

# 信用评级公告

联合〔2022〕4699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”和“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

二〇二二年六月二十二日

# 海宁市尖山新区开发有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
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
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

### 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
18 海宁新区债 01/PR 尖山 01	7 亿元	5.6 亿元	2025/09/10
18 海宁新区债 02/PR 尖山 02	7 亿元	5.6 亿元	2025/11/16
21 海宁新区债 01/21 尖山 01	10 亿元	10 亿元	2028/04/25
21 海宁新区债 02/21 尖山 02	8.5 亿元	8.5 亿元	2028/09/06

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

评级时间：2022 年 6 月 22 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

### 评级观点

海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）是浙江省海宁经济开发区（以下简称“海宁经开区”）和尖山新区唯一的基础设施建设主体，业务具有区域专营优势。跟踪期内，海宁市经济稳步发展，财政实力不断增强，且公司继续获得政府在财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担加重，在建及拟建项目未来筹资压力较大，自营项目收益实现存在不确定性等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

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，公司业务有望稳定发展。

“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+，评级展望为稳定，其担保有效增强了上述债券的偿付安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“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”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

### 优势

- 1. 经营环境良好。**跟踪期内，海宁市经济稳步发展，财政实力不断增强，2021 年，海宁市实现地区生产总值 1196.30 亿元，按可比价格计算，较上年增长 7.0%；完成一般公共预算收入 114.40 亿元，较上年增长 13.3%。
- 2. 持续有力的政府支持。**公司是海宁经开区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，业务具有区域专营优势。跟踪期内，公司继续获得政府在财政补贴方面的支持。
- 3. 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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa <sup>+</sup>		评级结果		AA
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	3	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	3	
			经营分析	2	
财务风险	F3	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	1	
		资本结构	2		
		偿债能力	3		
调整因素和理由				调整子级	
政府支持				1	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：马玉丹 胡元杰

邮箱：lianhe@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)

网址：www.lhratings.com

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

1. **资金沉淀规模较大。**公司资产中土地整理和受托代建工程成本占比较大，资产变现受区域规划和政府回款进度影响较大。

2. **公司债务规模快速增长，债务负担加重。**2021 年底，随着项目的持续投入，公司全部债务 209.82 亿元，较上年底增长 67.76%，全部债务资本化比率较上年提升至 62.39%。

4. **未来筹资压力较大。**公司在建及拟建项目未来投资规模大，其中自营项目未来存在较大筹资压力，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。

主要财务数据：

项目	合并口径		
	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产 (亿元)	7.78	13.97	31.67
资产总额 (亿元)	191.33	251.29	362.72
所有者权益 (亿元)	99.80	107.23	126.50
短期债务 (亿元)	10.99	19.36	27.47
长期债务 (亿元)	66.52	105.71	182.34
全部债务 (亿元)	77.52	125.07	209.82
营业收入 (亿元)	8.00	8.55	9.75
利润总额 (亿元)	2.44	2.66	2.97
EBITDA (亿元)	3.05	3.15	3.63
经营性净现金流 (亿元)	-17.98	-33.08	-22.88
营业利润率 (%)	7.91	8.21	8.38
净资产收益率 (%)	2.44	2.47	2.33
资产负债率 (%)	47.84	57.33	65.12
全部债务资本化比率 (%)	43.72	53.84	62.39
流动比率 (%)	615.47	644.04	615.09
经营现金流动负债比 (%)	-75.51	-91.58	-49.80
现金短期债务比 (倍)	0.71	0.72	1.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.73	0.44	0.51
全部债务/EBITDA (倍)	25.42	39.72	57.76

项目	公司本部 (母公司)		
	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 (亿元)	102.80	122.69	149.03
所有者权益 (亿元)	72.27	73.19	74.01
全部债务 (亿元)	24.29	41.07	66.97
营业收入 (亿元)	2.28	2.55	2.64
利润总额 (亿元)	0.81	0.94	0.82
资产负债率 (%)	29.70	40.35	50.34
全部债务资本化比率 (%)	25.15	35.95	47.51
流动比率 (%)	521.32	602.00	631.37

经营现金流动负债比 (%)	37.89	-72.95	-101.19
现金短期债务比 (倍)	0.45	0.56	0.90

注：公司长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 海宁新区 债 02/21 尖 山 02	AA <sup>+</sup>	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	阅读全文
18 海宁新区 债 01/PR 尖 山 01	AA <sup>+</sup>	AA	稳定	2021/06/24	马玉丹 吕泽峰 胡元杰	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	阅读全文
18 海宁新区 债 02/PR 尖 山 02	AA <sup>+</sup>						
21 海宁新区 债 01/21 尖 山 01	AA <sup>+</sup>						
21 海宁新区 债 01/21 尖 山 01	AA <sup>+</sup>	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	阅读全文
18 海宁新区 债 02/PR 尖 山 02	AA <sup>+</sup>	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)	阅读全文
18 海宁新区 债 01/PR 尖 山 01	AA <sup>+</sup>	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)	阅读全文

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号

## 声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、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。

八、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

## 2022 年跟踪评级报告

### 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

跟踪期内，公司主营业务、注册资本和实收资本无变化。2022年，海宁市财政局将其持有公司58.55%的股权无偿划转给浙江兴海控股集团有限公司（以下简称“兴海控股”），上述股权变更已于2022年6月完成工商登记，公司实际控制人由海宁市财政局变更为海宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“海宁市国资办”）。截至跟踪评级日，公司注册资本及实收资本均为3.66亿元，其中，兴海控股持股58.55%，海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”）持股41.45%，海宁市国资办为公司实际控制人，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。

截至2021年底，公司内设办公室、计划财务科、投资发展科、工程管理科和资产管理科等5个职能部门；拥有纳入合并范围的子公司27家。

截至2021年底，公司资产总额362.72亿元，所有者权益126.50亿元（含少数股东权益12.13亿元）；2021年，公司实现营业收入9.75亿元，利润总额2.97亿元。

