

# 海宁市尖山新区开发有限公司

## 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2025〕3888号

联合资信评估股份有限公司通过对海宁市尖山新区开发有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用等级为AA，维持“18海宁新区债01/PR尖山01”“18海宁新区债02/PR尖山02”“21海宁新区债01/21尖山01”“21海宁新区债02/21尖山02”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十六日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

# 海宁市尖山新区开发有限公司

## 2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
海宁市尖山新区开发有限公司	AA/稳定	AA/稳定	
海宁市资产经营公司	AA+/稳定	AA+/稳定	
18 海宁新区债 01/PR 尖山 01	AA+/稳定	AA+/稳定	
18 海宁新区债 02/PR 尖山 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/26
21 海宁新区债 01/21 尖山 01	AA+/稳定	AA+/稳定	
21 海宁新区债 02/21 尖山 02	AA+/稳定	AA+/稳定	

### 评级观点

跟踪期内，海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）仍是海宁经济开发区和尖山新区重要的基础设施建设主体，具有区域专营优势。海宁市经济稳步发展，财政实力很强，公司外部发展环境良好。2024年，公司主营业务仍以委托代建业务、租赁和供应链贸易业务为主。公司储备的土地规模较大，其变现能力受政府规划和市场环境影响大；完工安置房销售接近尾声，在建项目待售规模较大，考虑到当前房地产行业下行，在售房源去化情况需关注；产业园区建设形成的资产可产生持续性的现金流，但公司在建产业园区项目尚需投资规模大，未来资本支出压力大，且收益实现易受建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性。公司债务规模小幅增长，债务期限结构有待优化，非标融资款占比较高，整体债务负担较重。公司短期偿债压力较大，长期偿债指标表现弱，间接融资渠道畅通，存在一定或有负债风险。

“18 海宁新区债 01/PR 尖山 01”“18 海宁新区债 02/PR 尖山 02”“21 海宁新区债 01/21 尖山 01”和“21 海宁新区债 02/21 尖山 02”由海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，海宁资产主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，其担保有效提升了上述债券的偿付安全性。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**公司在财政补贴和股东注资方面获得有力的外部支持。

### 评级展望

随着海宁经济开发区及尖山新区基础设施建设的持续推进及产业园区招商引资逐步落地，公司业务有望稳定发展。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升，政府支持程度增强。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**公司核心资产被划出，政府支持程度减弱，融资环境恶化。

### 优势

- **外部发展环境良好。**海宁市为全国百强县，支柱产业包括皮革、经编、家纺等传统产业以及新材料、泛半导体、生命健康等新兴产业。2024年，海宁市经济稳步发展，财政实力很强，财政自给程度较高。整体看，公司发展的外部环境良好。
- **持续获得外部支持。**公司是海宁经开区和尖山新区重要的基础设施建设主体，业务具有区域专营优势。2024年，公司获得股东注资，增加资本公积 25.00 亿元；公司获得政府补贴 1.23 亿元，计入“其他收益”。
- **增信措施可有效增强债券偿付安全性。**“18 海宁新区债 01/PR 尖山 01”和“18 海宁新区债 02/PR 尖山 02”设置了本金分期偿还条款，且海宁资产对“18 海宁新区债 01/PR 尖山 01”“18 海宁新区债 02/PR 尖山 02”“21 海宁新区债 01/21 尖山 01”和“21 海宁新区债 02/21 尖山 02”均提供了本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了上述债券到期偿付的安全性。

### 关注

- **资产流动性较弱。**公司委托代建、土地整理及安置房建设已形成大规模的存货，资金沉淀严重；以往来款为主的其他应收款占比比较大，对公司资金形成较大占用。

- **债务负担较重且存在集中兑付压力。**截至 2024 年末，公司全部债务小幅增长，全部债务资本化比率为 61.28%，短期债务规模依然较大、占比仍较高，债务期限结构有待优化。同期末，公司现金短期债务比为 0.36 倍。
- **未来资金支出压力大。**公司委托代建项目及自营项目未来资金支出压力大，其中自营项目投资回收周期较长，项目收益实现易受建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性。

## 本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果		
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2		
			行业风险	3		
	F5	自身竞争力	基础素质	3		
			企业管理	2		
财务风险	F5	现金流	经营分析	2		
			资产质量	4		
			盈利能力	3		
		资本结构	现金流量	2		
			偿债能力	5		
指示评级				bbb		
个体调整因素：无				--		
个体信用等级				bbb		
外部支持调整因素：政府支持				+6		
评级结果				AA		

**个体信用状况变动说明：**由于公司偿债能力评价结果有所下降，公司指示评级由上次评级的a变动为bbb，公司无个体调整因素，故公司的个体信用等级由上次评级的a变动为bbb。

**外部支持变动说明：**公司实际控制人综合实力很强，在股东注资和财政补贴方面持续给予公司有力的外部支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

**评级模型使用说明：**评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

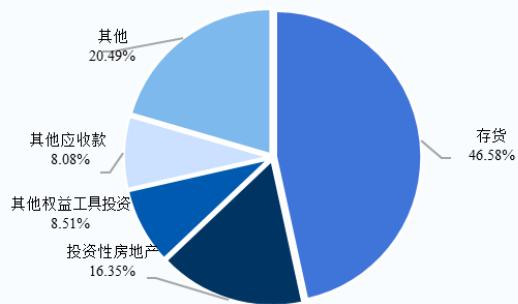
合并口径		
项目	2023年	2024年
现金类资产（亿元）	34.49	35.41
资产总额（亿元）	553.27	626.60
所有者权益（亿元）	188.33	220.31
短期债务（亿元）	102.10	98.56
长期债务（亿元）	234.73	250.12
全部债务（亿元）	336.83	348.69
营业总收入（亿元）	12.59	13.42
利润总额（亿元）	2.28	2.05
EBITDA（亿元）	3.08	2.97
经营性净现金流（亿元）	-27.61	-3.15
营业利润率（%）	16.60	15.75
净资产收益率（%）	1.26	0.81
资产负债率（%）	65.96	64.84
全部债务资本化比率（%）	64.14	61.28
流动比率（%）	302.41	291.77
经营现金流动负债比（%）	-23.85	-2.34
现金短期债务比（倍）	0.34	0.36
EBITDA利息倍数（倍）	0.23	0.14
全部债务/EBITDA（倍）	109.23	117.52

公司本部口径		
项目	2023年	2024年
资产总额（亿元）	243.31	286.94
所有者权益（亿元）	112.18	134.13
全部债务（亿元）	115.06	118.14
营业总收入（亿元）	1.87	2.25
利润总额（亿元）	0.58	0.46
资产负债率（%）	53.90	53.25
全部债务资本化比率（%）	50.63	46.83
流动比率（%）	230.67	175.23
经营现金流动负债比（%）	-16.94	16.90

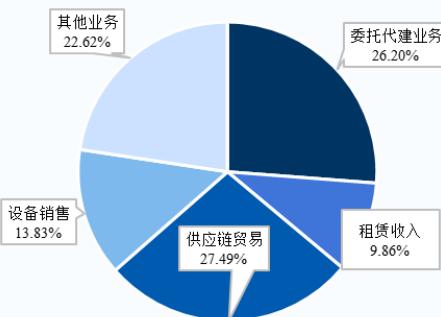
注：1. 公司其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

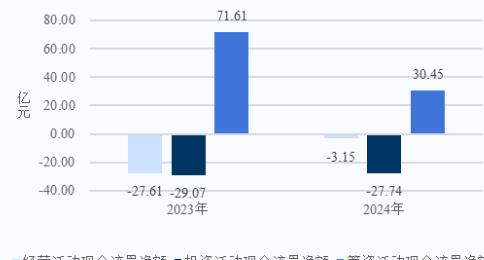
2024年末公司资产构成



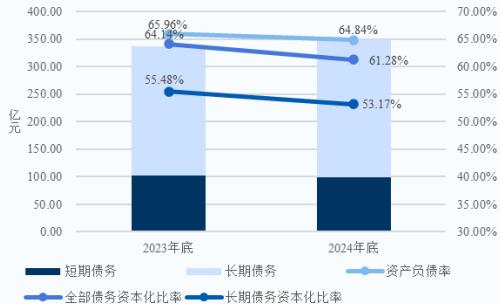
2024年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
18 海宁新区债 01/PR 尖山 01	7.00 亿元	1.40 亿元	2025/09/10	债券提前偿还
18 海宁新区债 02/PR 尖山 02	7.00 亿元	1.40 亿元	2025/11/16	债券提前偿还
21 海宁新区债 01/21 尖山 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/04/25	回售选择权
21 海宁新区债 02/21 尖山 02	8.50 亿元	8.50 亿元	2028/09/06	回售选择权

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；上表中到期兑付日为不行权到期日

资料来源：联合资信整理

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 海宁新区债 01/PR 尖山 01、 18 海宁新区债 02/PR 尖山 02、 21 海宁新区债 01/21 尖山 01、 21 海宁新区债 02/21 尖山 02	AA+/稳定	AA/稳定	2024/06/27	杨廷芳 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	<a href="#">阅读全文</a>
21 海宁新区债 02/21 尖山 02	AA+/稳定	AA/稳定	2021/07/19	马玉丹 吕泽峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
21 海宁新区债 01/21 尖山 01	AA+/稳定	AA/稳定	2021/03/15	文中 马玉丹	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
18 海宁新区债 02/PR 尖山 02	AA+/稳定	AA/稳定	2018/10/17	崔俊凯 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	<a href="#">阅读全文</a>
18 海宁新区债 01/PR 尖山 01	AA+/稳定	AA/稳定	2018/05/25	刘秀秀 崔俊凯 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：杨廷芳 [yangtf@lhratings.com](mailto:yangtf@lhratings.com)

项目组成员：张昶 [zhangchang@lhratings.com](mailto:zhangchang@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司是根据海宁市人民政府《关于同意建办海宁尖山治江围垦开发有限公司的批复》（海政发〔1998〕112号）由海宁市治江围垦管理委员会出资组建的国有独资公司，初始注册资本1.50亿元。经数次股权变更，截至2024年末，公司注册资本及实收资本均为3.66亿元，其中，浙江兴海控股集团有限公司（以下简称“兴海集团”）持股58.55%，海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”）持股41.45%，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”）为兴海集团及海宁资产的控股股东，即为公司实际控制人，并委托海宁市尖山新区管理委员会（以下简称“尖山新区管委会”）对公司进行管理。

公司是海宁经济开发区（以下简称“海宁经开区”）和尖山新区重要的基础设施建设主体，主要负责海宁经开区和尖山新区土地开发整理、基础设施项目建设投资和资产管理。

截至2024年末，公司本部内设办公室、计划财务科、投资发展科和工程管理科等职能部门；拥有纳入合并范围的一级子公司11家。

截至2024年末，公司资产总额626.60亿元，所有者权益220.31亿元（含少数股东权益32.91亿元）；2024年，公司实现营业总收入13.42亿元，利润总额2.05亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市尖山围垦区；法定代表人：王云开。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至2025年5月末，公司由联合资信评级的存续债券余额合计36.30亿元，详见表1。跟踪期内，“18海宁新区债01/PR尖山01”和“18海宁新区债02/PR尖山02”均已按时偿付当期本息，“21海宁新区债01/21尖山01”和“21海宁新区债02/21尖山02”均已按时付息。

“18海宁新区债01/PR尖山01”和“18海宁新区债02/PR尖山02”期限均为7年，均附债券本金分期偿付条款，即在债券存续期第3~7年等额偿付本金的20%。截至2025年5月末已全部使用完毕。

“21海宁新区债01/21尖山01”和“21海宁新区债02/21尖山02”期限均为7年，均附第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至2025年5月末已全部使用完毕。

跟踪期内，“23海尖01”已按时付息，募集资金已按照约定用途使用完毕。

图表1·截至2025年5月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18海宁新区债01/PR尖山01	7.00亿元	1.40亿元	2018/09/10	7年
18海宁新区债02/PR尖山02	7.00亿元	1.40亿元	2018/11/16	7年
21海宁新区债01/21尖山01	10.00亿元	10.00亿元	2021/04/25	5+2年
21海宁新区债02/21尖山02	8.50亿元	8.50亿元	2021/09/06	5+2年
23海尖01	15.00亿元	15.00亿元	2023/04/12	3年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

## 五、行业及区域环境分析

### 1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2025年城市基础设施建设行业分析》](#)。

### 2 区域环境分析

海宁市区位优势明显，工业基础良好，海宁市在2024年全国百强县中排名第16位，支柱产业包括皮革、经编、家纺等传统产业以及新材料、泛半导体、生命健康等新兴产业。2024年，海宁市经济稳步发展，财政实力很强，经济以及财政实力在嘉兴市下属区县中均排名前列；海宁市一般公共预算收入质量好，财政自给能力强，但受房地产市场持续低迷影响，政府性基金收入进一步下降。整体看，公司发展的外部环境良好。

#### 海宁市

海宁市是浙江省嘉兴市下辖县级市，位于长江三角洲南翼、浙江省北部，东距上海市100公里，西接杭州市，南临钱塘江，区域面积863平方公里（含钱塘江水域），下辖4个街道、8个镇，并设有3个省级经济开发区。截至2024年末，海宁市常住人口110.9万人，城镇化率为71.4%。

交通方面，海宁市高速路网较为发达，途经境内的国省干线及联络线包括沪昆高速（G60）、杭州湾环线高速（G92）、常台高速（G1522）、杭甬高速杭州支线（S2）、苏台高速（S9）、杭浦高速（S16）等。铁路方面，沪杭高速铁路在海宁市许村镇设有海宁西站，距离上海市、杭州市和嘉兴市的最短车程分别为37分钟、13分钟和15分钟；杭海城际铁路串联海宁市中心及多个街道（镇），并向西延伸至杭州市临平南站，可与杭州市地铁9号线同站换乘；新建杭州机场高速铁路计划途径嘉兴桐乡市、海宁市，杭州钱塘区、萧山区及绍兴柯桥区，其中海宁段已于2023年4月开工，计划于海宁市周王庙镇新设海宁观潮站。

产业方面，海宁市是“中国制造2025浙江行动”县级试点示范城市、浙江省信息经济发展示范区，列入第二批国家创新型县（市）建设名单、浙江省制造业高质量发展示范创建县（市）名单。随着产业转型升级持续推进，海宁市皮革、经编、家纺等传统产业逐步转向时尚产业、新材料产业。泛半导体、生命健康、航空航天、智能厨电等新兴产业近年来发展较快。其中，泛半导体产业群入选浙江省首批未来产业先导区。截至2024年末，海宁市拥有钱江生化、宏达高科、海宁皮城、天通股份、火星人等主板+创业板上市公司合计21家。2024年，海宁市在赛迪顾问县域经济研究中心发布的中国县域经济百强县（市）中名列第16位。

