

海宁市资产经营公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：米玉元 yymi@ccxi.com.cn

项目组成员：王军杰 jjwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 06 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2071号

海宁市资产经营公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“PR 海资 01”、“19 海宁 01”、“22 海宁 01”、“18 海宁资产 MTN002”、“19 海宁资产 MTN001”、“19 海宁资产 MTN002”、“20 海宁资产 MTN001”和“20 海宁资产 MTN002”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“PR 海资 01”、“19 海资 01”、“22 海资 01”、“18 海宁资产 MTN002”、“19 海宁资产 MTN001”、“19 海宁资产 MTN002”、“20 海宁资产 MTN001”和“20 海宁资产 MTN002”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了海宁市经济实力不断增强、优质的经营资产及多元化的业务结构等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模较大、对外担保余额较高及对下属子公司的管控能力面临考验等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

海宁资产（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	932.76	1,032.25	1,154.35
所有者权益合计（亿元）	453.62	502.82	534.46
总债务（亿元）	344.82	370.44	442.43
营业总收入（亿元）	70.72	88.46	123.73
净利润（亿元）	5.14	3.84	7.96
EBITDA（亿元）	27.35	26.17	31.69
经营活动净现金流（亿元）	43.91	20.29	24.16
资产负债率(%)	51.37	51.29	53.70
海宁资产（母公司口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	267.82	261.92	262.88
所有者权益合计（亿元）	106.83	111.03	104.96
总债务（亿元）	144.23	127.54	140.58
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	-0.29	0.27	1.49
EBITDA（亿元）	-	-	-
经营活动净现金流（亿元）	4.32	8.95	11.71
资产负债率(%)	60.11	57.61	60.07

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理；2、将其他应付款及其他流动负债中有息债务纳入短期债务并计算相关指标；将长期应付款及其他权益工具中有息债务纳入长期债务并计算相关指标。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY 2019 02)

海宁市资产经营公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	31.29	10
	总资产收益率(%)*	1.88	5
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	45.29	8
	总债务/EBITDA(X)*	13.58	5
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	1.45	5
	(CFO-股利)/总债务(%)*	3.08	6
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	123.73	8
	业务多样性	10	10
运营实力 (20%)	资源禀赋	8	8
	资源控制力	8	8
打分结果			aa ⁻
BCA			aa ⁻
支持评级调整			2
评级模型级别			AA ⁺

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa⁻)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **海宁市区域经济不断增强。**2021 年，海宁市全年实现地区生产总值 1,196.30 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.0%，区域经济实力不断增强，为公司提供了较好的发展环境。

■ **优质的经营资产。**公司下属两家上市子公司海宁中国皮革城股份有限公司和浙江钱江生物化学股份有限公司，是行业内市场化程度较高的实业经营企业，同时作为公司收入来源的主要构成，为公司债务偿还提供了较强的保障。

■ **多元化的业务结构。**作为一家投资控股型企业，公司业务涉及皮革城开发经营、生物制品、基础设施及安置房建设、房地产开发、土地开发和水务等多个领域，多元化的行业布局能较好的规避单一行业周期性波动的风险。

关注

■ **债务规模较大。**公司近年来建设投资力度较大，债务规模保持较高水平且逐年递增，截至 2021 年末，公司总债务进一步增至 442.43 亿元，较大的债务规模将对公司造成一定偿债压力。

■ **对外担保余额较高。**截至 2021 年末，海宁资产对外担保余额为 247.84 亿元，占海宁资产同期净资产的 46.37%，尽管被担保企业绝大部分为海宁市地方性国企，出现违约的风险较小，但由于公司对外担保额度占净资产比例偏高，仍面临一定的代偿风险。

■ **对下属子公司的管控能力面临考验。**公司业务范围较广，行业跨度比较大，日常经营管理存在一定难度，面临一定考验。

评级展望

中诚信国际认为，海宁市资产经营公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**海宁市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提高。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；盈利能力持续减弱；偿债能力弱化，发生重大资产划转等。