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

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的公开发行的存续债券余额合计29.70亿元，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”已按时付息，“21海宁新区债02/21尖山02”尚未到首次付息日。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
18 海宁新区债01/PR 尖山01	5.60	2018/09/10	7	6.98
18 海宁新区债02/PR 尖山02	5.60	2018/11/16	7	6.15
21 海宁新区债01/21 尖山01	10.00	2021/04/25	5+2	4.80
21 海宁新区债02/21 尖山02	8.50	2021/09/06	5+2	4.43

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“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%。“18海宁新区债01/PR尖山01”和“18海宁新区债02/PR尖山02”募集资金合计14.00亿元，截至跟踪评级日已全部按计划使用完毕。“18海宁新区债01/PR尖山01”和“18海宁新区债02/PR尖山02”的募投项目均为海宁国际装备制造产业园项目。截至2021年底，海宁国际装备制造产业园项目已完工，累计投资28.19亿元；已出租的标准厂房面积31.54万平方米，出租率为39.44%。2021年，海宁国际装备制造产业园项目实现租金收入1235.44万元。

“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。

“21海宁新区债01/21尖山01”和“21海宁新区债02/21尖山02”募集资金合计18.50亿元，截至跟踪评级日已全部按计划使用完毕。“21海宁新区债01/21尖山01”的募投项目为海宁市智慧港科技产业园工程项目和海宁智慧港科技产业园二期项目，“21海宁新区债02/21尖山02”的募投项目为海宁智慧港科技产业园二期项目。海

宁市智慧港科技产业园工程项目和海宁智慧港科技产业园二期项目计划总投资合计46.15亿元，计划分别于2022年和2023年竣工，截至2021年底已投资25.68亿元，尚未投入运营。

#### 四、宏观经济和政策环境分析

##### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政

策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

##### 三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不

及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。**2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康

支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 五、行业及区域环境分析

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

#### (2) 行业监管与政策

**2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。**

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以

进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台

公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

### (3) 行业发展

**在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。**

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业

债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

## 2. 区域经济环境

**2021年，海宁市经济稳步发展，财政实力有所增强，公司业务所在的尖山新区和海宁经开区是海宁市近年来重点发展的区域，公司经营环境良好。**

### 海宁市概况

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，交通便利，客货运输通畅。截至2021年底，海宁市常住人口109.94万人，比上年增加2.07万人。海宁市区域特色产业包括皮革、家纺、经编、太阳能光伏、机械装备、食品等。2021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17位。

根据《海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2021年，海宁市实现地区生产总值1196.30亿元，按可比价格计算，较上年增长7.0%；人均生产总值（按户籍人口计算）16.82万元。同期，海宁市三次产业结构比由2020年的1.8:55.8:42.4调整为1.6:57.8:40.5，第一、三产业比重有所下降，第二产业比重有所上升。

2021年，海宁市实现规模以上工业总产值2441.20亿元，比上年增长18.6%；规上工业增加值444.79亿元，比上年增长9.2%。其中，规模以上高新技术产业、装备制造业、战略性新兴产业和数字经济核心产业增加值分别达275.46亿元、178.13亿元、133.10亿元和96.09亿元。

2021年，海宁市完成固定资产投资527.24亿元，比上年增长2.2%。其中，非国有投资占74.0%，比上年增长4.7%；工业投资增长9.8%；服务业投资下降1.5%。2021年，海宁市房地产开发投资比上年下降0.6%。其中，住宅投资比上年下降3.6%。同期，新开工施工面积215.35

万平方米，比上年下降 3.5%；商品房销售面积 151.51 万平方米，比上年下降 21.1%；商品房销售额 271.31 亿元，比上年下降 15.0%。

根据《关于海宁市 2021 年财政预算执行情况和 2022 年财政预算草案的报告》，2021 年，海宁市全市一般公共预算收入为 114.40 亿元，较上年增长 13.3%，税收收入占一般公共预算收入的 93.8%，一般公共预算收入质量好。同期，海宁市全市一般公共预算支出 111.40 亿元，财政自给率为 102.69%，自给率高。2021 年，海宁市全市完成政府性基金收入 188.41 亿元，较上年增长 11.0%，其中国有土地使用权出让收入 170.40 亿元，较上年增长 13.4%。

根据海宁市政府公开信息，2022 年 1—3 月，海宁市规模以上工业增加值 100.25 亿元，同比增长 2.2%；固定资产投资 134.99 亿元，同比增长 17.8%；一般公共预算收入完成 41.83 亿元，同比下降 3.0%。

#### 尖山新区概况

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。

根据公司提供的数据，2021 年，尖山新区实现地区生产总值 109.75 亿元，较上年增长 16.3%。其中，第一产业增加值 1.83 亿元，较上年下降 2.8%；第二产业增加值 95.70 亿元，较上年增长 18%；第三产业增加值 12.22 亿元，较上年增长 7.5%。同期，尖山新区实现规模以上工业增加值 89.7 亿元，较上年增长 22.1%；完成固定资产投资 81.12 亿元，较上年增长 19.5%。

财政收入方面，2021 年，尖山新区完成一般公共预算收入 6.95 亿元，完成政府性基金预算收入 4.42 亿元。

#### 海宁经开区概况

海宁经开区位于海宁市区北侧，规划面积约 50 平方公里。开发区成立于 1992 年 8 月，1997 年 12 月被批准为省级开发区，2006 年 3 月通过国务院审核，2010 年被认定为省级高新技术产业园区。

海宁经开区地理位置优越，交通便捷，区内规划合理。东区拥有全国领先的制革技术和规模最大的制革企业，兼有袜业、纺织染整、机械制造、生物化工等企业的集聚地；西区主要由皮革工业园区、袜业园区及目前正在建设中的品牌园区等组成；北区将发展电子信息、机械制造等产业，建设科技含量较高的产业集聚区。

