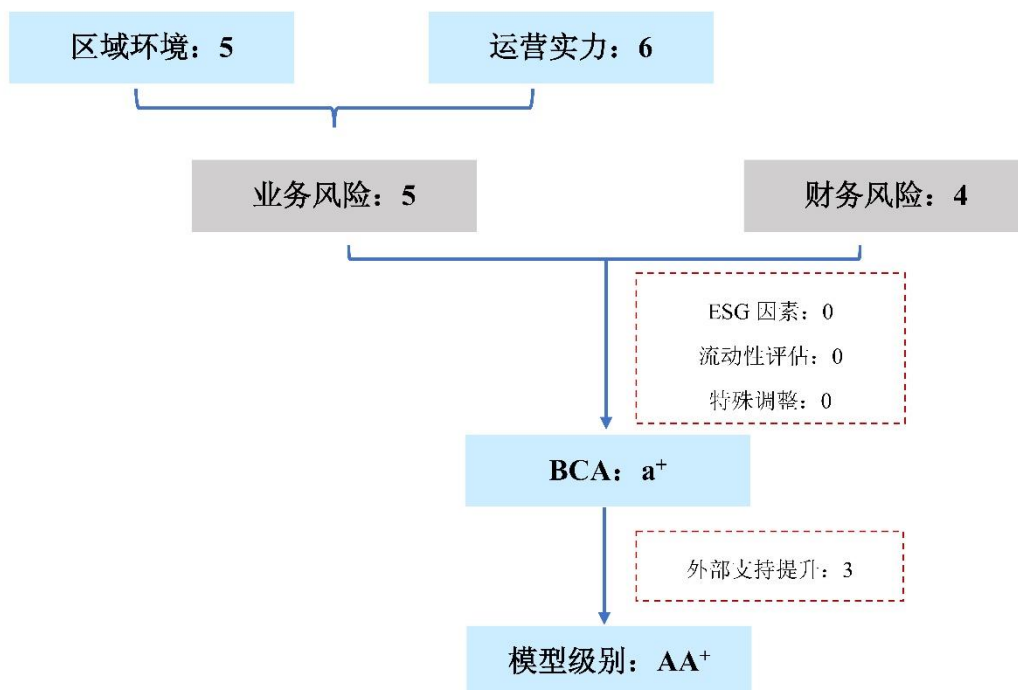
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/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+	2023/06/19 至本报告出具日	13.80/5.52	2018/11/13-2025/11/13	提前偿还条款
19 海宁城投 MTN002	AA+	AA+	2023/06/19 至本报告出具日	8.00/8.00	2019/8/30-2024/8/30	交叉违约条款
20 海宁城投 MTN001	AA+	AA+	2023/06/19 至本报告出具日	8.50/7.90	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+	2023/06/19 至本报告出具日	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+	2023/06/19 至本报告出具日	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+	2023/06/19 至本报告出具日	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

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
海宁城投	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/06/19 至本报告出具日

● 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(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: 中诚信国际认为, 海宁市政府具备很强的支持能力, 同时对公司有强的支持意愿, 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, 具备较高的重要性, 股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。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。

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解，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	11.91
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

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，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，在土地整理和基础设施建设领域具有区域专营性，同时公司收入来源依然较为多元化，但受房地产市场行情不佳以及燃气业务运营主体出表等因素影响，公司营业总收入有所下降。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，存在一定资金沉淀，且在市场行情暂未回暖

的情况下，房地产业务仍面临一定的去化压力。

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
安置房销售收入	5.11	7.71	-4.95	7.56	10.60	-0.65	3.17	4.88	-8.43
商品房销售收入	7.12	10.74	33.98	7.88	11.05	20.20	0.23	0.35	30.45
商业地产销售收入	1.04	1.57	22.10	2.88	4.04	0.20	0.19	0.29	20.17
土地整理收入	6.64	10.02	0.14	4.45	6.24	-2.03	3.47	5.35	-1.76
燃气销售收入	9.71	14.65	0.74	13.50	18.94	0.45	5.41	8.34	0.31
商品销售收入	31.69	47.82	1.33	29.25	41.03	2.53	45.28	69.81	2.22
其他业务	4.96	7.48	36.92	5.78	8.10	34.17	7.12	10.98	29.95
营业收入/毛利率合计	66.27	100.00	7.13	71.29	100.00	5.94	64.86	100.00	4.53