评级历史关键信息

海宁市资产经营公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	20 海宁资产 MTN002 (AA+) 20 海宁资产 MTN001 (AA+) 19 海宁资产 MTN002 (AA+) 19 海宁资产 MTN001 (AA+) 18 海宁资产 MTN002 (AA+)	2021/6/23	米玉元、杨成	中诚信国际通用评级方法 TY 2019 02	阅读全文
AA+/稳定	20 海宁资产 MTN002 (AA+)	2020/11/25	钟晓南、杨成、吴江珊	中诚信国际通用评级方法 TY 2019 02	阅读全文
AA+/稳定	20 海宁资产 MTN001 (AA+)	2020/3/4	赵珊迪、杨羽明、李傲颜	中诚信国际通用评级方法 TY 2019 02	阅读全文
AA+/稳定	19 海宁资产 MTN002 (AA+)	2019/8/12	赵珊迪、李傲颜、杨羽明	中诚信国际通用评级方法 TY 2019 02	阅读全文
AA+/稳定	19 海宁资产 MTN001 (AA+)	2019/6/13	余茜、李傲颜、黄菲	中诚信国际信用评级有限责 任公司评级方法（通用） CCXI TY 2016 01	阅读全文
AA+/稳定	18 海宁资产 MTN002 (AA+)	2018/9/17	赵珊迪、李傲颜	中诚信国际信用评级有限责 任公司评级方法（通用） CCXI TY 2016 01	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2021 年同区域企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
海宁市资产经营公司	1,154.35	534.46	53.70	123.73	7.96	24.16
海宁市城市发展投资集团有限公司	415.41	203.50	51.01	66.27	2.55	-6.62

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
PR 海资 01 (曾用名： 16 海资 01)	AA+	AA+	2021/6/23	10.00	10.00	2016/8/16~2023/8/16	设置本金提前偿付条款,在 债券存续期间的第 5,6,7 个 计息年度末分别按发行规 模 30%,30%,40%的比例偿 还债券本金.
19 海宁 01	AA+	AA+	2021/6/23	10.00	10.00	2019/6/24~2024/6/25	调整票面利率
18 海宁资产 MTN002	AA+	AA+	2021/6/23	5.00	5.00	2018/10/30~2023/11/1	--
19 海宁资产 MTN001	AA+	AA+	2021/6/23	8.90	8.90	2019/6/18~2024/6/19	--
19 海宁资产 MTN002	AA+	AA+	2021/6/23	8.10	8.10	2019/8/14~2024/8/16	--
20 海宁资产 MTN001	AA+	AA+	2021/6/23	10.00	10.00	2020/6/15~2025/6/15	--
20 海宁资产 MTN002	AA+	AA+	2021/6/23	5.00	5.00	2020/12/3~2025/12/3	--
22 海宁 01	AA+	AA+	2022/3/15	10.00	10.00	2022/3/25~2025/3/25	--

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

2016年8月16日，公司发行“PR海资01”（曾用名：16海资01），期限7年，募集资金总额10亿元。2019年6月24日，公司发行“19海宁01”，期限5年，募集资金总额10亿元。截至2021年末，上述债项的募集资金使用与募集说明书承诺的用途及使用计划一致，且已全部使用完毕。

2022年3月25日，公司发行“22海宁01”，期限3年，募集资金总额10亿元。截至2022年5月末，该债项的募集资金使用与募集说明书承诺的用途及使用计划一致，剩余资金600万元。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所

回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，

以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

海宁市区域经济和财政实力不断增强，税收收入对财政贡献较大，收入稳定性较好，且财政自给能力相对较强，为公司的业务发展提供了良好的外部环境

海宁市地处长江三角洲南翼、浙江省北部，东距上海100公里，西接杭州，南濒钱塘江，属嘉兴市下属县市，是全国百强县。海宁市总面积863平方公里，现辖8个镇、4个街道、3个省级经济开发区。海宁市交通便利，客货运输通畅。海运方面上海港、宁波港环抱周围；航空方面距上海浦东机场车程1.5小时、虹桥机场车程1小时，杭州萧山机场车程40分钟；公路有沪杭甬高速、杭浦高速、杭州绕城高速、嘉绍高速（在建）、320国道越境而过，01省道横贯全境；市内河港交错，连接京杭大运河。截至2021年末，海宁市户籍总人口71.41万人。