2021 年，海宁经开区实现地区生产总值 124.91 亿元，较上年增长 5.8%。其中第一产业增加值 1.01 亿元，较上年下降 1.5%；第二产业增加值 89.93 亿元，较上年增长 3.3%；第三产业增加值 33.96 亿元，较上年增长 13.0%。2021 年，海宁经开区实现规模以上工业增加值 292.01 亿元，较上年增长 9.0%；固定资产投资 53.53 亿元，较上年增长 24.6%。

财政收入方面，2021 年，海宁经开区完成一般公共预算收入 3.56 亿元，政府性基金预算收入 6.43 亿元。

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至跟踪评级日，公司注册资本及实收资本均为 3.66 亿元，其中，兴海控股持股 58.55%，海宁资产持股 41.45%，海宁市国资办为公司实际控制人，并委托尖山新区管委会对公司进行管理。

### 2. 企业规模及竞争力

公司是海宁经开区和尖山新区唯一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产业园区建设运营，业务具有区域专营优势。

### 3. 企业信用记录

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2022年5月18日，公司本部不存在未结清的关注类或不良类信贷记录，近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

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：3304230000208419），截至2022年5月6日，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”）不存在未结清的关注类或不良类信贷记录，近三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2022年5月27日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、内部管理制度均无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**跟踪期内，公司营业收入有所增长，毛利率小幅提升。**

2021年，公司营业收入同比增长14.10%。从构成上看，公司营业收入主要来自受托代建工程业务。2021年，受当期结算项目体量下降影响，公司受托代建工程业务收入同比下降26.90%；受安置房住户安置及配套商品房销售进入尾声影响，公司安置房业务收入规模较小，同比变化不大；得益于公司拓展贸易品种以及螺纹钢贸易量大幅增加，公司供应链贸易收入同比增加1.61亿元；公司其他业务包括租赁、垃圾清运处理、公墓及殡仪服务等，得益于租赁收入增加，公司其他业务收入大幅增长。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
受托代建工程	79436.08	92.94	7.63	58071.25	59.55	7.63
安置房	763.42	0.89	-90.31	781.41	0.80	2.30
供应链贸易	433.37	0.51	0.20	16513.66	16.93	0.90
其他业务	4834.32	5.66	44.94	22148.74	22.71	21.48
合计	85467.19	100.00	8.83	97515.06	100.00	9.59

注：尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

毛利率方面，公司综合毛利率同比小幅提升，其中受托代建工程业务毛利率同比保持稳定，供应链贸易业务盈利空间小。

### 2. 业务经营分析

#### （1）受托代建工程

**跟踪期内，公司土地整理和委托代建工程建设模式未发生变化，公司土地储备规模较大，变现能力受政府规划和市场环境的影响大，待整理土地规模较小；在建及拟建基础设施项目较多，未来存在较大的资本支出压力。**

公司受托代建工程业务包括基础设施建设和土地整理。公司本部和子公司钱塘江公司分别负责尖山新区和海宁市经开区受托代建工程的建设、运营和管理。

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以及按实际成本9%计算的管理服务费。

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按实际成本9%计算的管理服务费。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。2021年，公司确认受托代建工程收入5.81亿元，当期收到回款9.12亿元。

### 基础设施建设

截至2021年底，公司已完工的受托代建项目均已竣工结算，其中尚未确认收入的项目共67个，总投资18.59亿元。

截至2021年底，公司在建基础设施工程项目237个，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81.00亿元，已投资46.59亿元。

表4 截至2021年底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	尖山初级中学、尖山幼儿园高点分园、城管用房工程等	10.00	3.78
道路桥梁	经开区零星基础设施、尖山新区步行街、滨海路等	25.00	17.84
河道整治	新塘河治理一期工程、河道整治一期工程等	15.50	5.54
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	30.50	19.43
合计		81.00	46.59

资料来源：公司提供

截至2021年底，公司拟建基础设施建设项目包括道路桥梁、河道整治、基础设施等，预计总投资9.00亿元。

### 土地整理

公司土地整理业务集中在海宁经开区开展，2021年，受海宁经开区土地控规政策影响，公司土地开发面积同比变化不大。同期，公司土地出让面积同比增长79.47%，但出让总收入同比下降37.48%，系当期出让的土地以工业用地为主所致。截至2021年底，公司已整理待出让土地1.55万亩，累计投入54.08亿元；正在整理的土地500.00亩，计划总投资1.50亿元，已投资0.70亿元；待整理土地规模约1200.00亩，计划总投资3.60亿元。

表5 海宁经开区和尖山新区土地整理出让情况  
(单位: 亩、万元、万元/亩)

指标	2020年	2021年	
土地开发	开发面积	2250.00	2300.00
	开发总投入	56250.00	57500.00
	平均开发投入	25.00	25.00
土地出让	出让面积	1768.00	3173.00
	土地出让总价款	208754.00	130510.00
	平均出让价格	118.07	41.13

注：1. 土地开发总投入为估算数据，不等于实际投入；2. 土地开发整理集中在海宁经开区，土地出让相关数据统计范围涵盖海宁经济开发区和尖山新区

资料来源：公司提供

### (2) 安置房业务

跟踪期内，公司安置房销售收入同比变化不大，在建和拟建项目尚需投资规模不大，业务可持续性一般。

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，并获取收入。

2021年，公司安置房销售收入同比变化不大；因安置部分安置价格低于成本，公司安置房业务毛利率低。

截至2021年底，公司在售安置房项目共4个，其中“滨江嘉苑”建设成本约为2100.00元/平方米，安置价格为1500.00元/平方米、向市场销售价格约为8000.00元/平方米，安置房和面向市场的房源配比为7:3；“江湾景苑”建设成本约为2600.00元/平方米，安置价格为1800.00元/平方米、向市场销售价格约为8000.00元/平方米，安

置和面向市场的房源配比为7:3;“都谷花苑”建设成本约为2839.04元/平方米,安置价格为2200元/平方米、向市场销售价格约为6852元/平方米,安置房和面向市场的房源配比为1.14:1;“金晟家园”建设成本约为2797.53元/平方米,安置价格为2200元/平方米、向市场销售价格约为6447元/平方米,安置房和面向市场的房源配比为1.82:1。截至2021年底,公司安置房剩余销售面积为0.50万平方米,规模较小。