根据《海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2024年，海宁市实现地区生产总值1397.16亿元，在嘉兴市下属区县中排名第一，按可比价格计算，较上年增长5.7%。其中，第一产业增加值21.98亿元，较上年增长3.4%；第二产业增加值746.21亿元，较上年增长5.8%；第三产业增加值628.96亿元，较上年增长5.6%。2024年，海宁市三次产业结构比调整为1.6：53.4：45.0。同期，海宁市常住人口人均生产总值为12.61万元，低于浙江省人均GDP水平。

2024年，海宁市实现规模以上工业增加值515.04亿元，较上年增长8.7%。在海宁市重点产业中，规模以上战略性新兴产业、高端装备制造业、数字经济核心产业和高新技术产业实现增加值分别为216.60亿元、161.85亿元、160.41亿元、362.79亿元，较上年分别增长12.9%、2.3%、4.5%和9.5%。同期，海宁市完成固定资产投资494.90亿元，较上年下降15.5%。其中，工业投资较上年下降19.1%，服务业投资较上年下降13.4%。高新技术产业投资较上年下降32.0%，制造业投资下降22.5%。受房地产市场表现低迷影响，2024年，海宁市房地产开发投资较上年下降25.1%，其中住宅投资较上年下降27.9%；新开工施工面积22.26万平方米，较上年下降51.9%；商品房销售面积40.84万平方米，较上年下降17.5%。

图表2·海宁市主要经济指标

项目	2022年	2023年	2024年
GDP（亿元）	1247.00	1318.16	1397.16
GDP增速（%）	0.7	8.0	5.7
固定资产投资增速（%）	7.8	3.0	-15.5
三产结构	1.7：58.1：40.2	1.6：57.3：41.1	1.6：53.4：45.0
人均GDP（万元）	11.33	11.93	12.61

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《关于海宁市2024年财政预算执行情况和2025年财政预算草案的报告》，2024年，海宁市完成一般公共预算收入102.10亿元，在嘉兴市下属区县中与桐乡市并列第一，较上年增长2.0%。其中，税收收入88.94亿元，较上年下降2.8%，占一般公共预算收入的87.11%，一般公共预算收入质量好。同期，海宁市一般公共预算支出129.40亿元，财政自给率为78.90%，财政自给能力强。2024年，海宁市政府性基金预算收入55.39亿元，较上年有所下降，主要系房地产市场持续低迷、土地出让收入进一步下降所致。

图表3·海宁市主要财政指标

项目	2022年	2023年	2024年
一般公共预算收入（亿元）	95.08	100.13	102.10
一般公共预算收入增速（%）	-16.9	5.3	2.0
税收收入（亿元）	85.16	91.48	88.94
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	89.57	91.36	87.11
一般公共预算支出（亿元）	122.30	121.36	129.40
财政自给率（%）	77.74	82.51	78.90
政府性基金收入（亿元）	197.21	61.40	55.39
地方政府债务余额（亿元）	230.21	267.26	338.10

资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 海宁经济开发区

海宁经济开发区（海昌街道）成立于1992年8月，1997年，海宁经济开发区被批准为省级开发区；2009年，海宁经济开发区与上海漕河泾新兴技术开发区合作建立了上海漕河泾开发区海宁分区，是浙沪两地首个开发区合作项目；2010年，海宁经济开发区被认定为省级高新技术产业园区；2016年，海宁经济开发区被认定为长江经济带国家级转型升级示范区；2023年入选省第二批高能级战略平台培育名单；2024年成为省首个管理规格提级的省级开发区。

海宁经济开发区位于海宁市区北侧，区域面积54.2平方公里。截至2024年末，共有户籍人口43370人，新居民97934人，全区共有营业企业4537家，其中工业企业2436家，规上工业企业272家，产值10亿元以上企业4家，主板上市公司4家。近年来，海宁经济开发区逐渐形成以时尚产业、装备制造及电子信息三大核心产业为主的发展格局，重点培育泛半导体、高端装备、航空航天等战略新兴产业。随着泛半导体产业园、东区智慧港、航空装备园等区域性平台建设发展，综合竞争实力进一步增强。泛半导体产业涌现了红狮宝盛、天通吉成、日本鐵三角等一批世界500强和行业龙头企业。关于时尚产业转型升级，海宁经济开发区现拥有

服装规上企业 35 家，2024 年实现产值 26.36 亿元；纺织业规上企业 38 家，2024 年实现产值 48.89 亿元，增长 18.2%，涌现了安正、雪豹等品牌服装龙头企业和华尔科技、针永体育、汉保利罗等一大批智能制造企业。

2024 年，海宁经济开发区实现地区生产总值 138.86 亿元，同比增长 5.7%。同期，海宁经济开发区实现规模以上工业增加值 61.98 亿元，同比增长 1.3%，其中战略新兴产业增加值 19.41 亿元，数字经济产业增加值 15.87 亿元。2024 年，海宁经济开发区一般公共预算收入 9.32 亿元，同比增长 13.1%。

### 尖山新区

尖山新区位于海宁市东南部，杭州湾钱塘江北岸尖山河口段，由钱塘江滩涂地围垦形成，规划面积 42 平方公里。尖山新区围绕汽车及关键零部件、机械制造、新能源、新材料等四大新兴产业，引进万向光伏园项目、精密膜板项目、晶科太阳能电池项目、国家电梯质检中心等项目。近年来，尖山新区被授予中国综合实力千强镇、中国国家级生态镇、国家园林城镇、国家卫生镇、浙江省百亿级工业强镇等称号。

2024 年，尖山新区实现地区生产总值 175.62 亿元，较上年增长 8.4%；规模以上工业增加值为 174.49 亿元，较上年增长 8.5%；固定资产投资额为 55.6 亿元。2024 年，尖山新区完成一般公共预算收入 9.33 亿元。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

公司征信记录情况良好，联合资信未发现其曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（中征码：3304230000161691），截至 2025 年 5 月 23 日，公司本部不存在未结清的关注类或不良类信贷记录，近五年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

跟踪期内，公司法人治理结构、内部管理制度均无重大变化。

### （二）经营方面

#### 1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入小幅增长，新增设备销售收入，主营业务仍以委托代建业务、租赁和供应链贸易业务为主，综合毛利率略有下降。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
委托代建业务	4.14	32.84	7.63	3.52	26.20	7.63
租赁收入	1.83	14.53	88.04	1.32	9.86	86.50
供应链贸易	4.57	36.29	1.93	3.69	27.49	5.42
设备销售	--	--	--	1.86	13.83	37.51
其他业务	2.06	16.33	23.31	3.04	22.62	9.63
合计	12.59	100.00	19.81	13.42	100.00	19.38

注：其他业务包含安置房销售收入、租金收入、物业收入、墓地相关收入和水电费等

资料来源：联合资信根据公司提供整理

#### （1）委托代建业务

公司完工基础设施项目资金沉淀严重，在建及拟建项目较多，未来存在较大的资本支出压力；公司储备的土地规模较大，其变现能力受政府规划和市场环境影响大。

公司委托代建业务包括基础设施建设和土地整理。公司本部和子公司浙江钱塘江投资开发有限公司(以下简称“钱塘江公司”)分别负责尖山新区和海宁经开区委托代建项目的建设、运营和管理及相应区域的土地整理工作。跟踪期内，公司委托代建业务模式延续。2024年，因项目结算量的减少，公司确认的委托代建业务收入同比有所下降，当期全部收到回款。

公司本部与海宁市财政局和尖山新区管委会签订了《海宁市尖山新区基础设施建设、滩涂地围垦项目委托代建协议书》，海宁市财政局和尖山新区管委会委托公司对尖山新区的基础设施项目和滩涂地围垦项目进行投资、融资和施工建设，公司按规定使用项目建设用地并独家享有代建项目管理费收益权，海宁市财政局和尖山新区管委会负责向公司支付投资项目的实际成本和管理服务费(一般加成比例为9%)。

子公司钱塘江公司与海宁市财政局和浙江海宁经济开发区管理委员会(以下简称“海宁经开区管委会”)签订了《海宁经济开发区基础设施建设、土地拆迁整理项目委托代建移交协议书》，海宁市财政局和海宁经开区管委会授权公司对海宁经开区基础设施项目和土地征迁整理项目进行投资、融资和施工建设，海宁市财政局和海宁经开区管委会负责向公司支付投资项目的实际成本以及管理服务费(一般加成比例为9%)。在实际操作中，公司先行支付前期建设款项，项目建成后移交尖山新区管委会和海宁经开区管委会，管委会予以分期回款。

基础设施建设方面，截至2024年末，公司存货中已竣工但尚未结算的受托代建项目共158个，累计投资51.25亿元。同期末，公司在建基础设施工程项目类型涵盖房屋建筑物、道路桥梁、绿化、雨污水管网等，计划总投资125.00亿元，已投资102.68亿元；公司拟建基础设施建设项目包括道路桥梁、河道整治等，预计总投资22.50亿元。

图表5·截至2024年末公司在建基础设施项目情况(单位：亿元)

项目类别	具体工程	总投资	已投资
房屋建筑物	尖山新区文化中心、健身中心、派出所改建等	12.00	10.50
道路桥梁	经开区零星基础设施、杭州湾大道改造项目、新月路等	40.00	35.56
河道整治	新塘河治理一期工程、河道整治一期工程等	28.00	19.84
绿化、雨污水管网等	新区绿化、高压电网一期工程、电力、路灯工程等	45.00	36.78
合计		125.00	102.68

资料来源：公司提供

土地整理方面，公司存续土地整理业务集中在海宁经开区开展。2024年，海宁经开区及尖山新区土地出让面积1263.00亩，土地出让总收入为5.92亿元。

图表6·海宁经开区及尖山新区土地出让情况

指标	2023年	2024年
出让面积(亩)	3191.00	1263.00
土地出让总收入(万元)	96690.00	59207.00
平均出让价格(万元/亩)	30.30	46.88

资料来源：公司提供

2024年，受土地市场行情低迷及海宁经开区土地控规政策影响，公司土地开发面积有所下降。截至2024年末，公司存货中的土地整理成本152.56亿元。

图表7·公司土地整理情况

指标	2023年	2024年
开发面积(亩)	110.00	100.00
开发总投入(万元)	2750.00	2500.00
平均开发投入(万元/亩)	25.00	25.00

注：土地开发总投入为估算数据，与实际投入存在差异

资料来源：公司提供

## (2) 安置房业务

跟踪期内，公司完工安置房销售接近尾声，在建项目已接近完工并开启预售，待售规模较大，考虑到当前房地产行业下行，在售房源去化情况需关注。

公司安置房业务模式为公司出资购买土地，根据海宁市保障房各年度建设计划，自主投资进行安置房建设，待项目建成后，由公司按照政府定价向符合条件的申请人定向销售或出租；针对超出安置面积部分、超出安置数量部分和商业配套进行公开市场化出售，并获取收益。

2024年，公司完工安置房项目已接近销售尾声，在建项目已接近完工并启动预售，得益于当年多数项目已交付，房产销售收入同比大幅增长至0.84亿元；但移交的房产多为安置房，其销售总价无法覆盖成本投入，故毛利率持续为负。截至2024年末，公司在售安置房项目共6个，剩余销售面积为12.13万平方米，但考虑到当前房地产行业不景气，在售房源未来去化情况需关注。

图表8·截至2024年末公司在售安置房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	总投资	已销售金额	剩余销售面积	剩余部分预计销售收入
滨江嘉苑	7.99	2.19	1.66	0.04	0.05
江湾景苑	3.25	1.11	1.12	0.18	0.12
都谷花苑	7.47	2.12	2.39	0.02	0.03
金晟家园	8.26	2.31	2.03	0.23	0.04
新民路南一襄城路东安置房	8.75	5.13	0.13	8.30	5.50
翰林府项目	7.19	5.12	0.12	3.36	6.00
<b>合计</b>	<b>42.91</b>	<b>17.98</b>	<b>7.45</b>	<b>12.13</b>	<b>11.74</b>

资料来源：公司提供

### (3) 产业园区建设与运营

公司自筹资金进行海宁经开区规划的部分产业园区建设并通过租售实现收益，2024年，公司租金收入有所下降，毛利率维持高水平；公司在建产业园区项目尚需投资规模大，未来资本支出压力大，且收益实现易受建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性。

公司通过自有资金及外部融资对海宁经开区规划的部分产业园区进行投资建设，建成后计划通过产业园区租售回笼建设资金并获取收益。截至2024年末，公司主要产业园区项目计划总投资192.90亿元，建筑面积合计476.06万平方米，已投资102.62亿元。

海宁国际装备制造产业园一至三期、海宁国际装备制造及电子信息产业园四期及五期和海宁市智慧港科技产业园项目部分已完工的标准厂房已对外出租，截至2024年末，公司已出租的主要标准厂房面积98.16万平方米。2023—2024年，公司分别实现租金收入1.83亿元和1.32亿元，毛利率分别为88.04%和86.50%。截至2024年末，公司无拟建产业园区项目。随着公司产业园区项目逐步实现租售，可为公司带来一定规模的收入，但公司产业园区项目投资规模大，未来筹资压力大，且预期收益受建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性，投资回收周期较长。

图表9·截至2024年末公司主要产业园区情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已投资	计划完工时间	建筑面积	已出租面积
海宁国际装备制造产业园一至三期	17.69	29.21	2021.12	51.46	70.25
海宁国际装备制造及电子信息产业园四期及五期	10.50		2020.07	28.51	
海宁市智慧港科技产业园	23.96		2022.03	66.34	
海宁智慧港科技产业园二期	22.18	58.21	2023.01	45.09	23.32
海宁智慧港科技产业园三期	22.03		2023.12	59.22	
海宁智慧港科技产业园四期	24.40		2025.02	65.84	
航空航天产业园	60.00	7.98	2025.12	130.00	4.59
乐派园区	12.14	7.22	2026.12	29.60	0.00
<b>合计</b>	<b>192.90</b>	<b>102.62</b>	<b>--</b>	<b>476.06</b>	<b>98.16</b>

注：已投资金额为工程口径数据，与财务口径数据存在一定差异；计划完工时间为概算时间，根据施工进度或有调整  
资料来源：公司提供

### (4) 供应链贸易

公司供应链贸易业务收入有所下降，对营业总收入贡献较大，但利润空间不大，交易对手方集中度一般。

公司于 2020 年拓展供应链贸易业务，由子公司海宁经开融诚供应链有限公司（以下简称“融诚供应链”）负责运营，主要贸易品种包括涤纶丝、螺纹钢等，公司通过赚取销售收入和采购成本之间的价差实现盈利。公司与供应商的结算方式主要为先款后货，主要供应商包括浙江七虹贸易有限公司、乐清市富泓锦铜业有限公司、杭州宣亮新能源科技有限公司等。2024 年，公司前五大供应商的采购成本占采购总成本的 30.71%，集中度尚可。