注：其他业务包括租赁、物业管理、客房经营等业务；公司燃气业务的运营主体为海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“海宁天然气”）。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，在 2023 年 5 月脱离公司并表范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房产销售板块，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为海宁市旧城改造与开发投资有限公司（以下简称“旧改公司”）以及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。

业务运营方面，跟踪期内公司结算硖北里二期、建材市场北、怡景湾和城南大道一期项目，受安置房项目完工进度影响，2023 年安置房销售收入有所降低，主要在售安置房项目尚有约 30 万方可供销售，仍有较大收入确认空间。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，2023 年公司获得的安置房亏损补贴为 1.47 亿元，计入营业外收入。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 3：截至 2023 年末公司在建安置房项目情况（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：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。2023 年公司以存量完工项目去化为主，加之房地产市场行情不佳，商品房销售收入较小。截至 2023 年末，公司在

售商品房项目主要为水月云庐项目，该项目概算总投资 9.82 亿元，可供销售面积 40,712.57 平方米，其中已销售面积 24,360.42 平方米，实现销售收入 6.13 亿元，尚未销售面积 16,352.15 平方米，尚有一定收入确认空间。同期末，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 2023 年末已投资 38.32 亿元，项目资金来源主要为公司自筹，预计 2024 年 6 月实现预售。截至 2023 年末公司暂无拟建商品房项目。

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，商业地产销售收入降幅较大，商业中心二期项目销售进度较为滞后，主要系市场环境不佳以及公司计划增加出租及自用面积所致。截至 2023 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较大，仍存在一定的可确认收入空间，但需关注后续运营情况。

表 4：截至 2023 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	已完工
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；商业中心二期预计出售面积在调整中，后续或将增加出租及自用面积。

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，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。

2023 年，公司收到土地整理回款同时确认收入 3.47 亿元，仍处于亏损状态。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 50.00 万元/亩，较上年基本保持稳定；包干费用仍为 80 万元/亩。

截至 2023 年末，公司主要在整理土地预计总投资 90.28 亿元，尚需投入 13.63 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 4,408.26 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 5：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 6：截至 2023 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	4.68	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	-
合计	90.28	76.65	18,745.56	4,408.26

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，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，城市建设公司基础设施项目建设资金来源于自筹及市财政出资，目前主要靠财政资金保障。对于依靠公司自筹资金建设的项目，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。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，业主单位为各项目所属单位，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）。

业务运营方面，2023 年城市建设公司收到市政基础设施资产折旧额拨入 0.51 亿元，公司确认代建管理费确认收入 0.20 亿元。截至 2023 年末，公司主要在建基础设施建设项目合计总投资 62.18 亿元，业务持续性较好。同期末，公司固定资产中尚有市政建设资产 36.75 亿元。