表6 截至2021年底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	1.62	0.09	0.11
江湾景苑	3.25	1.11	0.98	0.23	0.18
都谷花苑	7.47	2.12	2.37	0.04	0.15
金晟家园	8.26	2.31	1.92	0.14	0.03
合计	26.97	7.73	6.89	0.50	0.47

注:尾差系四舍五入所致  
资料来源:公司提供

截至2021年底,公司在建安置房项目总建筑面积15.36万平方米,计划总投资6.40亿元,已投资3.48亿元,预计销售收入7.70亿元,均尚未启动销售。

表7 截至2021年底公司在建安置房项目情况(单位:平方米、亿元)

项目名称	总建筑面积	总投资	已投资	预计销售收入
尖山时光	6.61	2.27	1.04	3.30

表8 截至2021年底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	28.19	2021.12	51.46	31.54
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	25.68	2022.03	66.34	0.00
海宁智慧港科技产业园二期	22.18		2023.01	45.09	0.00
海宁智慧港科技产业园三期	22.03	9.85	2023.12	59.22	0.00
航空航天产业园	60.00	2.50	2025.12	130.00	0.00
合计	156.36	66.22	--	380.62	31.54

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  
资料来源:公司提供

新民路南一襄城路安置房	8.75	4.13	2.44	4.40
合计	15.36	6.40	3.48	7.70

资料来源:公司提供

截至2021年底,公司拟建安置房项目为翰林府项目,规划建筑面积为7.19万平方米,计划总投资5.12亿元。

### (3) 产业园区建设与运营

公司自筹资金进行产业园区建设并通过租售实现收益。跟踪期内,产业园区尚处培育阶段,租金收入规模较小,后续收益实现情况值得关注。公司在建和拟建产业园区项目尚需投资规模大,公司存在较大资本支出压力。

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2021年底,公司主要产业园区项目计划总投资156.36亿元,建筑面积合计380.62万平方米,已投资66.22亿元。

截至2021年底,海宁国际装备制造产业园项目已完工,已出租的标准厂房面积31.54万平方米,出租率为39.44%。2021年,海宁国际装备制造产业园项目实现租金收入1235.44万元。海宁国际装备制造产业园于2020年底部分投入运营,尚处于培育期,收入规模较小。

截至2021年底,公司无拟建产业园区项目。随着公司产业园区项目逐步出租出售,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,未来存在较大筹资压力,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。

#### (4) 供应链贸易

公司供应链贸易收入对营业收入形成有益补充,但利润空间小,与下游客户的结算方式对公司资金形成一定占用。

公司供应链贸易业务由子公司海宁经开融诚供应链有限公司负责运营,主要贸易品种包括涤纶丝、螺纹钢、太阳能电池板等,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为先款后货,主要供应商包括海宁市海圆钢材有限公司、杭州元园物资有限公司、浙江天旺智慧能源有限公司等,公司在前五大供应商的采购成本占采购总成本的45.49%,集中度一般。

公司与下游客户的结算方式包括敞口赊销、托盘赊销等,账期一般在90~120天,主要客户包括海泰建设有限公司、浙江鸿翔建设集团股份有限公司、浙江宏厦建设有限公司等,公司在前五大客户的销售金额占销售总额的57.20%,集中度一般。2021年,得益于公司拓展贸易品种以及螺纹钢贸易量大幅增加,公司供应链贸易收入同比增加1.61亿元;毛利率分别为0.90%,利润空间小。

### 3. 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和资产管理运营的效率 and 水平。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报表,亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对财务报表进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结

论。

截至2021年底,公司拥有合并范围内子公司27家。2021年,公司投资设立8家子公司,新增的子公司规模相对较小,财务数据可比性较强。

### 2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模大幅增长,仍以流动资产为主,其中以土地整理和项目建成本为主的存货和以往来款为主的其他应收款占比较大,土地整理和基建项目成本变现能力受政府规划和市场环境的影响大,应收类款项对公司资金形成较大占用,公司资产质量一般。

截至2021年底,公司资产总额较上年底增长44.35%,构成上仍以流动资产为主。

表9 公司资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2020年底		2021年底	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>232.61</b>	<b>92.57</b>	<b>282.63</b>	<b>77.92</b>
货币资金	13.97	5.56	31.65	8.73
其他应收款	27.16	10.81	40.74	11.23
存货	184.28	73.33	206.59	56.96
<b>非流动资产</b>	<b>18.68</b>	<b>7.43</b>	<b>80.10</b>	<b>22.08</b>
可供出售金融资产	13.08	5.20	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	21.74	5.99
投资性房地产	0.89	0.35	51.48	14.19
<b>资产总额</b>	<b>251.29</b>	<b>100.00</b>	<b>362.72</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2021年底,公司货币资金较上年底增加17.68亿元,主要来自外部融资;公司货币资金以银行存款(占99.67%)为主,使用受限的其他货币资金0.11亿元,为银行承兑汇票保证金和土地复垦基金。

截至2021年底,公司其他应收款较上年底增长50.00%,主要系应收海宁经开区管委会和海宁起潮投资开发有限公司等单位的往来款增长所致。公司其他应收款以往来款为主,从账龄上看,1年以内的占62.69%、1~2年的占29.10%、整体账龄较短。从集中度看,前五名单位余额合计占75.37%,集中度较高,除天通高新集团有限公司外,均为海宁市及下属乡镇的政府部门

和国有企业。截至 2021 年底，公司对其他应收款累计计提坏账准备 2008.93 万元。

表 10 截至 2021 年底公司其他应收款前五名明细  
(单位: 亿元、%)

应收单位	款项性质	余额	占比
海宁经开区管委会	往来款	13.84	33.80
海宁起潮投资开发有限公司	往来款	7.77	18.99
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	往来款	6.37	15.56
黄湾镇工业投资有限公司	往来款	1.58	3.85
天通高新集团有限公司*	往来款	1.30	3.18
<b>合计</b>		<b>30.86</b>	<b>75.37</b>