公司与下游客户的结算方式主要为先货后款，账期一般在 90~120 天，主要客户包括浙江凯盈新材料有限公司、浙江鸿翔建设集团股份有限公司、浙江鸿翔远大建筑科技有限公司等。2024 年，公司前五大客户的销售金额占销售总额的 51.61%，集中度一般。2024 年，公司供应链贸易收入有所下降，利润空间不大。

#### （5）设备销售

**公司新增设备销售业务，毛利率水平较高，对公司收入形成有效补充。**

公司于 2024 年新增设备销售业务，由子公司浙江瑞弗机电有限公司<sup>1</sup>（以下简称“瑞弗机电”）负责运营，瑞弗机电以汽车白车身焊装自动化装备为核心业务，同时布局非标定制智能生产线及航空航天领域的高端装备制造。

在汽车焊装领域，瑞弗机电为全球汽车制造商提供柔性焊装生产线整体解决方案，涵盖多车型共线生产的夹具设计、机器人集成、涂胶植钉等工艺，其自动化生产线通过机器人协作和智能控制系统显著提升生产效率和精度，服务客户包括雷诺、标致、比亚迪等国内外知名车企；在非标定制领域，瑞弗机电针对新能源汽车及一般工业客户需求，研发智能装配线；在航空航天领域，瑞弗机电依托机器人焊接技术优势，拓展业务至航空航天及军工领域，参与直升飞机自动化装备研发及军用产品生产线技术改造，提供符合国际标准的智能制造解决方案。瑞弗机电在海宁市拥有 2 处工厂，并有 20 余项各类专利，产品出口至法国、土耳其等 10 余国，海外业务占比超 50%。

2024 年，公司实现设备销售业务收入 1.86 亿元，对公司收入形成有效补充，毛利率为 37.51%。

#### （6）股权投资基金投资

**公司以产业基金或股权直投的方式开展股权投资业务，被投资单位多数位于海宁经开区，所涉行业多为半导体等科创领域，产生的投资收益对公司利润形成补充，但被投资单位经营受市场环境影响大，需持续关注业务运营情况。**

公司股权投资业务由子公司海宁经开产业园区开发建设有限公司及其子公司海宁市泛半导体产业投资有限公司负责。公司以股权基金或产业发展基金的形式投向海宁经开区内半导体、信息技术、高端装备制造、生物医药、新能源等科创领域企业，以获取投资收益。风险控制方面，公司委托基金管理人进行管理，通过基金管理人整理的调研报告了解拟投项目，并通过基金投决会进行投资决策，投决会委员包含海宁市国资办 3 人、基金管理方 1 人、外部行业专家 1 人和观察员 1 人，观察员有一票否决权，把控基金投资产业方向。同时，公司自身设置专业的项目投资团队，对项目类型、项目可行性、发展前景、财务信息、经营情况、核心竞争力和相关风险等进行详细筛选、调查与把控。

产业基金投资模式下，泛半导体投资公司作为有限合伙人参与基金的出资，按出资份额获得收益分配。公司所投资的大部分产业基金运作周期 3~8 年，可选择于投后 3~5 年退出。截至 2024 年末，公司参与成立的主要产业基金包括江苏瑞芯通宁半导体产业投资基金合伙企业（有限合伙）、海宁艾克斯光谷创新创业投资基金合伙企业（有限合伙）、苏州宜行天下创业投资基金合伙企业（有限合伙）、海宁翰驰创业投资基金合伙企业（有限合伙）等，基金认缴总额 76.79 亿元，公司认缴金额 14.27 亿元，实缴金额 10.24 亿元；嘉兴科微创业投资基金合伙企业（有限合伙）和海宁市弄潮儿股权投资合伙企业（有限合伙）已进入退出期，其余基金均处于投资运作期。

**图表 10• 截至 2024 年末公司参与成立的主要产业基金投资情况（单位：万元）**

序号	基金名称	成立时间	公司持股/出资比例 (%)	基金认缴总额	公司认缴金额	公司实缴金额
1	江苏瑞芯通宁半导体产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2021/01/28	24.12	119069.75	29200.00	29200.00
2	海宁艾克斯光谷创新创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2020/12/08	71.00	100000.00	59000.00	21000.00
3	苏州宜行天下创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2021/03/17	5.00	200010.00	10000.00	10000.00
4	海宁翰驰创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2022/12/09	27.69	32500.00	3600.00	3600.00
5	海宁市精海股权投资合伙企业（有限合伙）	2021/09/07	39.40	50000.00	19700.00	17400.00
6	淄博宇微行至创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2020/12/30	29.81	26500.00	2950.00	2950.00

<sup>1</sup> 公司于 2024 年 9 月 30 日购入瑞弗机电 49.00% 股权并取得实际控制权，股权取得成本为 1.03 亿元，自购买日至 2024 年末，瑞弗机电营业收入为 1.86 亿元，净利润 0.38 亿元

7	海宁擎川创业投资合伙企业（有限合伙）	2021/02/03	22.27	22000.00	4900.00	4900.00
8	海宁视联股权投资合伙企业（有限合伙）	2021/10/14	9.60	42400.00	4070.40	4070.40
9	千乘二期（广州）创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2020/11/25	2.96	135000.00	4000.00	4000.00
10	嘉兴科微创业投资合伙企业（有限合伙）	2016/11/04	18.98	20020.00	3800.00	3800.00
11	海宁芯潮股权投资合伙企业（有限合伙）	2021/10/15	9.60	10300.00	988.80	988.80
12	海宁市弄潮儿股权投资合伙企业（有限合伙）	2018/01/11	4.97	10060.00	500.00	500.00
<b>合计</b>				<b>767859.75</b>	<b>142709.20</b>	<b>102409.20</b>

资料来源：公司提供

股权投资模式下，公司出资直接投资于被投资单位并于年末根据被投资单位盈利情况获得分红。公司股权投资退出方式包含IPO上市、回购退出及清算等，公司于投资前均会与被投资单位签订回购协议，若触发回购事项，被投资单位将以约定价格回购公司所持股份。截至2024年末，公司出资直投的单位主要为天通高新集团有限公司（公司持股比例为11.32%）等企业，已投资金额3.66亿元。

2024年，公司产业基金及股权投资模式下产生的投资收益合计为1.12亿元。

## 2 未来发展

未来，公司将继续推进基础设施项目的投资开发，完善资产管理运营，通过建立健全市场化经营机制，提高自身基础设施开发建设及资产管理运营的效率和水平。

### （三）财务方面

公司提供了2023—2024年度财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对2023年度财务报表进行审计，北京国府嘉盈会计师事务所（特殊普通合伙）对2024年度财务报表进行审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2024年末，公司拥有合并范围内一级子公司11家。2024年，公司现金收购2家子公司、新设1家子公司。合并范围变化对公司财务数据可比性产生一定影响。

## 1 主要财务数据变化

### （1）资产质量

跟踪期内，随着项目持续投入、股权投资规模扩大及可租赁资产增加，公司资产规模继续增长，委托代建、土地整理及安置房建设已形成大规模的存货，资金沉淀严重；产业园区建设形成的资产可产生持续性的现金流；对外投资的股权可产生稳定的投資收益；以往来款为主的其他应收款占比较大，对公司资金形成较大占用。整体看，公司资产质量一般。

截至2024年末，公司资产总额较上年末有所增长，主要系项目持续投入、对外股权投资规模增加及可租赁资产增加综合所致。

图表11·公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023年末		2024年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
<b>流动资产</b>	<b>350.10</b>	<b>63.28</b>	<b>392.40</b>	<b>62.62</b>
货币资金	34.48	6.23	35.24	5.62
其他应收款	48.68	8.80	50.61	8.08
存货	257.65	46.57	291.85	46.58
<b>非流动资产</b>	<b>203.17</b>	<b>36.72</b>	<b>234.20</b>	<b>37.38</b>
其他权益工具投资	44.81	8.10	53.34	8.51
长期股权投资	39.74	7.18	39.80	6.35
投资性房地产	94.29	17.04	102.43	16.35
在建工程	20.66	3.74	31.63	5.05
<b>资产总额</b>	<b>553.27</b>	<b>100.00</b>	<b>626.60</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024年末公司货币资金较上年末变动不大，以银行存款（32.77亿元）为主，使用受限的货币资金2.46亿元，主要为各类保证金。公司其他应收款较上年末略有增长，主要系应收海宁经开区管委会、海宁起潮投资开发有限公司（以下简称“起潮投资”）等单位的往来款增加所致；从账龄上看，公司其他应收款1年以内的占46.17%、1~3年的占42.88%，整体账龄偏短；从集中度看，公司其他应收款前五名单位均为海宁市政府部门、事业单位和国有企业，前五名单位欠款余额合计占86.48%，集中度高；截至2024年末，公司对其他应收款累计计提坏账准备0.37亿元。截至2024年末，随着基础设施建设和土地整理持续投入，公司存货较上年末有所增长，期末存货构成以土地整理成本（152.56亿元）、委托代建项目成本（95.73亿元）、围垦成本（12.20亿元）和土地使用权（23.05亿元）为主，公司存货计提跌价准备39.00万元。

图表12•截至2024年末公司其他应收款前五名明细（单位：亿元）

应收单位	金额	款项性质	占比（%）
海宁经开区管委会	12.65	土地回购款、往来款	24.82
起潮投资	10.12	往来款	19.85
海宁市黄湾镇人民政府	10.98	往来款	21.53
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司（以下简称“现代服务公司”）	9.34	往来款	18.31
海昌街道办事处	1.00	往来款	1.96
<b>合计</b>	<b>44.09</b>	--	<b>86.48</b>

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2024年末公司其他权益工具投资较上年末有所增长，主要系对现有被投资单位续投所致，期末其他权益工具投资主要为对正泰新能源科技有限公司（8.00亿元）、海宁艾克斯光谷创新股权投资合伙企业（有限合伙）（3.21亿元）、海宁毅晟半导体投资合伙企业（有限合伙）（5.24亿元）、海宁融创经开产业投资合伙企业（有限合伙）（7.87亿元）和海宁市芯城开发建设有限公司（3.60亿元）等公司或产业合伙企业的股权投资，2024年实现投资收益1.12亿元（含投资退出收益及投资分红）。公司长期股权投资主要为对海宁市黄湾镇资产经营有限公司<sup>2</sup>（持股49%）和现代服务公司（持股50%）的投资款。公司投资性房地产较上年末有所增长，主要系新增存货转入的标准厂房项目所致，当年评估增值0.51亿元。公司在建工程较上年末有所增长，主要系产业园项目持续投入所致。

截至2024年末，公司受限资产账面价值为37.61亿元，受限比例为6.00%。其中，受限投资性房地产为35.05亿元、固定资产为0.08亿元、无形资产为0.02亿元，均用于借款抵押；受限货币资金2.46亿元，主要为各类保证金。

## （2）资本结构

**受益于股东增资，公司所有者权益规模有所增长，权益稳定性尚可。公司债务规模小幅增长，债务期限结构有待优化，非标融资款占比较高，整体债务负担较重，且2025年存在集中兑付压力。**

截至2024年末，公司所有者权益较上年末有所增长，主要系资本公积增长所致，资本公积占比较高，所有者权益稳定性尚可。受益于股东增资，2024年末公司资本公积较上年末有所增长，期末资本公积主要为注入的资本金、资产及股权等。公司其他综合收益为投资性房地产评估增值收益，少数股东权益主要为公司持有的非全资子公司股权。

图表13•公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

科目	2023年末		2024年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	3.66	1.94	3.66	1.66
资本公积	106.15	56.36	129.14	58.62
其他综合收益	23.49	12.47	23.72	10.77
未分配利润	26.04	13.83	25.99	11.80
少数股东权益	28.16	14.95	32.91	14.94
<b>所有者权益</b>	<b>188.33</b>	<b>100.00</b>	<b>220.31</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2024年末，公司负债总额较上年末有所增长，主要系融资规模扩大及应付往来款增加所致。公司经营性负债主要由以往来款为主的其他应付款和专项应付款（13.59亿元，主要为政府拨付的专项建设资金）构成。

<sup>2</sup> 黄湾镇经营公司成立于1996年，主营业务为黄湾镇投资开发与资产经营，为公司关联方起潮投资股东。

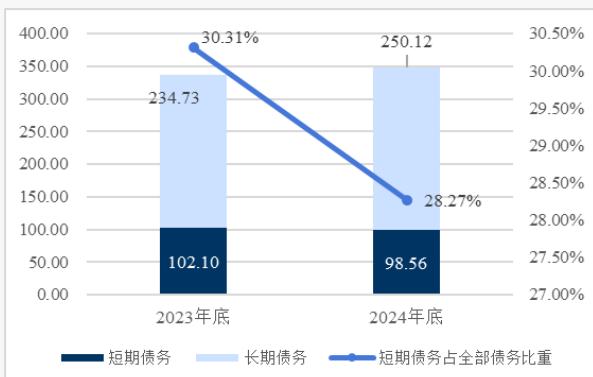
图表 14 • 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2023年末		2024年末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	115.77	31.72	134.49	33.10
短期借款	43.41	11.90	41.35	10.18
其他应付款	8.68	2.38	27.65	6.80
一年内到期的非流动负债	46.28	12.68	42.38	10.43
非流动负债	249.17	68.28	271.80	66.90
长期借款	131.07	35.92	140.18	34.50
应付债券	70.87	19.42	78.12	19.23
长期应付款	39.22	10.75	45.41	11.18
负债总额	364.94	100.00	406.29	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

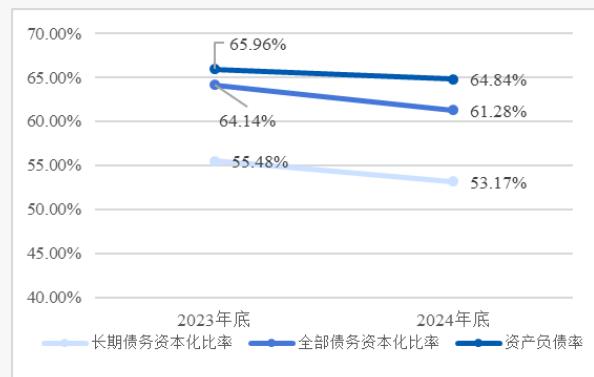
截至 2024 年末，公司全部债务 348.69 亿元，较上年末小幅增长。其中，短期债务规模及占比均小幅下降，公司债务期限结构仍有待优化。从融资渠道看，公司债务以银行借款（占 56.27%）、债券融资（占 23.21%）和非标融资款（占 19.24%）为主，其中长期借款融资成本介于 3.25%~6.77%，非标融资款融资成本介于 3.00%~6.65%，债券融资成本介于 4.43%~6.98%。从债务指标看，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所下降，但降幅不大，公司债务负担依然较重。