表 7：截至 2023 年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
碧云南延（江南大道-丰收路）	城市建设公司	1.16	1.16
浙大国际校区北侧地块绿化二期工程	城市建设公司	0.64	0.64
邵家岭山体修复及绿化提升项目	城市建设公司	0.38	0.38
联民路（江南大道至袁硖港南）项目	城市建设公司	0.72	0.72
干河街维修区块附属工程	城市建设公司	2.08	2.08
文宗路（联新桥至西山路）道路拓宽改造项目	城市建设公司	0.75	0.75
文苑路（江南大道至西山路）道路改造项目	城市建设公司	2.43	2.43
城南快速化改造项目	城市建设公司	21.28	2.20
硖石景区慢行廊道系统建设项目	城市建设公司	4.98	3.24
异地新建袁花中心卫生院项目(一期)	社发集团	0.79	0.79
异地新建海宁市人民医院开发区分院	社发集团	1.49	1.49
仰山小学扩建工程	社发集团	1.13	1.13
异地新建袁花人民法庭	社发集团	0.10	0.10
新建海宁市龙渡小学	社发集团	1.67	1.67
异地新建海宁市第二中学项目	社发集团	2.16	2.16
新建钱塘实验小学（暂定名）项目	社发集团	1.84	1.84
新建海宁市第五中学龙渡校区（暂定名）项目	社发集团	1.75	1.75
长安镇卫生院异地新建项目	社发集团	0.64	0.64
射击中心新 4 号馆项目	社发集团	0.41	0.41
许巷派出所、许巷交警中队	社发集团	0.75	0.75
学林街停车楼项目	社发集团	0.70	0.70
海昌街道康养中心	社发集团	2.27	1.67
海宁市执法办案综合体项目	社发集团	1.40	1.40
新建海宁市南苑小学江南校区（暂定名）项目	社发集团	3.06	2.15
新建静安初级中学（暂定名）项目	社发集团	2.82	2.05
易地新建桃园小学项目	社发集团	2.59	1.49
易地新建周王庙初级中学	社发集团	2.19	1.61
合计	-	62.18	37.40

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。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，截至 2023 年末均已完工，总投资 15.90 亿元。上述自营项目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，计划在 2024 年投入运营。

表 8：截至 2023 年末公司主要自营项目（亿元）

项目名称	建设周期	总投资
横头街历史文化街区开发建设项目	2020.11~2023.11	8.50
中丝三厂文化创意产业园项目	2020.9~2023.9	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
合计	-	15.90

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，公司商品销售业务的经营主体仍为海宁市融城聚数供应链股份有限公

司（以下简称“融诚公司”），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。

业务运营方面，2023 年公司商品贸易收入 45.28 亿元，同比增长 54.80%，主要贸易品种包括化学纤维和建材等。2023 年公司上下游客户仍保持较高的集中度。

表 9：2023 年前五大供应商及客户情况（亿元、%）

供应商名称	采购品种	采购金额	占比
浙江恒逸石化销售有限公司	化纤丝	19.34	33.36
响水龙拓实业有限公司	不锈钢	15.21	26.25
广西嘉坤贸易有限公司	建材	4.43	7.63
上海茂高物产贸易有限公司	钢卷	1.38	2.38
宁波中拓供应链管理有限公司	钢卷	1.19	2.05
合计	-	41.55	71.67
下游客户	销售品种	销售金额	销售收入占比
浙商中拓集团股份有限公司	不锈钢	13.30	29.38
浙江益通新材料有限公司	化纤丝	12.50	27.61
浙江鸿翔建设集团股份有限公司	建材	4.73	10.45
福建晟牧供应链管理有限公司	化纤丝	4.43	9.78
海宁市中大建材股份有限公司	钢卷	2.94	6.49
合计	-	37.90	83.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，受益于政府在财政资金等方面的大力支持，跟踪期内公司所有者权益增长，资本实力有所增强；随着公司业务的持续推进，公司债务规模保持增长状态，短期债务占比有所提高，但债务结构仍合理，且财务杠杆率有所下降；公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力依然较弱。

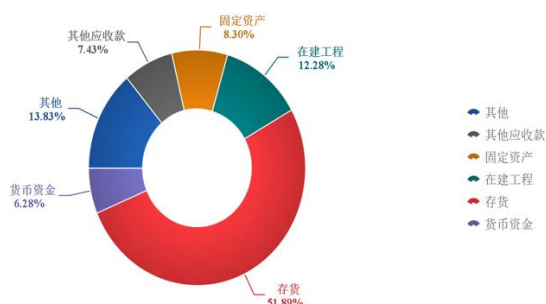
资本实力与结构

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，公司资产规模保持增长态势。

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%。公司项目建设形成的存货占总资产规模的 51.89%，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。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。公司其他应收款主要系和当地国有企业往来款，对资金形成一定占用，主要应收对象包括海宁市旧区有机更新开发有限公司、海宁市资产经营公司和海宁市土地收储中心等。此外，