注: 公司持有天通高新集团有限公司 10.99% 的股权, 其实际控制人为自然人

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底, 公司存货较上年底增长 12.11%, 主要系土地整理和各类项目持续投入所致。公司存货主要由围垦成本 (15.25 亿元, 尖山新区围垦投入)、土地使用权 (23.05 亿元)、土地整理及项目开发成本 (117.00 亿元, 主要为海宁经开区土地整理投入和产业园区项目投入)、安置房开发成本 (4.70 亿元) 和受托代建基础设施项目成本 (46.59 亿元) 构成。公司未对存货计提跌价准备。

截至 2021 年底, 公司其他权益工具投资主要由对海宁艾克斯光谷创新股权投资合伙企业 (2.80 亿元)、浙江海芯微半导体科技有限公司 (2.73 亿元)、天通高新集团有限公司 (2.11 亿元) 等公司的股权投资构成, 2021 年实现投资收益 8835.24 万元。

截至 2021 年底, 公司投资性房地产较上年底增加 50.60 亿元, 主要系公司将原计入“存货”科目的用于租赁的标准厂房资产重分类至“投资性房地产”科目并以公允价值模式进行后续计量。根据嘉兴求真房地产资产评估有限公司出具的资产评估报告 (求真资评 (2022) 字第 018 号), 上述标准厂房资产建筑面积 96.22 万平方米, 账面价值 34.13 亿元, 公允价值 51.48 亿元, 评估增值 17.35 亿元, 增值率为 50.83%。

截至 2021 年底, 公司受限资产账面价值为 2.12 亿元, 受限比例为 0.58%。其中, 土地使用权和房产分别为 1.58 亿元和 0.43 亿元, 均用于借款抵押; 货币资金 0.11 亿元, 为银行承兑汇

票保证金和土地复垦基金。

### 3. 负债及所有者权益

跟踪期内, 受标准厂房资产评估增值影响, 公司所有者权益有所增长, 以资本公积为主, 稳定性尚可; 有息债务快速增长, 以长期债务为主, 债务负担较重。

#### 所有者权益

截至 2021 年底, 公司所有者权益较上年底增长 17.97%, 主要系新增其他综合收益所致, 所有者权益稳定性尚可。

截至 2021 年底, 公司实收资本和资本公积较上年底保持稳定。公司资本公积主要由股东注入货币资金 (占 29.44%)、股权资产 (占 26.65%)、债务置换 (占 23.03%) 和土地资产 (占 11.57%) 形成。同期末, 公司新增其他综合收益 13.01 亿元, 系标准厂房资产评估增值所致; 未分配利润较上年底增长 13.57%; 少数股东权益较上年底增长 43.79%, 主要系公司新增非全资控股子公司以及少数股东对子公司追加投资所致。

表 11 公司所有者权益构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.66	3.41	3.66	2.89
资本公积	76.22	71.08	76.22	60.25
其他综合收益	0.00	0.00	13.01	10.29
未分配利润	18.30	17.06	20.78	16.42
少数股东权益	8.44	7.87	12.13	9.59
<b>所有者权益</b>	<b>107.23</b>	<b>100.00</b>	<b>126.50</b>	<b>100.00</b>

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

#### 负债

截至 2021 年底, 公司负债总额较上年底增长 63.98%, 以非流动负债为主。

表 12 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>36.12</b>	<b>25.07</b>	<b>45.95</b>	<b>19.45</b>
短期借款	7.80	5.41	14.19	6.01

其他应付款 (合计)	15.99	11.10	17.38	7.36
一年内到期的非流 动负债	11.16	7.75	12.16	5.15
<b>非流动负债</b>	<b>107.94</b>	<b>74.93</b>	<b>190.27</b>	<b>80.55</b>
长期借款	74.30	51.58	96.58	40.88
应付债券	26.73	18.55	79.47	33.64
长期应付款 (合计)	6.85	4.76	9.82	4.16
<b>负债总额</b>	<b>144.06</b>	<b>100.00</b>	<b>236.22</b>	<b>100.00</b>

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司短期借款较上年底增长 81.92%，由保证借款（13.69 亿元）和抵押借款（0.50 亿元）构成，年利率区间为 4.50%~5.70%。

截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）较上年底增长 8.67%，主要系新增应付利息所致。公司其他应付款（合计）由应付利息（1.67 亿元）和其他应付款（15.71 亿元）构成。公司其他应付款主要由应付海宁资产（占 30.88%）、海宁宁鑫建设开发有限公司（占 24.66%）、海泰建设有限公司（占 12.73%）等单位的往来款构成。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 8.98%。其中，一年内到期的长期借款 6.73 亿元、一年内到期的应付债券 2.80 亿元、一年内到期的长期应付款 2.63 亿元。

截至 2021 年底，公司长期借款较上年底增长 29.97%，由保证借款（占 86.07%，含一年内到期部分）和保证+抵押借款（占 13.93%，含一年内到期部分）构成，年利率区间为 4.50%~6.30%。

截至 2021 年底，公司应付债券较上年底增加 52.74 亿元，主要系公司及子公司钱塘江公司当期发行“21 海宁新区债 01”“21 海宁新区债 02”等债券所致。截至 2022 年 4 月底，公司存续债券情况详见下表。

表 13 截至 2022 年 4 月底公司存续债券概况

(单位：年、%、亿元)

债券简称	起息日	期限	利率	债券余额
18 海宁新区债 01/PR 尖山 01	2018/09/10	7	6.98	7.00
18 海宁新区债	2018/11/16	7	6.15	7.00