图表 15 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 16 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

以 2024 年末存量债务为基础，2025 年公司需偿付的有息债务规模为 98.56 亿元，存在集中偿付压力。

### (3) 盈盈利能力

2024 年，公司营业总收入小幅增长，期间费用对利润有一定侵蚀，非经常性损益对利润实现贡献大。

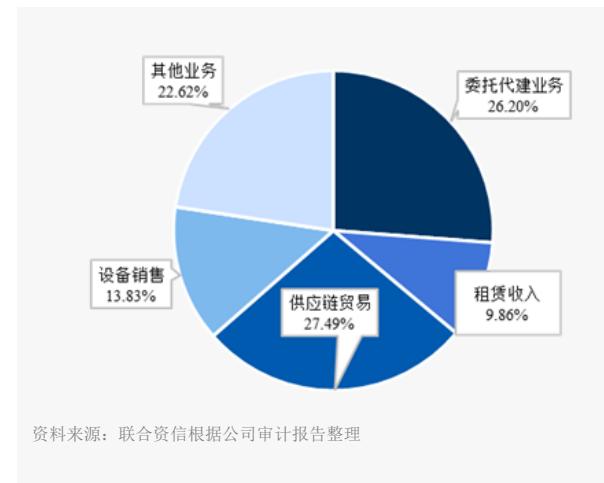
2024 年，公司营业总收入及营业成本均小幅增长，营业利润率有所下降。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年
营业收入	12.59	13.42
营业成本	10.10	10.82
期间费用	2.40	2.27
其中：管理费用	1.63	1.25
财务费用	0.78	0.96
其他收益	2.43	1.23
投资收益	0.77	1.17
利润总额	2.28	2.05
营业利润率	16.60%	15.75%
总资本收益率	0.57%	0.43%
净资产收益率	1.26%	0.81%

资料来源：联合资信根据审计报告整理

图表 18 • 2024 年公司营业总收入构成



公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2024年管理费用下降导致期间费用同比有所下降。同期，公司期间费用占营业总收入的16.88%。非经常性损益方面，2024年，公司非经常性损益主要表现为以政府补助为主的其他收益和其他权益工具产生的投资收益，对利润实现贡献度大。

盈利指标方面，2024年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降。

#### (4) 现金流

**跟踪期内，公司经营活动和投资活动现金继续净流出；未来随着项目建设继续投入以及债务陆续到期，公司存在较大筹资压力。**

经营活动方面，2024年，受往来款回收规模明显增加影响，公司经营活动现金流入量有所增长。其中，销售商品、提供劳务收到的现金主要为各业务回款，购买商品、接受劳务支付的现金主要为代建项目投入资金，其规模较上年变化不大。2024年，公司经营活动现金净流出规模大幅收窄。同期，公司当年确认的收入基本可实现有效回款，但考虑到公司项目建设形成资金沉淀严重，整体收现质量一般。

表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	33.85	52.78
经营活动现金流出小计	61.47	55.93
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-27.61</b>	<b>-3.15</b>
投资活动现金流入小计	3.38	4.93
投资活动现金流出小计	32.46	32.67
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-29.07</b>	<b>-27.74</b>
筹资活动现金流入小计	175.06	204.91
筹资活动现金流出小计	103.45	174.47
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>71.61</b>	<b>30.45</b>
现金收入比（%）	107.31	87.22

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2024年，公司投资活动现金流入量及流出量同比变化均不大，现金流入主要为收回投资收到的现金（以转让部分投资企业的股权收到的款项为主），现金流出主要为产业园区项目建设和股权投资支付的现金。2024年，公司投资活动现金继续大额净流出。

筹资活动方面，2024年，公司筹资活动现金流入量同比有所增长，主要渠道为银行借款、债券融资和非标融资。其中，吸收投资收到的现金32.00亿元，主要为收到的股东注资款。同期，公司筹资活动现金流出量同比大幅增长，主要用于偿还债务本息。2024年，公司筹资活动现金持续净流入。

## 2 偿债指标变化

公司短期偿债压力较大，长期偿债指标表现弱，间接融资渠道畅通，存在一定或有负债风险。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	302.41	291.77
	速动比率（%）	79.85	74.76
	现金短期债务比（倍）	0.34	0.36
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	3.08	2.97
	全部债务/EBITDA（倍）	109.23	117.52
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.23	0.14

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供整理

短期偿债指标方面，截至 2024 年末，公司流动比率和速动比率均有所下降，现金短期债务比变动不大，公司短期偿债指标表现较弱。

长期偿债指标方面，2024 年，公司 EBITDA 有所下降，EBITDA 对全部债务和利息支出的保障程度均有所下降，公司长期偿债指标表现弱。

截至 2024 年末，公司共获得银行授信 362.95 亿元，已使用额度为 236.81 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2024 年末，公司对外担保余额 53.42 亿元，担保比率为 24.25%，被担保单位均为海宁市政府部门控股的国有企业。考虑到公司担保规模较大且被担保单位区域集中度高，公司存在一定或有负债风险。

图表 21 • 截至 2024 年末公司对外担保情况

被担保单位	担保余额（万元）
起潮投资	13500.00
海宁市丁桥新市镇建设有限公司	3000.00
现代服务公司	47945.00
海宁市临杭新区发展投资有限公司	20000.00
海宁市洛溪实业发展有限公司	29400.00
海宁市时代农业发展有限公司	9000.00
海宁市湾芯投资开发有限公司	332790.00
海宁市盐官新市镇开发有限公司	8000.00
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	16300.00
海宁市袁溪实业有限公司	36750.00
海宁仰山开发建设有限公司	7500.00
海宁仰山实业集团有限公司	10000.00
<b>合计</b>	<b>534185.00</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 3 公司本部主要变化情况

公司本部主要负责尖山新区的受托代建业务，资产以长期股权投资、存货和其他应收款为主，所有者权益稳定性较好，债务负担一般，但存在较大的短期偿债压力。

截至 2024 年末，公司本部资产总额 286.94 亿元，较上年末有所增长，资产构成以其他应收款、存货和长期股权投资为主。公司本部所有者权益 134.13 亿元，以资本公积为主，权益稳定性较好。公司本部全部债务 118.14 亿元，其中短期债务占 32.71%。同本期，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 53.25% 和 46.83%，债务负担一般；现金短期债务比为 0.26 倍，存在较大的短期偿债压力。2024 年，公司本部营业总收入为 2.25 亿元，利润总额为 0.46 亿元。

#### （四）ESG 方面

环境方面，公司基础设施建设业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至 2024 年末，联合资信未发现公司发生污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2024 年度为纳税信用 A 级纳税人。截至 2024 年末，联合资信未发现公司存在一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司建立了较为完善的法人治理结构。2024 年，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

## 七、外部支持

公司实际控制人综合实力很强。公司是海宁经开区和尖山新区重要的基础设施建设主体，在股东增资和财政补贴等方面获得有力的外部支持。

公司实际控制人系海宁市国资办。海宁市在 2024 年全国百强县中排名第 16 位，经济和财政实力很强，一般公共预算收入质量好，财政自给程度高。整体看，公司实际控制人综合实力很强。

公司是海宁经开区和尖山新区重要的基础设施建设主体，跟踪期内，公司在股东注资和财政补贴方面获得有力的外部支持。2024 年，公司获得股东注资，增加资本公积 25.00 亿元；公司获得政府补助 1.23 亿元，计入“其他收益”。

公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

## 八、债券偿还能力分析

“18 海宁新区债 01/PR 尖山 01”“18 海宁新区债 02/PR 尖山 02”“21 海宁新区债 01/21 尖山 01”和“21 海宁新区债 02/21 尖山 02”由海宁资产提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，海宁资产主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，其担保有效提升了上述债券到期偿付的安全性。

### (一) 担保方分析

#### 1 主体概况

海宁资产系经海宁市人民政府《关于同意建立海宁市资产经营公司的批复》(海政发〔1995〕111 号文)批准由海宁市财政局于 1996 年 12 月出资设立，初始注册资本 5200 万元。2024 年 5 月，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”)将持有的海宁资产 90% 股权无偿划转至海宁市国有资本投资运营有限公司(以下简称“海宁国投”)。2024 年 11 月，少数股东浙江省财务开发有限责任公司持有的海宁资产 10% 股权划转至海宁国投。截至评级报告出具日，海宁资产注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，海宁国投持有海宁资产 100% 股权，海宁资产实际控制人为海宁市国资办。

海宁资产为海宁市内重要的国有资产运营管理主体，业务范围涵盖土地整理、安置房和基础设施建设、水务、商品销售、生物制品以及租赁等。截至 2024 年末，海宁资产本部内设综合管理部、财务融资部、风控内审部和战略投资部共 4 个职能部门；海宁资产合并范围内拥有子公司 158 家。

截至 2024 年末，海宁资产资产总额 1448.99 亿元，所有者权益 642.70 亿元(少数股东权益 74.58 亿元)。2024 年，海宁资产实现营业收入 116.96 亿元，利润总额 2.08 亿元。截至 2025 年 3 月末，海宁资产资产总额 1476.43 亿元，所有者权益 638.83 亿元(少数股东权益 74.78 亿元)。2025 年 1—3 月，海宁资产实现营业收入 22.33 亿元，利润总额 1.38 亿元。

海宁资产注册地址：浙江省海宁市海洲街道水月亭西路 336 号；法定代表人：陈亮。

#### 2 基础素质分析

海宁资产作为海宁国投下属重要一级子公司，是海宁市重要的国有资产运营管理主体，业务在海宁市内具有专营优势。

根据海宁资产提供的《企业信用报告》(自主查询版)(统一社会信用代码：91330481720060837B)，截至 2025 年 5 月 7 日，海宁资产本部无已结清和未结清关注类或不良类信贷信息。

截至 2025 年 6 月 20 日，根据海宁资产本部以及子公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现海宁资产本部和子公司本部存在逾期或违约记录，海宁资产历史履约情况良好。联合资信未发现海宁资产本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

#### 3 经营分析

2022—2024 年，海宁资产主营业务收入规模波动下降，其中商品销售、房屋销售、物业租赁及管理和水务业务收入占比较大。受房地产市场行情低迷影响，近年来海宁资产房屋销售收入和土地整理业务收入持续下降；同期，海宁资产商品销售业务收入有所波动；水务业务收入逐年增长，水务业务扭亏为盈。此外，海宁资产还开展物业租赁及管理、生物制品以及项目工程建设等业务，对海宁资产收入带来良好补充。毛利率方面，2022—2024 年，海宁资产综合毛利率持续下降。

图表 22 • 海宁资产主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
土地整理	4.45	3.55	-2.03	3.47	2.75	-1.76	1.36	1.18	1.71
房屋销售	29.82	23.77	17.87	15.43	12.24	20.84	12.90	11.17	11.70
其中：商品房销售	15.56	12.40	23.75	8.66	6.88	24.22	2.19	1.90	43.36
商业地产销售	6.71	5.34	25.12	3.31	2.63	47.35	1.72	1.49	21.70
安置房销售	7.56	6.03	-0.65	3.46	2.74	-13.03	8.99	7.78	2.07
物业租赁及管理	9.45	7.54	28.03	9.43	7.49	22.27	9.62	8.33	20.22
商品销售	53.44	42.60	3.39	67.82	53.83	3.03	62.14	53.81	2.67
生物制品业	3.17	2.53	26.15	3.11	2.47	35.84	2.56	2.10	18.17
水务业务	6.56	5.23	-4.86	7.62	6.05	-4.62	7.79	6.75	13.62
其中：水费收入	2.57	2.05	-14.37	3.11	2.47	-11.71	3.19	3.46	-8.26
污水处理	3.99	3.18	1.26	4.51	3.58	0.28	4.60	3.27	28.81
项目工程	5.58	4.45	22.21	5.48	4.35	27.29	5.12	4.43	23.08
其他	12.97	10.34	19.69	13.63	10.82	18.83	13.99	12.25	13.73
<b>合计</b>	<b>125.44</b>	<b>100.00</b>	<b>11.16</b>	<b>125.99</b>	<b>100.00</b>	<b>9.63</b>	<b>115.49</b>	<b>100.00</b>	<b>8.46</b>

注：1.商品销售业务收入包括供应链业务、油品销售、燃气销售以及绿化销售等；2.其他业务收入来源于废弃物清运、热电行业、技术服务以及酒店服务等

资料来源：联合资信根据海宁资产审计报告及提供资料整理

### (1) 土地整理业务

海宁资产负责海宁市城市规划控制区范围（除经济开发区、马桥街道）的土地整理业务。2022—2024 年，受土地市场行情影响，海宁资产土地整理收入逐年下降，已整理土地可为未来收入提供一定支撑，回款情况受政府规划及土地出让进度影响较大；海宁资产土地整理项目尚需投入一定资金。

海宁资产土地整理业务由海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）子公司海宁市土地开发有限公司（以下简称“土地开发公司”）负责。业务模式方面，海宁市土地收储中心（以下简称“收储中心”）与土地开发公司签订《海宁市市区一级土地开发项目委托协议》，委托其对海宁市城市规划控制区 55 平方公里（除经济开发区、马桥街道）进行土地一级开发，具体内容为对上述范围内的土地开展征收、拆迁、安置以及三通一平工程建设等。土地开发公司根据项目进度滚动分次开发，投入资金对土地进行前期整理，土地整理完成后，土地开发公司将土地交给收储中心收储并进行出让；待收储土地出让后，海宁市财政局支付土地开发公司土地整理包干费用（即土地整理收入），一般而言，土地出让后的 3~6 个月内可以结清。根据海政发〔2019〕6 号文件，海宁市将可利用土地的征迁成本由 50 万元/亩提升至 80 万元/亩。另外，对于老城区的土地整理项目，由于单位整理成本较高，海宁市财政局将海宁资产实际整理成本返还公司，海宁资产将其确认为土地整理收入。

2022—2024 年，海宁资产土地整理面积和出让面积波动下降，海宁资产土地整理业务收入持续下降，由于海宁资产整理的土地主要集中在海宁市区，整理成本相对较高，该业务毛利率持续低位。截至 2024 年末，海宁资产已整理完成可供出让的土地累计 4413.35 亩；在整理土地总投资 90.53 亿元，已投资 70.03 亿元，尚需投资 20.50 亿元。

图表 23 • 海宁资产土地整理与出让情况（单位：亩、亿元）

分类	2022 年	2023 年	2024 年
整理面积	169.80	60.00	100.00
整理支出	4.54	0.30	0.50
出让面积	309.87	86.61	210.21
土地整理收入	4.45	3.47	1.36