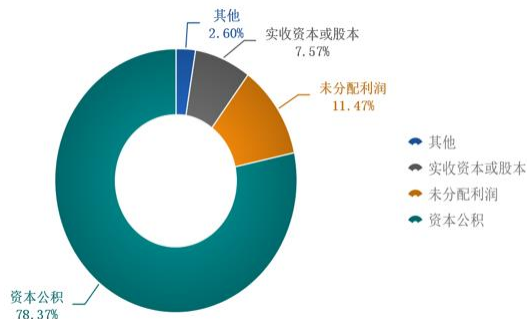
公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务及债务规模的扩张保持增长趋势，且受限规模较小。总体来看，公司资产的流动性和收益性不佳，整体资产质量有待提升。

图 1：截至 2023 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 2023 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

受益于政府在资金划拨和资产划入等方面的持续支持，公司资本公积大幅增长，带动经调整的所有者权益增长。2023 年公司收到财政资金、补助款合计 6.40 亿元，并按有关用途计入资本公积 2.04 亿元；根据 2023 年海宁市政府置换债券债务解除协议，公司长期应付款中政府置换债券 22.43 亿元转入资本公积；根据《关于印发海宁市配建房接收管理指导意见的通知》，公司无偿划入配建房 8.93 亿元。

2023 年公司债务规模保持增长状态，但受益于政府支持，公司净资产增加，财务杠杆水平随之有所下降。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
资产总额	415.41	517.20	592.52
流动资产占比	69.22	69.11	69.92
非流动资产占比	30.78	30.89	30.08
经调整的所有者权益 ¹	203.50	225.68	264.36
资产负债率	51.01	56.37	55.38
总资本化比率	45.16	52.53	50.85

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

受房地产市场行情不佳以及燃气业务运营主体出表等因素影响，公司营业总收入有所下降，但收现比提高至 1.27 倍，公司收入质量有所好转。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。跟踪期内公司安置房、土地整理等项目建设进度持续推进，经营活动现金流出规模依然较大，经营活动现金流仍呈现净流出状态，公司经营获现能力较弱。

跟踪期内，公司持续推进对道路市政建设及城市基础设施建设的投入，同时投资活动现金流入依然较少，投资活动现金流保持净流出态势。

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

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 2.80 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，可以基本弥补经营活动和投资活动产生的资金缺口。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元）

项目	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	-6.62	-39.02	-16.47
投资活动产生的现金流量净额	-11.58	-22.96	-17.55
筹资活动产生的现金流量净额	27.11	71.33	31.95
现金及现金等价物净增加额	8.91	9.36	-2.07
收现比（X）	0.99	0.97	1.27

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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，跟踪期内债务规模保持增长状态，2023 年末债务同比增长 9.50%。公司债务以银行借款、债券发行为主，银行借款多有抵质押及担保措施；公司短期债务占比有所提高，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，但面临一定短期偿债压力。

表 12：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	2024 年	2025 年	2026 年
银行借款	25.27	16.03	13.91
债券融资	17.76	25.66	48.50
其他	16.05	-	-
合计	59.08	41.69	62.41

注：其他债务主要系应付票据；到期债务不包含利息。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，2023 年公司 EBITDA 有所增长，但对利息的覆盖能力依然较弱。此外，公司经营活动现金流仍处于净流出态势，无法为债务利息提供保障。

截至 2023 年末，公司银行授信总额为 176.35 亿元，尚未使用授信额度为 89.95 亿元，备用流动性较为充足；此外，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，公司在手可用批文包括 8.00 亿元中票和 10.30 亿元公司债。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023
总债务	167.58	249.76	273.49
短期债务占比	18.06	12.53	21.75
EBITDA	3.90	3.63	4.57
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.46	0.49
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-1.06	-4.90	-1.76