02/PR 尖山 02				
20 海尖 01	2020/04/24	3+2	4.00	15.00
21 海宁新区债 01/21 尖山 01	2021/04/25	5+2	4.80	10.00
21 海宁新区债 02/21 尖山 02	2021/09/06	5+2	4.43	8.50
21 钱塘 01	2021/02/09	3+2	4.40	10.00
21 钱塘 02	2021/04/30	3+2	4.28	5.00
21 钱塘 03	2021/11/03	3+2	4.18	8.50
钱塘江公司 1.95%N20241223	2021/12/23	3	1.95	6.62
钱塘江公司 2.1%N20250121	2022/01/21	3	2.10	5.29
<b>合计</b>				<b>82.91</b>

注：钱塘江公司 1.95%N20241223 发行规模为 1.00 亿美元，按 2022 年 4 月 29 日美元兑人民币汇率收盘价 6.6177 计算，折合人民币 6.62 亿元；钱塘江公司 2.1%N20250121 发行规模为 0.80 亿美元，按 2022 年 4 月 29 日美元兑人民币汇率收盘价 6.6177 计算，折合人民币 5.29 亿元

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2021 年底，公司长期应付款（合计）较上年底增长 43.35%，主要系政府拨付的专项资金以及非标类融资产品增加所致。其中，专项应付款 3.52 亿元，为政府拨付的各类专项资金和补助资金；非标类融资产品 6.30 亿元，年利率区间为 3.00%~5.65%，本报告将其纳入长期债务计算。

有息债务方面，截至 2021 年底，随着项目的持续投入，公司全部债务较上年底增长 67.76%。其中，短期债务占 13.09%，长期债务占 86.91%。从债务指标上看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 7.80 个百分点、8.55 个百分点和 9.40 个百分点。公司债务负担较重。

表 14 公司债务情况 (单位：亿元、%)

项目	2020 年底	2021 年底
短期债务	19.36	27.47
长期债务	105.71	182.34
全部债务	125.07	209.82
资产负债率	57.33	65.12
全部债务资本化比率	53.84	62.39
长期债务资本化比率	49.64	59.04

注：长期应付款中有息部分已纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

以 2021 年底存量债务为基础，2022—2024 年公司分别需偿付的有息债务规模为 27.47 亿

元、17.20 亿元和 17.20 亿元，集中偿付压力一般。

#### 4. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入有所增长，利润总额对政府补贴依赖大。**

2021 年，公司营业收入同比增长 14.10%，营业成本同比增长 13.14%，增幅略低于营业收入；营业利润率小幅上升。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年
营业收入	8.55	9.75
费用总额	0.91	1.52
其他收益	2.69	2.63
投资收益	0.18	0.88
利润总额	2.66	2.97
营业利润率	8.21	8.38
总资本收益率	1.29	1.04
净资产收益率	2.47	2.33

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以管理费用（1.11 亿元）和财务费用（0.41 亿元）为主，受利息支出增长影响，2021 年同比增长 67.59%。同期，公司期间费用占营业收入的 15.61%。

非经常性损益方面，2021 年，公司其他收益同比变化不大，均为政府补助收入；公司投资收益同比增加 0.70 亿元，主要为其他权益工具投资产生的收益。同期，公司利润总额同比增长 11.85%。2021 年，政府补助相当于当期利润总额的 88.43%，利润总额对政府补贴依赖大。

从盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 0.25 个百分点和 0.14 个百分点。

#### 5. 现金流分析

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

经营活动方面，2021 年，公司经营活动现金流入量同比增长 93.13%，主要为各业务板块

回款、财政补贴收入和往来款流入。同期，公司经营活动现金流出量同比增长 13.94%，主要为支付代建项目投资成本及往来款流出。2021 年，公司经营活动现金净流出规模有所收窄。2021 年，公司现金收入比同比提升 65.63 个百分点，收入实现质量好。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	18.70	36.11
经营活动现金流出小计	51.77	58.99
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-33.08</b>	<b>-22.88</b>
投资活动现金流入小计	1.22	4.07
投资活动现金流出小计	6.10	44.49
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-4.88</b>	<b>-40.42</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-37.96</b>	<b>-63.30</b>
筹资活动现金流入小计	69.84	114.34
筹资活动现金流出小计	25.69	33.46
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>44.15</b>	<b>80.87</b>
现金收入比	64.40	130.03

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2021 年，公司投资活动现金流入量同比增加 2.85 亿元，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减资款为主）；投资活动现金流出量同比增加 38.39 亿元，主要为产业园区项目建设和股权投资支付的现金。2021 年，公司投资活动现金净流出规模显著扩大。

筹资活动方面，2021 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 63.71%，主要渠道为银行借款和发行债券。同期，公司筹资活动现金流出量同比增长 30.24%，主要用于偿还债务本息。2021 年，公司筹资活动现金净流入规模明显扩大。

#### 6. 偿债能力

**跟踪期内，公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标弱，间接融资渠道较为畅通，对外担保规模较大。**

短期偿债能力方面，截至 2021 年底，公司流动比率较上年底下降 28.95 个百分点，速动比率较上年底提升 31.66 个百分点；公司现金短期债务比为 1.15 倍，现金类资产对短期债务保障

能力较强。

表 17 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2020 年	2021 年
<b>短期偿债能力指标</b>		
流动比率	644.04	615.09
速动比率	133.81	165.47
现金短期债务比	0.72	1.15
<b>长期偿债能力指标</b>		
EBITDA 利息倍数	0.44	0.51
全部债务/EBITDA	39.72	57.76

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

长期偿债能力方面，2021 年，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数同比有所上升，公司长期偿债能力指标弱。

截至 2021 年底，公司共获得银行授信 170.84 亿元，未使用额度为 45.73 亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至 2021 年底，公司对外担保余额 51.16 亿元，担保比率为 40.44%，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。

表 18 截至 2021 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	担保余额	到期日
海宁起潮投资开发有限公司	3700.00	2022/01/23
	7400.00	2022/01/24
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	9000.00	2024/02/14
	31000.00	2022/12/31
	10000.00	2022/12/29
海宁市临杭新区发展投资有限公司	9000.00	2023/04/15
	6950.00	2023/01/10
海宁市袁溪实业有限公司	11000.00	2023/04/20
	5000.00	2022/12/12
	9500.00	2024/09/14
	18000.00	2023/10/14
海宁市盐官新市镇开发有限公司	5900.00	2024/02/05
	18000.00	2026/01/07
	22500.00	2025/01/06
	30000.00	2030/12/31
	550.00	2036/05/07