资料来源：海宁资产提供

### (2) 房地产业务

受房地产市场行情低迷影响，海宁资产房地产业务收入逐年下降，未来安置房和商品房项目建设存在较大的资金支出压力，去化情况有待关注。

海宁资产房产销售业务由城投集团、海宁市交通投资控股集团有限公司（以下简称“交控集团”）和海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮革城”）负责。2022—2024年，海宁资产房产销售收入逐年下降，毛利率波动下降，主要系房地产景气度下降所致。

### 安置房

海宁资产安置房业务主要集中在子公司城投集团，其中新增业务由城投集团下属子公司海宁市房地产开发有限公司负责，存量项目建设主体仍为城投集团下属子公司海宁市旧城改造与建设投资开发有限公司和海宁市城郊建设投资有限公司。此外，少量安置房项目由子公司海宁市盐官景区综合开发有限公司（以下简称“盐官景区”）和浙江金海洲建设开发有限公司负责。

业务模式方面，海宁资产每年按照海宁市政府的建设计划安排当年的安置房建设任务，安置房建设土地由海宁资产通过摘牌获得，安置房销售价格实行分档计价，合理补偿，城镇安置房销售单价高于农村。按照海宁市政府的有关规定，海宁市以货币补偿或房屋产权调换的方式对拆迁户进行安置，现在以产权调换为主，安置销售对象为各拆迁区域的拆迁户。

图表 24 • 海宁资产安置房情况（单位：万平方米、亿元）

分类	2022 年	2023 年	2024 年
安置房开工面积	59.69	5.40	--
安置房竣工面积	4.22	10.40	29.07
安置房销售面积	9.80	5.80	11.02
安置房销售收入	7.56	3.17	8.99

注：2022—2023年，城投集团与海宁资产合并口径安置房销售收入差额来自于盐官景区的部分安置房销售收入；2024年数据为城投集团与盐官景区合并口径

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

2022—2024年，海宁资产安置房销售收入波动增长，安置房销售业务毛利率持续低位，主要系项目建设成本有所增长而单价根据安置政策确定低于成本所致。同时，海宁市政府根据海宁资产运作情况择时批准城投集团一定比例（不超过50%）的房屋进入市场销售，具体比例由城投集团根据安置情况确定。截至2024年末，海宁资产在建的安置房项目总投资124.50亿元，已投资109.21亿元，尚需投资15.29亿元；无拟建的安置房项目。

图表 25 • 截至 2024 年末海宁资产在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已投资	尚需投资
硖南区块公寓房	2021.08—2024.08	21.31	20.67	0.64
文星苑一期（轻机厂项目）	2021.07—2024.08	13.38	13.38	0
文星苑二期（尖嘴汇）	2022.01—2024.12	13.02	13.02	0
农丰十六组	2022.01—2025.06	14.54	14.54	0
联合里安置房项目	2022.03—2024.12	11.6	10.51	1.09
海昌路东、平阳路北安置房项目	2022.07—2025.06	21.39	16.7	4.69
碧云路东、文桥港南安置房项目	2023.04—2026.04	3.1	2.15	0.95
北关里（硖北里三期）安置房	2023.06—2026.06	2.14	1.98	0.16
长安镇高新区文海北路北侧、青石路东侧地块项目	2024—2026	24.02	16.26	7.76
<b>合计</b>	--	<b>124.50</b>	<b>109.21</b>	<b>15.29</b>

注：1、上述项目均由城投集团负责，个别项目建设有所滞后；2、文星苑一期（轻机厂项目）尚未验收，计入在建项目；3、尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

### 商品房销售

截至2024年末，海宁资产在售的商品房项目为城投集团的水月云庐项目、双漾里未来城项目以及交控集团的映运蝶府，上述房产可售面积41.04万平方米，已销售3.94万平方米，实现销售收入6.59亿元。整体看，双漾里未来城项目整体去化较慢。截至2024年末，海宁资产在建的商品房项目总投资87.42亿元，已投资67.58亿元；无拟建项目。

图表 26 • 截至 2024 年末海宁资产在售商品房情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	可售面积	累计销售面积	累计销售额	累计确认收入
映运蝶府	1.50	1.50	2.97	0.46
水月云庐	4.07	2.44	6.13	6.13

双漾里未来城	35.47	0	0	0
<b>合计</b>	<b>41.04</b>	<b>3.94</b>	<b>9.10</b>	<b>6.59</b>

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

图表 27 • 截至 2024 年末海宁资产在建商品房情况（单位：亿元）

项目名称	建设主体	项目类别	总投资	已投资
双漾里未来城	城投集团	商业/住宅	63.72	48.23
华运仕府	交控集团	商业/住宅	9.90	7.57
梓运锦府	交控集团	商业/住宅	9.50	7.16
映运蝶府南区	交控集团	商业/住宅	15.50	9.54
<b>合计</b>	--	--	<b>98.62</b>	<b>72.50</b>

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

双漾里未来城是海宁市打造的首个未来社区项目，建设内容包括邻里中心、文体中心、社区卫生服务站、幼儿教育、居家养老、学校和图书馆等，项目总投资 63.72 亿元（未包括智能化改造部分），项目资金来源包括自有资金和银行贷款（约 50 亿元），项目建设期 5 年，未来收益来源包括房屋和停车位销售收入、文体中心和生鲜菜场出租收入、光伏发电收入以及物业管理费收入等。

### 商业地产销售

海宁资产商业地产销售收入主要来自城投集团安置房项目的配套商铺以及海宁皮革城的商铺销售。2022—2024 年，海宁资产商业地产销售收入逐年下降，2024 年为 1.72 亿元（来自城投集团 0.92 亿元和海宁皮革城 0.80 亿元），下降主要系区域房地产景气度低迷所致。

截至 2024 年末，海宁皮革城主要销售的商铺包括海宁总部市场、总部商务楼、总部其他物业，以及辽宁、江苏、河南、山东、湖北、重庆、四川和黑龙江等地的皮革城商铺。

图表 28 • 海宁皮革城商铺销售情况

分类	2022 年	2023 年	2024 年
销售合同金额（亿元）	3.83	3.12	0.80
销售面积（万平方米）	4.98	7.05	1.41
销售均价（万元/平方米）	0.77	0.44	0.57
结转收入（亿元）	3.83	3.12	0.80

注：2023 年销售均价下降系销售部分厂房价格较低

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

截至 2024 年末，海宁资产在建的商业地产项目全部来自子公司海宁皮革城，总投资 17.57 亿元，已投资 6.26 亿元，未来三年计划投资 7.05 亿元。

图表 29 • 截至 2024 年末海宁资产在建商业地产情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	未来三年计划投资
皮都伊尚项目	6.50	2.99	3.30
郑州海宁皮革城二期项目	4.17	0.43	0.00
潮品荟项目	6.90	2.84	3.75
<b>合计</b>	<b>17.57</b>	<b>6.26</b>	<b>7.05</b>

注：郑州海宁皮革城二期项目处于停工状态

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

### (3) 基础设施建设业务

海宁资产基础设施建设业务公益性强，交通基础设施类项目主要通过房地产开发业务、财政资金以及广告资源使用费等平衡资金，海宁资产未来交通类项目拟投资规模较大，建设资金主要来自专项资金，整体筹资压力可控。

海宁资产基础设施建设业务主要由子公司城投集团和交控集团负责，其中城投集团交由下属全资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”）负责。

城市建设公司主要承担海宁市区道路、绿化等基础设施项目的投资建设任务。考虑到所建项目的公益性质，政府投入预算内资金作为项目资本金，资金缺口由海宁资产筹集。根据海政办发〔2014〕59 号文，海宁资产承担海宁市内安置房项目，海宁市政府将根据公司运作情况择时批准一定比例的房屋进入市场销售，销售收入用于城市基础设施、旧城改造等项目建设。城市建设公司基

基础设施建设项目不确认收入，形成的资产主要在“在建工程”中反映。社发集团项目均采用代建模式，委托方为各项目所属单位，资金全部由海宁市财政局拨付，社发集团收取项目代建管理费，计入“物业管理收入”，代建管理费规模较小。截至 2024 年末，城市建设公司和社发集团在建基础设施项目项目总投资 39.27 亿元，已投资 13.95 亿元，尚需投资 25.32 亿元。

交控集团主要承担交通基础设施类项目建设，海宁市财政局每年安排不少于 1.20 亿元的交通建设专项资金用于项目建设，此外交控集团还负责全市县道以上公路（含县道）全线及沿线两侧各 50 米范围内的广告发布、广告设置等，广告资源有偿使用费用用于交控集团项目建设。交控集团的基础设施建设项目不确认收入，形成的资产在“在建工程”中反映。截至 2024 年末，交控集团在建基础设施项目总投资 89.63 亿元，已投资 61.85 亿元，尚需投资 28.45 亿元；拟建基础设施项目 3 个，主要为杭州下沙至长安城际铁路、杭海城际铁路周王庙东站项目和沪昆铁路海宁段提质改造工程项目，计划总投资 141.87 亿元。

图表 30 • 截至 2024 年末交控集团在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
硖许公路（环西二路-观潮大道）	3.99	1.73	2.25
沪杭高速公路许村段改建工程	31.43	26.39	5.04
杭州至海宁城际铁路项目（前期）	12.65	12.65	--
杭州至海宁城际铁路项目-三改项目	0.46	0.46	--
杭州至海宁城际铁路项目-场站配套项目	7.53	3.94	3.59
G524 秀洲王店至海宁海昌段工程(海宁段)	1.77	2.44	--
S207 秀洲至仙居公路(海盐界至海宁尖山段)新建工程	1.89	1.63	0.26
525 盐官镇区段交通安全设施工程	0.15	0.11	0.04
盐官古城复兴项目连接线工程	1.37	0.71	0.67
嘉兴海河联运海宁多式联运工程	18.93	6.56	12.37
望梅高架路南大街下匝道新建工程	0.46	0.22	0.24
G525 国道	9.01	5.02	3.99
<b>合计</b>	<b>89.63</b>	<b>61.85</b>	<b>28.45</b>

注：部分项目已投资额超过总投资系投资计划变更所致

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

#### (4) 物业租赁及管理业务

海宁资产物业租赁及管理收入主要来自海宁皮革城以及城投集团的商铺出租和物业管理等业务，是海宁资产收入的重要来源。海宁皮革城出租率维持在较高水平。

海宁资产物业租赁及管理业务主要由海宁皮革城和城投集团负责。海宁皮革城建立了皮革专业市场经营场所，大部分物业采取自己持有并招租的方式进行运营，少部分出售以回笼资金。截至 2024 年末，海宁皮革城已布局浙江海宁、辽宁佟二堡、成都皮革城、哈尔滨皮革城等商铺开展租赁业务。此外，海宁皮革城还负责商铺的物业管理工作。

出租模式方面，海宁皮革城一般采取定价定向方式或招投标方式确定租赁价格。定价定向方式指海宁皮革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；招投标方式指的是在最低中标价基础上，商户通过投标竞争，海宁皮革城选择最高竞标价者作为出租对象。

租金收取方面，海宁皮革城与承租人（商户）签订租赁合同和经营管理协议，协议中明确租赁期限、租赁金额和经营用途，租赁期限以 1 年为主，海宁皮革城在每年的 3~7 月预收下一年度的租金，租金在租赁期开始前一次性付清。除正常租金外，部分商铺还会缴纳一定的承租权费，承租权费随租金一起收取，承租人在承租权费持续期内对商铺有优先承租权。

图表 31 • 海宁皮革城商铺出租情况（单位：万平方米、亿元）

分类	2022 年	2023 年	2024 年
可出租面积	162.96	162.96	162.96
已出租面积	153.85	153.85	153.85
出租率	94.41%	94.41%	94.41%
租赁收入	5.94	5.94	6.53

注：海宁皮革城租赁收入包括商铺租赁和物业管理收入

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

2022—2024年，海宁资产物业租赁及管理业务收入波动增长，毛利率小幅下降。出租面积方面，海宁皮革城可出租面积为162.96万平方米，近年来出租率保持在较高水平。此外，截至2024年末，城投集团出租物业主要包括商业中心一期项目、人才公寓和零星商铺项目，商业中心一期项目已出租面积合计10.64万平方米，2024年取得租赁收入1.44亿元；此外，城投集团2024年取得物业管理业务收入2.03亿元。

### (5) 生物制品业务

2024年，受赤霉素产品价格下跌影响，海宁资产生物制品板块整体收入和毛利率均有所下降。近年来，受市场需求影响，海宁资产部分生物制品产能利用率波动较大。

海宁资产生物制品业务经营主体为子公司浙江钱江生物化学股份有限公司（以下简称“钱江生化”）。业务模式方面，钱江生化采取以销定产的模式，生产成本主要包括淀粉、碎米等原材料及原煤等原料动力成本。

产能利用率方面，受市场需求影响，井冈霉素和阿维菌素的产能利用率较低。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稳定的销售渠道和合作伙伴关系。2022—2024年，海宁资产生物制品业务分别确认收入3.17亿元、3.11亿元和2.56亿元，收入逐年下降，毛利率波动下降，主要系赤霉素产品价格2024年有所下跌所致。

图表32·钱江生化生产情况

产品	2022年			2023年			2024年		
	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	0.53	53.00	1	0.22	22.00	1	0.57	57.00
阿维菌素(吨)	30	10.59	35.30	30	6.60	22.00	30	9.57	31.90
赤霉素(吨)	150	165.04	110.03	150	199.01	132.67	150	199.01	158.73

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

### (6) 商品销售

海宁资产转让子公司股权后，自2023年6月起不再确认燃气销售业务收入。海宁资产商品销售业务收入波动增长，盈利空间有限。

海宁资产商品销售收入主要来源于城投集团开展的燃气销售和供应链业务、海宁皮革城开展的进出口业务以及交控集团的油品销售等。2022—2024年，海宁资产实现商品销售收入53.44亿元、67.82亿元和62.14亿元，毛利率分别为3.39%、3.03%和2.67%。

#### 燃气业务

燃气业务由城投集团原控股子公司海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“新欣天然气”）负责，业务范围包括城市供气管网与国家供气网络的城市主管网的建设运营以及海宁市管道天然气的供应。2023年，海宁资产与新奥（中国）燃气投资有限公司签订《扁平化改革股权合并重组协议》，海宁资产以新欣天然气60%股权作价0.51亿元对海宁新奥燃气有限公司（以下简称“海宁新奥燃气”）增资，股权转让后海宁资产不再持有新欣天然气股权，直接以及间接合计对海宁新奥燃气持股21.00%，海宁资产后续通过对海宁新奥燃气的投资分红取得收益。2022—2023年，海宁资产分别取得新奥燃气分红167.67万元和167.67万元。

2022—2023年，海宁资产天然气供气量分别为37314.73万立方米和14785.16万立方米，分别实现燃气销售收入13.50亿元和5.41亿元。2023年收入规模下降主要系随着新欣天然气股权划出，海宁资产当年仅确认1—5月燃气业务收入所致。2024年海宁资产不再实现燃气收入。