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 2023 年末，公司受限资产账面价值为 95.94 亿

元，占当期末总资产的比重为 16.19%，主要系用于抵押的存货、投资性房地产和在建工程等。或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 6.43 亿元，占同期末净资产的比例为 2.43%，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。同期末，公司无重大未决诉讼事项。

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 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。

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高度的关联性，在资产注入、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 年公司获得财政资金、补助款合计 6.40 亿元、解除政府置换债券债务 22.43 亿元。综上，跟踪期内海宁市政府具备很强的支持能力，同时保持对公司强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“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。

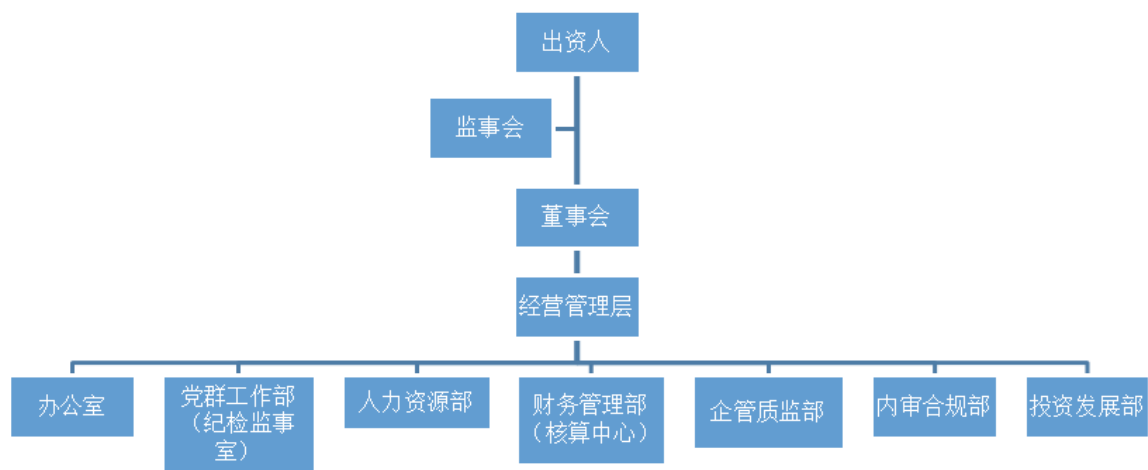
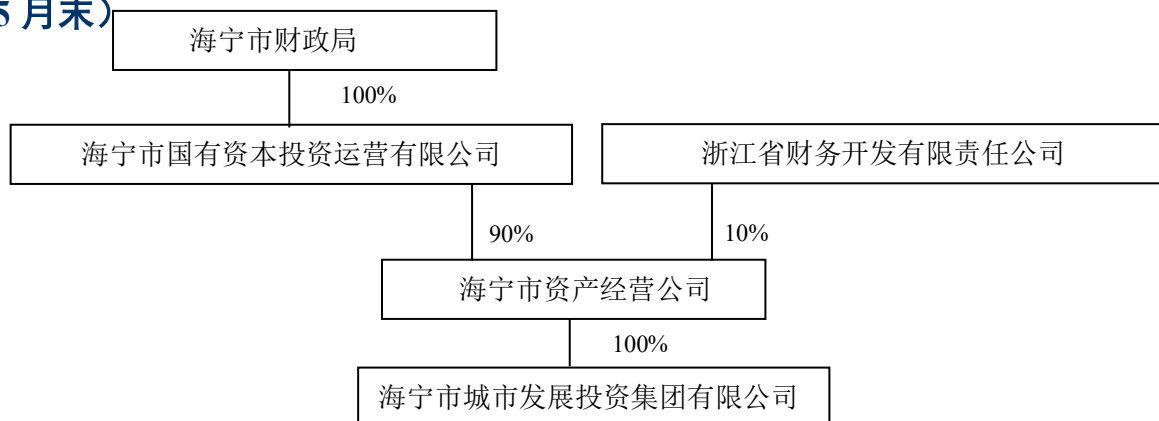
“22 海宁专项债/22 海宁债”募集资金 10.00 亿元，其中 5.90 亿元用于横头街历史文化街区开发建设项目，2.18 亿元用于中丝三厂文化创意产业园项目，1.20 亿元用于海宁市干河街历史文化街区开发建设项目二期，4.52 亿元拟用于补充营运资金。截至目前，募集资金已使用完毕。