浙江海宁经编产业园区开发有限公司	10000.00	2022/09/26
仰山实业集团有限公司	10000.00	2022/12/21
	19338.00	2022/01/27
	15000.00	2022/04/28
海宁光耀热电有限公司	26600.00	2030/12/25
	4500.00	2025/09/10
海宁经编总部商务区投资开发有限公司	6000.00	2022/11/01
海宁市袁花新市镇投资开发有限公司	20000.00	2022/12/20
海宁市洛溪实业发展有限公司	4150.00	2035/12/21
海宁市桑梓投资开发有限公司	10000.00	2022/03/01
浙江钱江湾区投资开发有限公司	31300.00	2023/12/22
海宁市时代农业发展有限公司	9000.00	2024/11/08
海宁市丁桥新市镇建设有限公司	3000.00	2024/11/08
海宁市盐仓综合开发有限公司	18000.00	2022/05/07
海宁市钱塘新农村开发有限公司	20000.00	2022/06/10
海宁仰山开发建设有限公司	20000.00	2025/03/19
浙江钱江湾区投资开发有限公司	20000.00	2022/07/12
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	29000.00	2026/03/02
浙江海宁鹃湖科技城开发投资有限责任公司	36323.62	2036/11/22
海宁市海昌东郊市场管理有限公司	1890.00	2024/12/31
<b>合计</b>	<b>511601.62</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

## 7. 母公司财务分析

母公司主要负责尖山新区的受托代建业务，资产以存货和其他应收款为主，所有者权益稳定性好，债务负担适中。

截至 2021 年底，母公司资产总额 149.03 亿元，较上年底增长 21.47%，主要系存货和其他应收款增长所致。其中，流动资产 117.72 亿元，非流动资产 31.31 亿元。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 74.01 亿元，较上年底变化不大。其中，实收资本占 4.95%、资本公积占 84.35%，所有者权益稳定性好。

截至 2021 年底，母公司负债总额 75.02 亿元，较上年底增长 51.56%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2021 年底，母公司全部债务 66.97 亿元。其中，短期债务占 17.75%、长期债务占 82.25%；母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 50.34%和 47.51%，母公司债务负担适中；母公司现金短期债务比为

0.90 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。

2021 年，母公司营业收入 2.64 亿元，利润总额 0.82 亿元；经营活动现金流净额为-18.87 亿元，投资活动现金流净额为-0.40 亿元，筹资活动现金流净额为 25.45 亿元。