#### 供应链业务

海宁资产供应链业务主要由城投集团下属子公司融诚聚数供应链股份有限公司（以下简称“供应链公司”）负责，主要开展供应链管理业务，销售商品包括建筑材料、煤炭、有色金属、化工PVC和化纤丝等。业务模式方面，供应链公司根据下游客户的要求进行采购，下游客户会提前支付一定比例的保证金锁定货物，待下游客户收到货物并支付全部货款后公司将收到的款项确认收入。

图表33·2024年供应链公司销售商品业务前五大上下游企业（单位：万元）

上下游	公司	贸易品种	业务额	占比
上游方	浙江恒逸石化销售有限公司	化纤丝	53479.54	9.52%
	海宁市榕海物资贸易有限公司	建材	45033.45	8.02%

	海宁鸿金贸易有限公司	建材	31515.58	5.61%
	广西睿成贸易有限公司	建材	29576.43	5.27%
	江苏嘉通能源有限公司	化纤丝	10129.70	1.80%
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>169734.70</b>	<b>30.22%</b>
	浙江益通新材料有限公司	化纤丝	181496.95	32.01%
	浙商中拓集团股份有限公司	不锈钢	69603.13	12.28%
	浙江鸿翔建设集团股份有限公司	建材	69108.06	12.19%
	广西恒逸新材料有限公司	建材	29600.09	5.22%
	海宁市中大建材股份有限公司	钢卷	26770.46	4.72%
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>376578.69</b>	<b>66.42%</b>

注：集中度数据按照供应链公司经营数据计算，海宁资产供应链收入为合并抵消后，故存在差异

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

2024年，供应链公司下游集中度较高。2022—2024年，海宁资产供应链业务收入分别为29.25亿元、44.70亿元和45.84亿元，毛利率分别为2.53%、2.22%和1.75%，盈利空间有限。

### 油品销售

海宁资产油品销售业务收入主要来自交控集团的加油站业务，2022—2024年，海宁资产油品销售分别实现收入7.88亿元、8.52亿元和4.94亿元。除上述业务外，商品销售业务收入来源还包括海宁皮革城开展的进出口代理业务、交控集团的建材销售业务以及水务集团的水表安置销售业务，收入规模较小。

### (7) 水务业务

#### 2022—2024年，受供水价格调整及销量增长等综合影响，海宁资产水务业务逐步由亏损转为盈利。

海宁资产水务业务包括自来水销售业务和污水处理业务，由水务集团负责。

##### 自来水销售

截至2024年末，海宁资产共有2个自来水厂，日供水能力56万立方米，供水管道长度约8194公里，供水人口110.9万人，区域涵盖整个海宁市。水价方面，公司供水价格采取政府定价方式。2022—2024年，海宁资产自来水销售收入稳步增长，毛利率持续为负，主要系水价受政府定价影响所致。2024年7月31日起，海宁资产供水价格发生变动，其中非居民用水电镀、造纸、制革前道行业中属高污染或高水耗的工业企业供水价格由3.40元/立方米提高至3.70元/立方米。2024年，海宁资产自来水销售毛利率有所提升，但仍为亏损状态(-8.26%)。

图表34·海宁资产供水业务收费标准(单位:元/立方米)

分类	划分标准	最新价格
居民生活用水	用水量≤228吨/年	1.70
	用水量≥229吨/年且≤372吨/年	2.50
	用水量≥373吨/年	3.40
非居民生活用水	第1档:国家机关、事业单位	2.70
	第2档:化工、印染行业中属高污染或高水耗的工业企业	3.20
	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	3.70
特种行业用水	第1档:高尔夫球场、桑拿、水疗等用水	4.50

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

##### 污水处理

海宁资产污水处理业务主要由钱江生化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。海宁资产污水处理业务区域主要位于海宁市内，另辐射至黑龙江、内蒙古区域。

截至2024年末，海宁资产共有27座污水处理厂，日污水处理能力合计96.11万吨。其中位于海宁市污水处理厂4座，日污水处理能力46.5万吨。2022—2024年，随着污水处理价格提升，海宁资产污水处理业务收入持续增长，2024年毛利率大幅提升。

截至2024年末，水务集团在建自营项目总投资2.81亿元，主要为海宁市2024年供水设施提升（全域）工程、海宁市2024年排水设施提升工程和杭海新区污水厂异地新建配套污水收集管网工程；基本投资完成。

## (8) 其他业务

海宁资产其他业务来自于热电行业、酒店服务、项目建设、景区运营、技术服务、废弃物清运及处置、粮油销售、安保等。

项目建设收入来源于水务集团在海宁市内开展的市场化水务类基础设施业务，包括河道综合整治、污水管道工程、供排水工程以及供水用户室内外表组工程等，委托方以海宁市内国有企业以及房地产开发公司为主，主要采用总承包模式。根据水务集团与委托方签订的合同协议书，协议分为固定总价包干合同和按实结算合同两类，其中固定总价包干合同一般要求一次性付清工程款，按实结算合同一般为按进度支付工程款。2022—2024年，海宁资产分别实现项目工程收入5.58亿元、5.48亿元和5.12亿元，变动不大。截至2024年末，水务集团主要在建项目合同金额1.47亿元，已按成施工产值0.97亿元。

图表35·截至2024年末水务集团在建实施项目情况(单位:万元)

项目名称	合同金额	已完工产值	尚需投资
五常牛家提标项目	5470.31	5076.47	393.84
勃利县污水处理厂提标改造项目	5079.05	2710.38	2368.67
FB污水厂技改分包	358.24	340.24	18.00
盐官古城水循环利用项目	747.62	248.21	499.41
海宁市东部住宅小区二次供水设施改造工程I 标	363.10	132.46	230.64
盐官古城水循环利用配套管网工程	675.18	253.08	422.10
海盐县21-015号地块景观绿化(红线内)	2033.63	913.18	1120.45
<b>合计</b>	<b>14727.14</b>	<b>9674.02</b>	<b>5053.11</b>

注：部分项目由于投资计划变更，尚需投资不等于总投资与已投资的差额

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

除水务集团的项目建设收入，其他板块单体业务收入规模较小。

## (9) 重大事项

**海宁皮革城部分股权无偿划出后，海宁资产控股股东地位或不再持续，未来物业租赁及管理收入、金融服务收入或有所下降。**

2024年11月，海宁皮革城发布公告称，根据海宁国投出具的《关于无偿划转海宁中国皮革城股份有限公司股权事项的批复》，同意将公司持有的153914035股股份（占海宁皮革城总股本的12%）无偿划转给海宁市潮升科技产业投资集团有限公司（以下简称“潮升产投集团”），将城投集团全资子公司海宁市市场开发服务中心有限公司（以下简称“市场服务中心”）持有的公司235538800股股份（占海宁皮革城总股本的18.36%）无偿划转给潮升产投集团。本次国有股权无偿划转完成后，海宁皮革城的控股股东将由海宁资产变更为潮升产投集团，实际控制人仍为海宁市国资办。

截至2024年末，海宁皮革城资产规模132.81亿元，所有者权益87.05亿元。2024年，海宁皮革城实现营业总收入10.96亿元（其中物业租赁及管理6.53亿元、商铺及配套物业销售0.80亿元、金融服务收入2.14亿元、医疗健康收入0.66亿元、产业链商贸收入0.56亿元），利润总额1.85亿元。2022—2024年，海宁皮革城分别向股东派发现金分红3847.86万元、5771.78万元和4873.94万元。

本次无偿划转完成后，海宁资产持有海宁皮革城股权由2024年末的52.94%下降至22.58%，潮升产投集团持有海宁皮革城股权增至30.36%，海宁皮革城控股股东将发生变更，未来不再纳入海宁资产合并范围，公司未来物业租赁及管理业务规模、金融服务收入或大幅下降，对海宁资产收入和利润等产生一定影响。截至报告出具日，市场服务中心持有的海宁皮革城股权已完成工商变更，海宁资产本部拟划转的海宁皮革城股权尚未完成工商变更。

## 4 财务分析

### (1) 资产概况

**海宁资产资产规模持续增长，资产中应收类款项规模较大，对海宁资产资金占用明显；以项目投入为主的存货、投资性房地产、固定资产和在建工程占比大，整体资金回收周期较长，资产质量一般。**

图表 36 • 海宁资产主要资产情况

项目	2022年末		2023年末		2024年末		2025年3月末		年均复合增长率 (%)	2024年末较 上年末增长率 (%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)		
流动资产	645.90	48.62	671.48	47.57	692.54	47.79	711.30	48.18	3.55	3.14
货币资金	121.23	9.13	102.77	7.28	72.32	4.99	84.83	5.75	-22.76	-29.63
应收账款	13.66	1.03	16.82	1.19	12.10	0.83	14.72	1.00	-5.90	-28.05
预付款项	24.09	1.81	32.69	2.32	34.63	2.39	35.03	2.37	19.90	5.93
其他应收款	94.31	7.10	99.97	7.08	113.51	7.83	115.18	7.80	9.71	13.55
存货	369.43	27.81	405.23	28.71	446.47	30.81	447.56	30.31	9.93	10.18
非流动资产	682.58	51.38	740.14	52.43	756.45	52.21	765.13	51.82	5.27	2.20
其他非流动金融资产	45.65	3.44	48.97	3.47	48.76	3.37	48.84	3.31	3.35	-0.44
长期应收款	18.81	1.42	26.75	1.89	13.60	0.94	13.46	0.91	-14.97	-49.14
长期股权投资	85.92	6.47	97.34	6.90	107.39	7.41	105.01	7.11	11.80	10.32
投资性房地产	96.03	7.23	107.23	7.60	107.62	7.43	106.69	7.23	5.86	0.37
固定资产	153.46	11.55	161.84	11.46	160.18	11.05	163.97	11.11	2.17	-1.03
在建工程	178.53	13.44	187.17	13.26	203.34	14.03	211.86	14.35	6.72	8.64
无形资产	40.79	3.07	40.57	2.87	43.84	3.03	44.04	2.98	3.68	8.06
其他非流动资产	56.90	4.28	62.47	4.43	65.48	4.52	65.48	4.43	7.27	4.81
<b>资产总额</b>	<b>1328.48</b>	<b>100.00</b>	<b>1411.62</b>	<b>100.00</b>	<b>1448.99</b>	<b>100.00</b>	<b>1476.43</b>	<b>100.00</b>	<b>4.44</b>	<b>2.65</b>

资料来源：联合资信根据海宁资产财务报告整理

截至 2024 年末，海宁资产货币资金主要由银行存款（占 86.85%）和其他货币资金（占 13.15%）构成；其他货币资金包括保函和票据保证金、贷款资金以及支付监管户金额等，使用受限。同期，应收账款前五大欠款方为霍林郭勒市财政局、海宁市住房和城乡建设局以及忻州市云水环保有限公司、五常市尝兴城市建设发展有限公司和钱塘江投资开发有限公司，合计占 23.37%，集中度较低，主要由污水处理、水务类工程项目建设产生，账龄集中在 1~3 年，前五大累计计提坏账准备 0.31 亿元，存在一定的回收风险。预付款项较上年末有所增长，系预付供应链业务采购款增长所致，预付款项主要为子公司盐官景区向景区各街道支付的拆迁补偿款以及供应链业务贸易采购款；2024 年末，海宁资产前五名预付款项合计占 64.75%。其他应收款较上年末有所增长，主要为往来款，前五名合计占 58.71%，主要是海宁资产对海宁市旧区有机更新开发有限公司（以下简称“有机更新公司”）、海宁市财政局、海宁市土地收储中心以及区域内国有企业的往来款项，回收风险较低，海宁资产未对其计提坏账准备，但对海宁资产资金占用明显。存货较上年末有所增长，主要包括开发成本 268.02 亿元、开发产品 153.39 亿元和消耗性生产物资 20.34 亿元，其中开发成本主要为安置房、商品房和商业地产以及土地整理投入，开发产品为已建成的安置房、商品房、商业地产，消耗性生物物资为经营性苗木资产，可用于对外销售。

图表 37 • 截至 2024 年末海宁资产其他应收款前五名情况（单位：亿元）

欠款单位	金额	占比(%)
海宁市旧区有机更新开发有限公司	25.54	22.10
海宁市财政局	22.15	19.17
海宁市土地收储中心	10.17	8.81
海宁市实业投资集团有限公司	5.33	4.62
海宁起潮投资开发有限公司	4.64	4.01
<b>合计</b>	<b>67.83</b>	<b>58.71</b>

资料来源：联合资信根据海宁资产提供资料整理

截至 2024 年末，海宁资产其他非流动金融资产主要为对海宁市盐仓综合开发有限公司的投资 17.20 亿元、浙江杭海城际铁路有限公司投资 10.00 亿元，尚未取得投资收益，主要用于转型升级产业基金投资等。长期应收款较上年末有所下降，主要系委托贷款和资金拆借款减少所致，长期应收款主要包括融资租赁款 16.00 亿元、资金拆借款 1.93 亿元（海宁皮革城开展的租赁业务形成）。

长期股权投资较上年末有所增长，主要包括对嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司的投资 26.37 亿元、对嘉兴银行股份有限公司（以下简称“嘉兴银行”）的投资 7.25 亿元、对海宁市泛半导体产业投资有限公司的投资 4.97 亿元、对嘉兴市铁路投资有限公司的投资 9.96 亿元、对有机更新公司的投资 9.10 亿元、对嘉兴市原水投资有限公司的投资 10.52 亿元等，2024 年公司投资企业合计宣告发放现金股利 0.63 亿元。投资性房地产较上年末变动不大，主要包括房屋及建筑物 90.93 亿元、土地使用权 16.67 亿元，其中房屋及建筑物主要为海宁皮革城的商铺，土地使用权为房屋及建筑物的土地价值。固定资产较上年末变动不大，主要包括房屋及建筑物 45.10 亿元、城建市政及公路资产 81.01 亿元、管网资产 11.44 亿元。在建工程主要包括城市基础建设工程 100.97 亿元、道路整修项目 66.80 亿元、城市防洪工程 11.66 亿元，较上年末有所增长。无形资产主要包括土地使用权 14.59 亿元、污水处理特许经营权 23.33 亿元。其他非流动资产主要包括交控集团的教育园区资产 37.62 亿元、公益性生物资产—绿化资产 18.03 亿元。

截至 2024 年末，海宁资产受限资产合计 166.82 亿元，受限比例为 11.51%，包括受限的货币资金 10.10 亿元、存货 114.41 亿元、无形资产 25.43 亿元，受限的应收票据、长期应收款及一年内到期的非流动资产、在建工程、固定资产、投资性房地产合计 16.83 亿元，其中货币资金受限原因为票据保证金、保函保证金和担保业务保证金等，其他资产受限原因主要为抵押借款。