“18 海宁城投债/PR 海城发”和“22 海宁专项债/22 海宁债”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。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，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 MTN002”、“20 海宁城投 MTN001”、“21 海宁城投 MTN001”、“21 海宁城投 MTN002”和“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 2024 年 5 月末）



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）	2021	2022	2023
货币资金	254,025.88	356,829.07	372,227.37
非受限货币资金	239,470.74	333,080.02	312,404.46
应收账款	35,163.57	45,056.25	63,075.13
其他应收款	296,254.17	428,608.06	440,092.66
存货	2,206,720.84	2,642,727.89	3,074,554.40
长期投资	187,441.53	222,733.68	248,412.90
在建工程	505,959.65	713,561.91	727,389.89
无形资产	61,267.03	75,971.33	73,727.26
资产总计	4,154,078.49	5,171,975.73	5,925,156.19
其他应付款	199,202.18	201,839.00	280,262.47
短期债务	302,625.22	313,023.67	594,889.21
长期债务	1,373,146.41	2,184,556.81	2,139,983.55
总债务	1,675,771.63	2,497,580.48	2,734,872.76
负债合计	2,119,082.52	2,915,208.75	3,281,540.05
利息支出	62,341.99	79,681.95	93,387.56
经调整的所有者权益合计	2,034,995.97	2,256,766.98	2,643,616.14
营业总收入	662,725.69	712,928.81	648,550.05
经营性业务利润	11,985.24	10,851.49	11,698.10
其他收益	3,771.20	7,480.35	31,336.46
投资收益	16,155.87	4,529.19	7,132.13
营业外收入	23,629.01	31,199.22	18,008.04
净利润	26,853.64	21,370.86	21,056.95
EBIT	24,607.90	19,656.59	24,573.60
EBITDA	38,951.08	36,301.23	45,698.96
销售商品、提供劳务收到的现金	653,102.28	694,505.35	822,630.20
收到其他与经营活动有关的现金	866,914.12	656,017.04	596,194.41
购买商品、接受劳务支付的现金	831,587.13	1,083,736.39	1,073,627.54
支付其他与经营活动有关的现金	723,143.93	632,382.34	486,933.54
吸收投资收到的现金	6,674.41	17,880.00	28,000.00
资本支出	94,335.82	201,083.86	141,601.69
经营活动产生的现金流量净额	-66,194.24	-390,159.23	-164,690.60
投资活动产生的现金流量净额	-115,779.74	-229,560.54	-175,494.50
筹资活动产生的现金流量净额	271,075.16	713,326.56	319,500.18
现金及现金等价物净增加额	89,098.88	93,609.16	-20,675.44
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	7.13	5.94	4.53
期间费用率（%）	4.72	5.28	6.20
应收类款项占比（%）	8.20	9.34	8.49
收现比（X）	0.99	0.97	1.27
资产负债率（%）	51.01	56.37	55.38
总资本化比率（%）	45.16	52.53	50.85
短期债务/总债务（%）	18.06	12.53	21.75
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.06	-4.90	-1.76
总债务/EBITDA（X）	43.02	68.80	59.85
EBITDA/短期债务（X）	0.13	0.12	0.08
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.62	0.46	0.49

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 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、长期应付款中带息部分调整至长期债务，其他流动负债中的带息部分调整至短期债务。

附三：海宁市城市发展投资集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

被担保人	担保余额（万元）	到期时间
海宁上塘水务有限公司	14,300.00	2029.7.24
海宁市水务投资集团有限公司	50,000.00	2028.4.27
合计	64,300.00	-

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+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。

附五：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