## 十、外部支持

跟踪期内，公司在政府补贴方面获得海宁市政府部门的持续支持。2021 年，公司收到政府补助 2.63 亿元，计入“其他收益”科目。

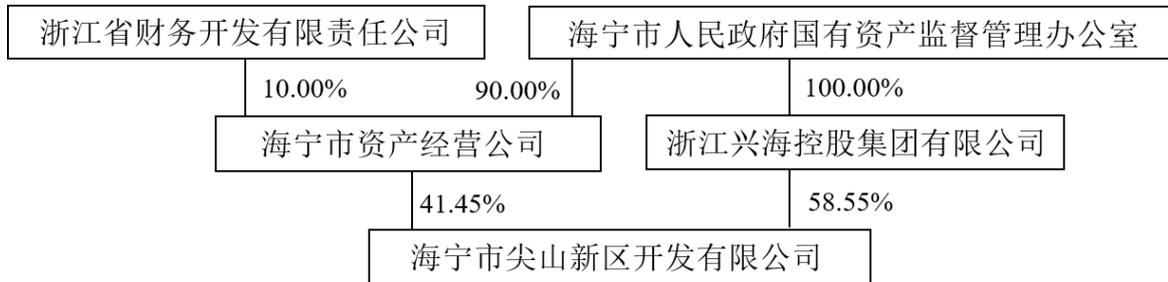
## 十一、债券偿还能力分析

“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。

## 十二、结论

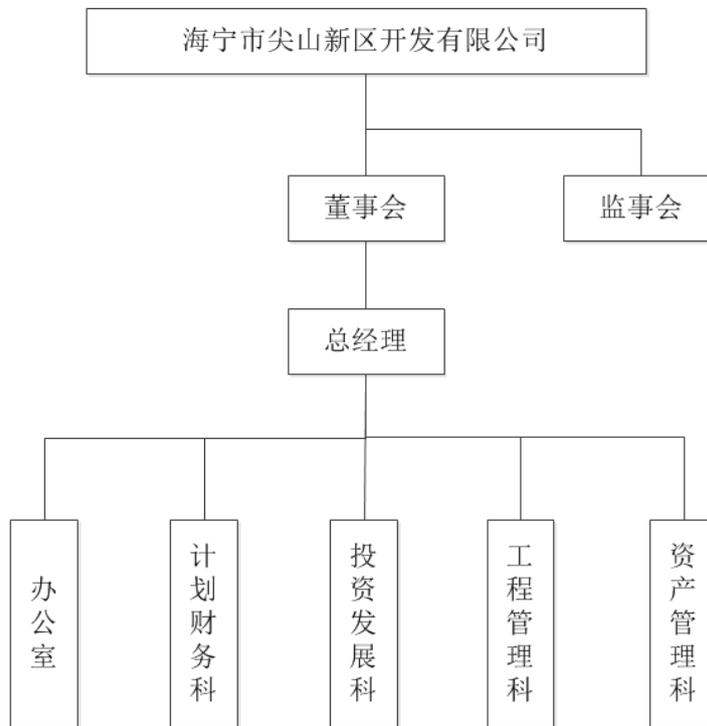
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“18海宁新区债01/PR尖山01”“18海宁新区债02/PR尖山02”“21海宁新区债01/21尖山01”和“21海宁新区债02/21尖山02”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至跟踪评级日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	注册资本	持股比例 (%)	业务性质
1	浙江钱塘江投资开发有限公司	82500.00	100.00	投资开发、房地产开发
2	海宁市尖山新区物业管理有限公司	58.00	100.00	物业管理、房屋租赁
3	海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司	9000.00	100.00	房地产开发、市政工程建设、社区物业管理
4	海宁市铁北新城有机更新有限公司	25000.00	100.00	城镇有机更新, 投资开发
5	海宁经开产业园区开发建设有限公司	20000.00	100.00	标准厂房的开发建设、经营管理, 房地产开发
6	海宁市城北水环境治理有限公司	10000.00	100.00	水污染治理, 投资开发, 基础设施工程建设
7	海宁市泛半导体产业投资有限公司	250000.00	80.00	实业投资, 投资管理, 股权投资, 投资咨询
8	海宁市嘉勤投资有限公司	5000.00	70.00	股权投资, 实业投资, 投资管理, 投资咨询
9	海宁市合创开发建设有限公司	15000.00	100.00	标准厂房的开发建设、经营管理
10	海宁市众创产业开发建设股份有限公司	18000.00	52.42	标准厂房的开发建设、经营管理
11	海宁市现代农业发展有限公司	30000.00	55.00	农业项目的开发、建设、投资、经营及管理
12	海宁市湾区新城投资开发有限公司	20000.00	70.00	标准厂房的开发建设, 房地产开发, 物业服务
13	海宁智慧港科技产业园开发有限公司	21000.00	52.38	标准厂房的开发建设, 房地产开发, 物业服务, 工程施工
14	海宁市海昌新市镇建设有限公司	12800.00	100.00	城乡基础设施投资、开发与建设, 土地整理, 房地产开发
15	海宁市铭德殡仪服务有限公司	50.00	100.00	殡葬服务, 房屋和殡葬设备租赁
16	海宁市笏山生态陵园有限公司	50.00	100.00	骨灰下葬, 公墓建设、销售、管理, 墓碑刻字业务
17	海宁经开产业服务有限公司	1000.00	100.00	物业管理、商务咨询、人力资源管理、企业管理咨询
18	海宁航空产业园开发建设有限公司	20000.00	60.00	工程建设、建设工程设计、建设工程勘察、房地产开发经营
19	海宁经开融诚供应链有限公司	5000.00	45.00	供应链管理服务、半导体器件专用设备销售、针纺织品
20	海宁国科经开企业服务有限公司	1000.00	35.00	企业管理咨询、商务信息咨询、企业形象策划
21	浙江鸿翔半导体科技有限公司	5000.00	100.00	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流
22	海宁国芯科技有限公司	10000.00	52.38	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流
23	众创(香港)科技有限公司	100.00 万港元	100.00	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流
24	海宁乐派芯园科技有限公司	20000.00 万美元	100.00	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流
25	海宁市长水农旅投资开发有限公司	4500.00	55.00	农业、养殖
26	海宁市东都农业发展有限公司	4500.00	55.00	农业、养殖
27	海宁市海农数智养殖有限公司	5000.00	77.05	农业、养殖

注: 若无特殊说明, 注册资本的单位均为万元人民币

资料来源: 公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	7.78	13.97	31.67
资产总额 (亿元)	191.33	251.29	362.72
所有者权益 (亿元)	99.80	107.23	126.50
短期债务 (亿元)	10.99	19.36	27.47
长期债务 (亿元)	66.52	105.71	182.34
全部债务 (亿元)	77.52	125.07	209.82
营业收入 (亿元)	8.00	8.55	9.75
利润总额 (亿元)	2.44	2.66	2.97
EBITDA (亿元)	3.05	3.15	3.63
经营性净现金流 (亿元)	-17.98	-33.08	-22.88
<b>财务指标</b>			
现金收入比 (%)	101.24	64.40	130.03
营业利润率 (%)	7.91	8.21	8.38
总资本收益率 (%)	1.62	1.29	1.04
净资产收益率 (%)	2.44	2.47	2.33
长期债务资本化比率 (%)	40.00	49.64	59.04
全部债务资本化比率 (%)	43.72	53.84	62.39
资产负债率 (%)	47.84	57.33	65.12
流动比率 (%)	615.47	644.04	615.09
速动比率 (%)	98.98	133.81	165.47
经营现金流动负债比 (%)	-75.51	-91.58	-49.80
现金短期债务比 (倍)	0.71	0.72	1.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.73	0.44	0.51
全部债务/EBITDA (倍)	25.42	39.72	57.76

注：公司长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	2.29	4.51	10.69
资产总额 (亿元)	102.80	122.69	149.03
所有者权益 (亿元)	72.27	73.19	74.01
短期债务 (亿元)	5.10	8.10	11.89
长期债务 (亿元)	19.19	32.97	55.08
全部债务 (亿元)	24.29	41.07	66.97
营业收入 (亿元)	2.28	2.55	2.64
利润总额 (亿元)	0.81	0.94	0.82
EBITDA (亿元)	0.92	1.15	0.86
经营性净现金流 (亿元)	3.86	-11.04	-18.87
<b>财务指标</b>			
现金收入比 (%)	105.35	109.54	98.56
营业利润率 (%)	9.20	11.44	13.64
总资本收益率 (%)	0.84	0.80	0.59
净资产收益率 (%)	1.12	1.26	1.10
长期债务资本化比率 (%)	20.98	31.06	42.67
全部债务资本化比率 (%)	25.15	35.95	47.51
资产负债率 (%)	29.70	40.35	50.34
流动比率 (%)	521.32	602.00	631.37
速动比率 (%)	203.49	222.48	276.22
经营现金流动负债比 (%)	37.89	-72.95	-101.19
现金短期债务比 (倍)	0.45	0.56	0.90
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.48	0.63	0.37
全部债务/EBITDA (倍)	26.40	35.78	77.71

注：公司本部长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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