## (2) 资本结构

### 海宁资产所有者权益中实收资本和资本公积占比较高。

2022—2024 年末，海宁资产所有者权益分别为 606.37 亿元、653.12 亿元和 642.70 亿元，其中 2024 年末同比有所下降，主要系当期划出子公司较多，资本公积减少所致。截至 2024 年末，海宁资产所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 3.11%、76.97%、和 8.18%。2022—2024 年末，海宁资产实收资本均为 20.00 亿元，保持稳定；同期末，海宁资产资本公积分别为 464.89 亿元、504.54 亿元和 494.66 亿元，构成以海宁市政府财政资金、划入子公司股权、资产以及政府置换债券资金等为主，2024 年下降主要系转型升级基金收回上缴财政等所致。截至 2025 年 3 月末，海宁资产所有者权益规模下降 0.60%，其中资本公积减少 4.94 亿元，主要系海宁市产业投资有限公司 30% 的股权无偿划转所致。

**2022—2024 年末，海宁资产债务规模持续增长，债券融资占比较高，整体债务负担尚可，2025 年存在集中偿债压力。**

图表 38 • 海宁资产主要负债情况

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末		年均复合增长率 (%)	2024 年末较上年末增长率 (%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)		
<b>流动负债</b>	<b>230.38</b>	<b>31.93</b>	<b>305.85</b>	<b>40.36</b>	<b>312.99</b>	<b>38.83</b>	<b>322.39</b>	<b>38.50</b>	<b>16.56</b>	<b>2.33</b>
短期借款	32.24	4.47	51.99	6.86	60.10	7.46	71.87	8.58	36.53	15.60
应付账款	30.81	4.27	33.66	4.44	36.66	4.55	31.18	3.72	9.07	8.89
其他应付款(合计)	66.27	9.19	78.75	10.39	73.87	9.16	73.94	8.83	5.57	-6.20
一年内到期的非流动负债	47.69	6.61	89.45	11.80	93.91	11.65	94.95	11.34	40.33	4.99
<b>非流动负债</b>	<b>491.05</b>	<b>68.07</b>	<b>451.91</b>	<b>59.64</b>	<b>493.00</b>	<b>61.17</b>	<b>514.90</b>	<b>61.50</b>	<b>0.20</b>	<b>9.09</b>
长期借款	115.94	16.07	111.42	14.70	165.31	20.51	187.31	22.37	19.41	48.37
应付债券	289.84	40.18	269.76	35.60	253.47	31.45	249.46	29.79	-6.48	-6.04
长期应付款(合计)	75.83	10.51	61.43	8.11	60.89	7.56	64.86	7.75	-10.39	-0.87
<b>负债总额</b>	<b>722.11</b>	<b>100.00</b>	<b>758.50</b>	<b>100.00</b>	<b>806.29</b>	<b>100.00</b>	<b>837.60</b>	<b>100.00</b>	<b>5.67</b>	<b>6.30</b>

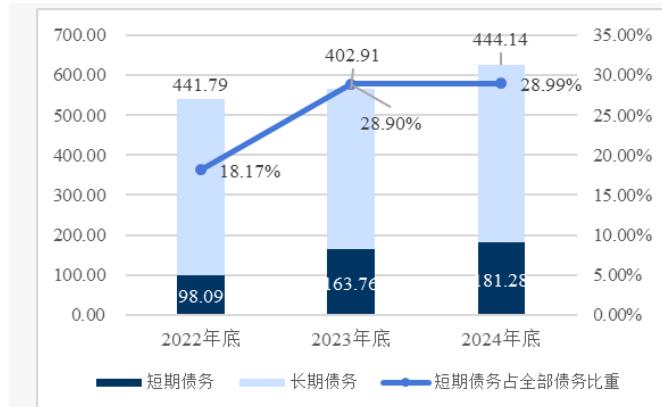
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年末，海宁资产经营性负债中应付账款主要为待结算项目款；其他应付款主要为与区域内国有企业的往来款、押金和质保金以及暂收款；长期应付款主要包括资金往来款 8.51 亿元、杭海铁路建设前期政策处理款 12.65 亿元、政府置换债券转贷 16.41 亿元和市域外饮水工程分质供水配套管网项目专项债 4.67 亿元；专项应付款 17.82 亿元，主要为中央、省级、市级补助资金、项目补助资金和项目配套资金等。

2022—2024 年末，海宁资产全部债务持续增长。2024 年末，海宁资产全部债务中长期债务占 71.01%；从融资渠道来看，海宁资产银行借款（以信用借款和保证借款为主）占 42.90%、债券融资占 53.50%，其余为置换债券、供应链融资款等。从债务指

标来看，2022—2024年末，海宁资产资产负债率和全部债务资本化比率波动增长、长期债务资本化比率波动下降，海宁资产整体债务负担尚可。到期债务分布来看，2025—2026年，海宁资产到期的债务分别为181.28亿元和79.23亿元，其余部分2026年以后到期，海宁资产2025年面临偿债压力。

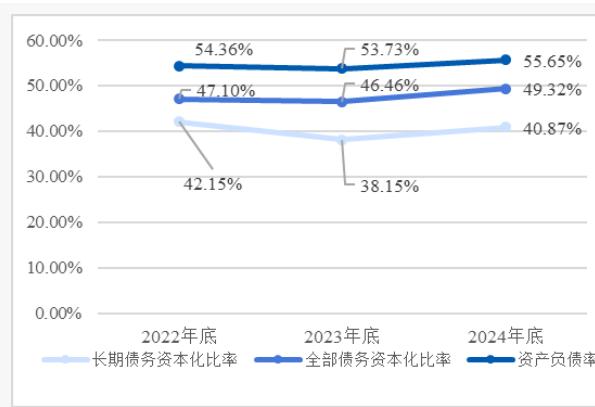
图表39·海宁资产债务结构（单位：亿元）



注：未获得2025年一季度债务调整项，此处未披露

资料来源：联合资信根据海宁资产审计报告及提供资料整理

图表40·海宁资产债务杠杆水平



注：未获得2025年一季度债务调整项，此处未披露

资料来源：联合资信根据海宁资产审计报告及提供资料整理

### (3) 盈利能力

海宁资产营业收入波动下降，盈利指标表现弱化，利润总额对投资收益和政府补贴等非经常损益的依赖大。

2022—2024年，海宁资产营业总收入和营业成本均波动下降；营业利润率逐年下降；期间费用有所波动，2024年期间费用以财务费用（占35.30%）和管理费用（占52.04%）为主，期间费用占营业总收入的16.55%。

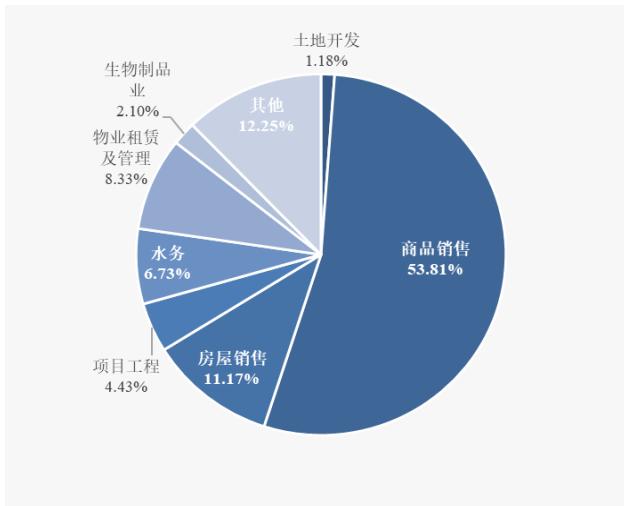
2022—2024年，海宁资产投资收益逐年下降，主要为长期股权投资和金融产品投资取得的收益；同期，海宁资产其他收益主要为财政补贴，规模逐年下降；营业外收入主要为安置房拆迁的政府补贴款。2022—2024年，海宁资产获得政府补贴规模分别为16.06亿元、14.61亿元和15.74亿元。利润总额快速下降，对投资收益和政府补贴等依赖大。盈利指标方面，海宁资产总资本收益率和净资产收益率均逐年下降。

图表41·海宁资产盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
营业总收入	127.37	127.63	116.96	22.33
营业成本	112.21	114.44	106.40	21.82
期间费用	19.37	20.25	19.35	3.55
其他收益	13.05	12.93	10.99	4.35
投资收益	5.87	4.18	2.95	0.68
营业外收入	3.30	1.92	5.37	0.12
利润总额	13.13	8.17	2.08	1.38
营业利润率(%)	10.61	8.59	7.11	0.03
总资本收益率(%)	1.86	1.34	0.71	--
净资产收益率(%)	1.72	0.98	0.08	--

资料来源：联合资信根据海宁资产审计报告及财务报表整理

图表42·2024年海宁资产主营业务构成



资料来源：联合资信根据海宁资产提供整理

### (4) 现金流

2022—2024年，海宁资产经营活动和投资活动现金处于净流出状态，海宁资产经营活动和投资活动所需资金对筹资活动有较大依赖；未来随着项目的持续投入以及债务滚续，海宁资产对外筹资需求较大。

经营活动方面，2022—2024年，海宁资产经营活动现金流入持续下降，2024年同比下降26.84%，其中海宁资产销售商品、提供劳务收到的现金114.08亿元，同比增长18.50%，主要为土地整理业务、房地产业务、商品销售业务等业务回款；收到的其他与经营活动有关的现金130.80亿元，同比下降32.73%，主要由往来款、政府补助、财政拨款、保证金和购房订金、客户贷款及垫款和收回融资租赁业务租金及保证金构成，下降主要系往来款流入大幅下降所致。2022—2024年，海宁资产经营活动现金流出逐年

下降，2024年同比下降21.15%，其中购买商品、接受劳务支付的现金136.44亿元，同比下降12.44%，主要为土地开发整理、房地产项目支出，支付其他与经营活动有关的现金117.08亿元，同比下降30.06%，下降系支付客户贷款及垫款规模下降、往来款规模下降所致。海宁资产经营活动现金持续净流出。

投资活动方面，2022—2024年，海宁资产投资活动现金流入主要为收回的投资本金；2024年海宁资产收到其他与投资活动有关的现金8.45亿元，主要为收回往来款资金。2022—2024年，海宁资产投资活动现金流出波动下降。2024年，海宁资产购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金40.56亿元，同比增长36.39%，为基础设施项目建设、购置土地以及水务类项目支出等现金流出；投资支付的现金21.50亿元，主要为对有机更新公司的投资支出和购买理财产品支出等，支付其他与投资活动有关的现金18.81亿元，主要为支付委托贷款本金及手续费支出及拆借款支出等。2022—2024年，海宁资产投资活动现金持续大额净流出。

筹资活动方面，海宁资产筹资活动现金流入主要为发行债券、借款取得的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。海宁资产筹资活动现金持续净流入。

图表43·海宁资产现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
经营活动现金流入小计	388.03	336.98	246.54	67.12
经营活动现金流出小计	418.48	340.10	268.16	52.74
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-30.45</b>	<b>-3.12</b>	<b>-21.62</b>	<b>14.38</b>
投资活动现金流入小计	37.50	34.36	20.37	2.61
投资活动现金流出小计	86.92	71.79	80.87	29.01
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-49.41</b>	<b>-37.43</b>	<b>-60.50</b>	<b>-26.40</b>
筹资活动现金流入小计	269.19	203.20	323.51	68.07
筹资活动现金流出小计	193.88	179.76	270.27	40.20
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>75.31</b>	<b>23.44</b>	<b>53.24</b>	<b>27.87</b>
现金收入比（%）	94.04	109.68	97.54	123.99

资料来源：联合资信根据海宁资产审计报告和财务数据整理

#### （5）偿债指标

海宁资产存在一定的短期偿债压力，长期偿债指标表现尚可，融资渠道通畅；海宁资产对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

图表44·海宁资产偿债指标

项目	指标	2022年(末)	2023年(末)	2024年(末)	2025年1—3月(末)
短期偿债指标	流动比率（%）	280.37	219.54	221.27	220.63
	速动比率（%）	120.01	87.05	78.62	81.81
	现金短期债务比（倍）	1.33	0.65	0.41	0.48
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	36.02	30.84	24.29	--
	全部债务/EBITDA（倍）	14.99	18.37	25.75	--
	EBITDA利息倍数（倍）	1.97	1.44	1.09	--

资料来源：联合资信根据海宁资产审计报告和财务数据整理

从偿债指标看，2022—2024年末，海宁资产流动比率波动下降，速动比率持续下降，现金短期债务比下降至0.41倍，海宁资产存在一定的短期偿债压力。同期，海宁资产EBITDA和EBITDA利息倍数逐年下降，EBITDA对利息支出的保障能力仍较强，对债务的保障能力一般。海宁资产长期偿债指标表现尚可。

截至2024年末，海宁资产银行授信额度406.33亿元，未使用额度为186.34亿元，融资渠道畅通。此外，考虑到海宁资产拥有上市公司，子公司具备直接融资能力。

截至2024年末，海宁资产对外担保余额为126.51亿元，担保比率为19.68%，被担保企业主要为海宁市国有企业，经营状况正常。考虑到对外担保规模较大，海宁资产面临一定的或有负债风险。

## (6) 海宁资产本部财务分析

海宁资产业务主要由子公司开展，利润实现主要来自于股权投资收益以及政府补助，债务负担较重且短期偿债压力大。

截至 2024 年末，随着子公司处置，海宁资产本部资产总额 204.22 亿元，较上年末下降 11.49%，资产以其他应收款和长期股权投资为主；海宁资产本部所有者权益 67.40 亿元，较上年末下降 28.07%，资本公积占 72.25%，权益稳定性较强；海宁资产本部负债总额 136.82 亿元，以应付债券以及一年内到期的非流动负债为主。同期，海宁资产本部全部债务 112.25 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.00% 和 62.48%，整体债务负担较重，现金短期债务比为 0.03 倍，短期偿债压力大。2024 年，海宁资产本部实现营业总收入 42.45 万元，利润总额为 -0.52 亿元，其中其他收益 1.00 亿元、投资收益 2.44 亿元，当期亏损主要系财务费用较大，当期确认补贴规模下降较多所致。海宁资产业务具体由下属子公司开展，下属子公司主要由海宁市国资办直接管理，海宁资产对子公司的管控能力有待提升。

## (7) 外部支持

海宁资产实际控制人综合实力很强，海宁资产为海宁市内重要的国有资产运营管理主体，近年来在财政资金和债务资金拨付、资产和股权划转以及政府债置换等方面获得政府的大力支持。

海宁资产实际控制人为海宁市国资办。海宁市在 2024 年全国百强县中排名第 16 位，2024 年，海宁市经济稳步发展，财政实力很强，一般公共预算收入质量好，财政自给能力强。整体看，海宁资产实际控制人综合实力很强。

海宁资产为海宁市内重要的国有资产运营管理主体，业务在海宁市内具有垄断优势。近年来，海宁资产在财政资金和债务资金拨付、资产和股权划转等方面获得政府的大力支持。

2021—2023 年，海宁资产获得财政资金和债务化解资金合计分别为 48.48 亿元、35.10 亿元和 17.21 亿元，计入“资本公积”“其他收益”或“营业外收入”。

2021 年和 2023 年，海宁资产分别收到资产划转 8.79 亿元和 10.00 亿元，主要为绿化资产、停车场、配建房等，计入“资本公积”。

2021 年和 2022 年，海宁资产分别收到国有企业股权划转 4.00 亿元和 25.38 亿元，计入“资本公积”。2023 年，海宁资产收到施工项目款 1.20 亿元，计入“资本公积”。

2022—2024 年，海宁资产计入各期损益的政府补贴金额分别为 16.06 亿元、14.61 亿元和 15.76 亿元，计入“其他收益”“营业外收入”。

2024 年，海宁资产收到无偿划拨配件房资产、房屋资产、绿化资产、财政资金等，计入“资本公积”（2024 年海宁资产资本公积当期新增 28.62 亿元）。

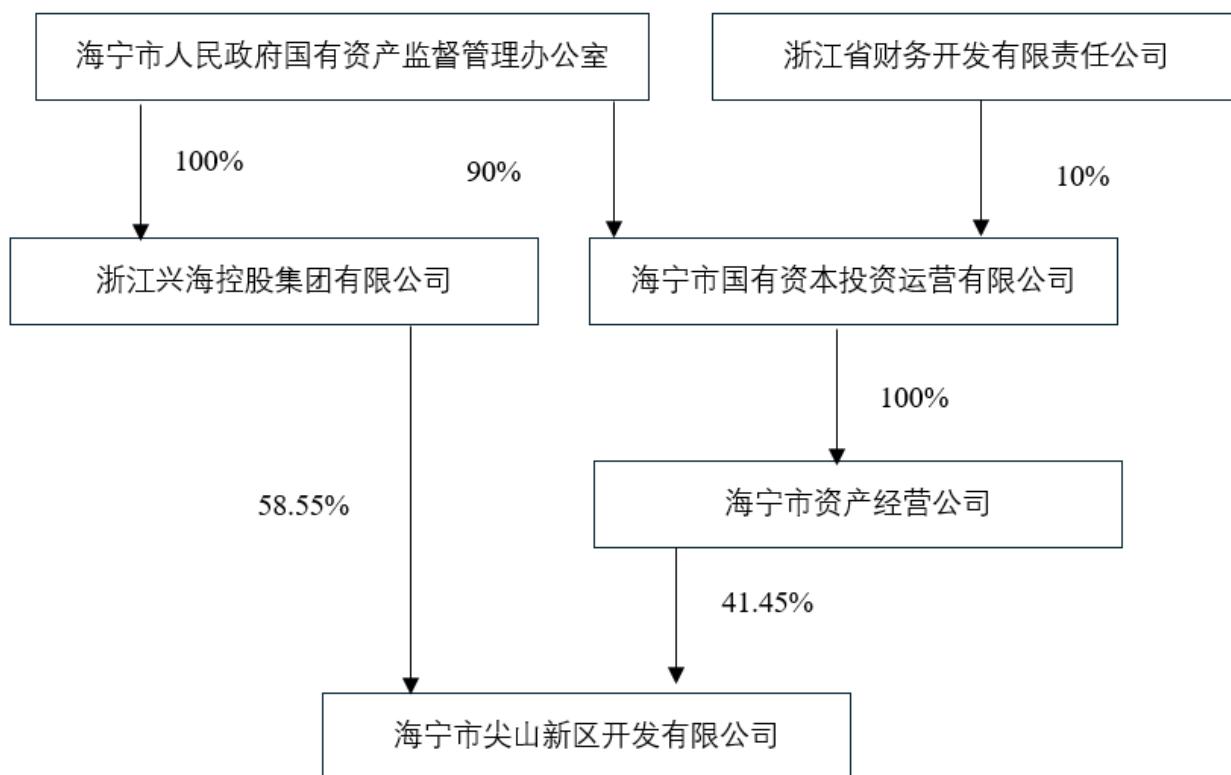
此外，根据 2023 年海宁市政府置换债务解除协议，子公司城投集团原承担的政府债本金合计 22.43 亿元，后续不再需要偿还本息，海宁资产将其由“长期应付款”转入“资本公积”。截至 2024 年末，海宁资产长期应付款中需海宁市财政局偿还的政府置换债券余额 16.41 亿元。

经联合资信评定，海宁资产指示级别为 a<sup>+</sup>，考虑到海宁资产在财政资金和债务资金拨付、资产和股权划转以及政府债置换等方面获得政府的大力支持，上调 3 个子级，海宁资产主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。海宁资产的担保有效提升了“18 海宁新区债 01/PR 尖山 01”“18 海宁新区债 02/PR 尖山 02”“21 海宁新区债 01/21 尖山 01”“21 海宁新区债 02/21 尖山 02”本息偿付的安全性。

## 九、跟踪评级结论

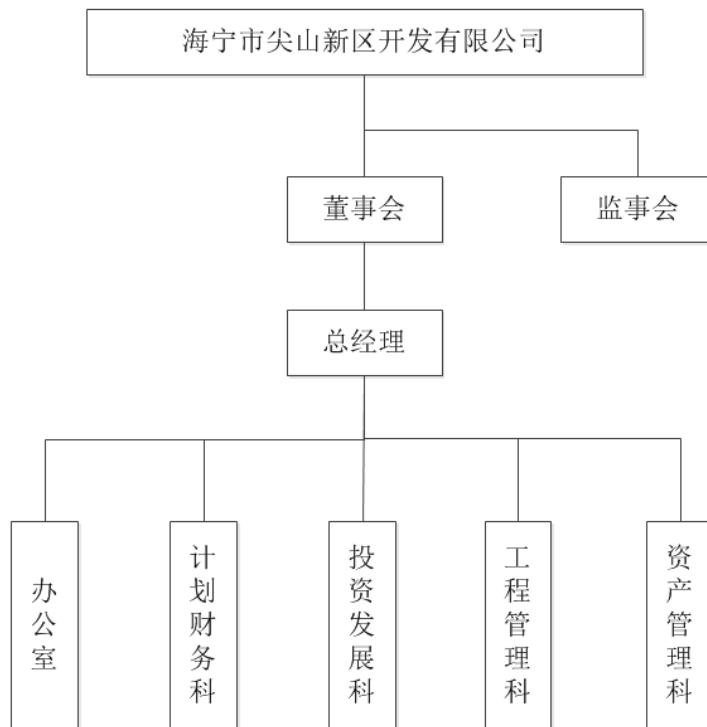
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 海宁新区债 01/PR 尖山 01”“18 海宁新区债 02/PR 尖山 02”“21 海宁新区债 01/21 尖山 01”“21 海宁新区债 02/21 尖山 02”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

## 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：联合资信根据公司提供整理

## 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年末）



资料来源：联合资信根据公司提供整理

### 附件 1-3 截至 2024 年末公司主要子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
浙江钱塘江投资开发有限公司	投资开发、房地产开发、土地综合整治、基础设施建设	89.6595	--	股权无偿划拨
海宁经开产业园区开发建设有限公司	标准厂房的开发建设、经营管理，房地产开发	--	80.7726	出资设立
海宁市尖山新区物业管理有限公司	物业管理、房屋租赁	100.00	--	出资设立
海宁市湾区新城投资开发有限公司	标准厂房的开发建设，房地产开发，物业服务	70.00	--	出资设立
海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司	房地产开发、市政工程建设、社区物业管理	100.00	--	股权无偿划拨
海宁市现代农业发展有限公司	农业、养殖	40.00	13.4489	出资设立
浙江江南新城投资开发有限公司	城乡基础设施投资、开发与建设，土地整理，房地产开发	100.00	--	股权购买
海宁市听潮投资开发有限公司	城乡基础设施投资、开发与建设，土地整理，房地产开发	100.00	--	出资设立
海宁市江湾能源有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业	--	100.00	出资设立
海宁市潮城产业服务有限公司	租赁和商务服务业	60.00	20.00	出资设立
海宁市闻澜投资开发有限公司	租赁和商务服务业	99.4632	0.2604	出资设立
海宁溯源投资有限公司	租赁和商务服务业	50.00	--	出资设立

资料来源：联合资信根据公司提供整理

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年
<b>财务数据</b>		
现金类资产（亿元）	34.49	35.41
应收账款（亿元）	2.09	4.43
其他应收款（亿元）	48.68	50.61
存货（亿元）	257.65	291.85
长期股权投资（亿元）	39.74	39.80
固定资产（亿元）	3.26	4.27
在建工程（亿元）	20.66	31.63
资产总额（亿元）	553.27	626.60
实收资本（亿元）	3.66	3.66
少数股东权益（亿元）	28.16	32.91
所有者权益（亿元）	188.33	220.31
短期债务（亿元）	102.10	98.56
长期债务（亿元）	234.73	250.12
全部债务（亿元）	336.83	348.69
营业总收入（亿元）	12.59	13.42
营业成本（亿元）	10.10	10.82
其他收益（亿元）	2.43	1.23
利润总额（亿元）	2.28	2.05
EBITDA（亿元）	3.08	2.97
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	13.51	11.71
经营活动现金流入小计（亿元）	33.85	52.78
经营活动现金流量净额（亿元）	-27.61	-3.15
投资活动现金流量净额（亿元）	-29.07	-27.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	71.61	30.45
<b>财务指标</b>		
销售债权周转次数（次）	5.76	3.88
存货周转次数（次）	0.04	0.04
总资产周转次数（次）	0.03	0.02
现金收入比（%）	107.31	87.22
营业利润率（%）	16.60	15.75
总资本收益率（%）	0.57	0.43
净资产收益率（%）	1.26	0.81
长期债务资本化比率（%）	55.48	53.17
全部债务资本化比率（%）	64.14	61.28
资产负债率（%）	65.96	64.84
流动比率（%）	302.41	291.77
速动比率（%）	79.85	74.76
经营现金流动负债比（%）	-23.85	-2.34
现金短期债务比（倍）	0.34	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.23	0.14
全部债务/EBITDA（倍）	109.23	117.52

注：1. 公司其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年
<b>财务数据</b>		
现金类资产（亿元）	12.10	9.99
应收账款（亿元）	*	0.10
其他应收款（亿元）	20.60	27.90
存货（亿元）	77.57	86.11
长期股权投资（亿元）	105.49	133.04
固定资产（亿元）	0.44	0.47
在建工程（亿元）	0.00	0.00
资产总额（亿元）	243.31	286.94
实收资本（亿元）	3.66	3.66
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	112.18	134.13
短期债务（亿元）	34.24	38.65
长期债务（亿元）	80.82	79.50
全部债务（亿元）	115.06	118.14
营业总收入（亿元）	1.87	2.25
营业成本（亿元）	1.56	2.05
其他收益（亿元）	0.89	0.02
利润总额（亿元）	0.58	0.46
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.99	2.14
经营活动现金流入小计（亿元）	13.77	25.65
经营活动现金流量净额（亿元）	-8.12	11.99
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.88	-14.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	25.57	0.03
<b>财务指标</b>		
现金收入比（%）	106.46	94.87
营业利润率（%）	14.14	4.17
总资本收益率（%）	/	/
净资产收益率（%）	0.53	0.34
长期债务资本化比率（%）	41.88	37.21
全部债务资本化比率（%）	50.63	46.83
资产负债率（%）	53.90	53.25
流动比率（%）	230.67	175.23
速动比率（%）	68.85	53.88
经营现金流动负债比（%）	-16.94	16.90
现金短期债务比（倍）	0.35	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1. 公司本部其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 由于公司本部口径未披露折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算，无法获取费用化利息故总资本收益率无法计算；4. 2023 年末公司本部应收账款为 23.26 万元，以“\*”列示。

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

### 附件 2-3 主要财务数据及指标（担保方合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	130.24	106.26	74.84	87.22
应收账款（亿元）	13.66	16.82	12.10	14.72
其他应收款（亿元）	94.31	99.97	113.51	115.18
存货（亿元）	369.43	405.23	446.47	447.56
长期股权投资（亿元）	85.92	97.34	107.39	105.01
固定资产（亿元）	153.46	161.84	160.18	163.97
在建工程（亿元）	178.53	187.17	203.34	211.86
资产总额（亿元）	1328.48	1411.62	1448.99	1476.43
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	69.43	72.69	74.58	74.78
所有者权益（亿元）	606.37	653.12	642.70	638.83
短期债务（亿元）	98.09	163.76	181.28	180.35
长期债务（亿元）	441.79	402.91	444.14	436.87
全部债务（亿元）	539.89	566.67	625.42	617.22
营业总收入（亿元）	127.37	127.63	116.96	22.33
营业成本（亿元）	112.21	114.44	106.40	21.82
其他收益（亿元）	13.05	12.93	10.99	4.35
利润总额（亿元）	13.13	8.17	2.08	1.38
EBITDA（亿元）	36.02	30.84	24.29	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	119.78	139.98	114.08	27.69
经营活动现金流入小计（亿元）	388.03	336.98	246.54	67.12
经营活动现金流量净额（亿元）	-30.45	-3.12	-21.62	14.38
投资活动现金流量净额（亿元）	-49.41	-37.43	-60.50	-26.40
筹资活动现金流量净额（亿元）	75.31	23.44	53.24	27.87
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	8.24	7.36	7.44	--
存货周转次数（次）	0.34	0.30	0.25	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.09	0.08	--
现金收入比（%）	94.04	109.68	97.54	123.99
营业利润率（%）	10.61	8.59	7.11	0.03
总资本收益率（%）	1.86	1.34	0.71	--
净资产收益率（%）	1.72	0.98	0.08	--
长期债务资本化比率（%）	42.15	38.15	40.87	40.61
全部债务资本化比率（%）	47.10	46.46	49.32	49.14
资产负债率（%）	54.36	53.73	55.65	56.73
流动比率（%）	280.37	219.54	221.27	220.63
速动比率（%）	120.01	87.05	78.62	81.81
经营现金流动负债比（%）	-13.22	-1.02	-6.91	--
现金短期债务比（倍）	1.33	0.65	0.41	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	1.97	1.44	1.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.99	18.37	25.75	--

注：1.本报告将 2022—2024 年末数据中其他应付款、其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中有息部分纳入全部债务计算；2025 年 3 月末债务数据不包含调整项；2.上表中其他应收款、在建工程和固定资产均为合计数；3.海宁资产 2025 年一季度报表未经审计。

资料来源：联合资信根据海宁资产审计报告和财务报表整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持