2021年海宁市全年实现地区生产总值1,196.30亿元，按可比价格计算增长7.0%，在嘉兴市仍处于前列。其中，第一产业实现增加值19.42亿元，下降0.8%；第二产业实现增加值692.03亿元，增长

8.1%；第三产业实现增加值484.85亿元，增长6.0%，三次产业结构比为1.6：57.8：40.5。按户籍人口计算的全市人均生产总值为168,243元，同比增长6.2%。

固定资产投资方面，2021年，海宁市全年完成固定资产投资527.24亿元，比上年增长2.2%。其中，非国有投资增长4.7%，占74.0%；工业投资增长9.8%，服务业投资下降1.5%。社会事业投资增长42.9%，制造业投资增长10.5%，民间投资增长8.4%，高新技术产业投资下降3.3%。

海宁市工业基础良好，区域特色经济维持明显优势，皮革、家纺、经编、太阳能利用、化工（医药）等区域特色产业加速扩张和提升。2021年，海宁市实现规模以上工业增加值444.79亿元，比上年增长9.2%。

随着经济实力的增强，2021年海宁市财政实力进一步提升。财政收入方面，2021年海宁市全市实现一般公共预算收入114.40亿元，同比增长13.3%，其中税收收入107.34亿元，占比93.83%。同期，全市一般公共预算支出111.40亿元，同比增长5.9%，其中民生支出84.97亿元，占一般公共预算支出的76.3%。2021年，全市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为102.69%，同比提高6.77个百分点。

2021年全市政府性基金收入188.41亿元，同比增长11.0%，主要系国有土地使用权出让收入增长所致。同期政府性基金支出202.17亿元，同比增长14.3%。

表1：2019-2021年海宁市财政收支情况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	97.02	100.93	114.40
其中：税收收入	91.39	94.54	107.34
政府性基金预算收入	178.92	169.69	188.41
一般公共预算支出	111.42	105.22	111.40
政府性基金预算支出	176.23	176.94	202.17
财政平衡率	87.08	95.92	102.69

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，公司股权结构及治理架构保持稳定，合

并范围内一级子公司数量无变化

跟踪期内，公司股权结构保持稳定。截至 2021 年末，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元，控股股东及实际控制人为海宁市财政局（海宁市人民政府国有资产监督管理委员会办公室）。

2021 年公司董事、监事、总经理人员有所调整，但以董事会、监事会和经营管理层为主的治理架构保持稳定，下设职能部门未有调整。2021 年末公司纳入合并范围的一级子公司共计 15 家。

跟踪期内，公司的职能定位不变，整体收入稳步增长，其中物业租赁及管理业务受疫情影响收入较稳定，房屋销售随着完工房地产项目的销售大幅增长，商品销售随着海宁城投和海宁交投下属子公司的销售业务拓展增长较快

公司系海宁市国资委下属最大的平台，合并范围内包含了海宁市重要的基础设施投融资主体，海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“海宁城投”）、海宁市交通投资集团有限公司（以下简称“海宁交投”）和海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“海宁水务”）等，并且已构建起以皮革城开发经营、生物制品生产与销售、基础设施及安置房建设、房地产开发、土地开发、供水及污水处理等业务为主，商品贸易、旅游、燃气、金融等业务为辅的多元化业务格局。跟踪期内，公司的职能定位未发生变化。2021 年，海宁资产实现营业收入 123.56 亿元，同比增长 39.81%。其中，海宁资产营业收入中，物业租赁及管理、房屋销售和商品销售收入是最主要的构成部分，其中，2021 年物业租赁及管理收入较上年基本稳定，房屋销售随着完工项目的销售增长较多，商品销售随着海宁城投和海宁交投下属子公司的销售业务拓展快速增长。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
物业租赁及管理	11.51	10.11	10.70
房屋销售	15.93	13.38	22.60
商品销售	19.19	35.12	54.84
生物制品业	2.17	2.95	3.40
土地整理	3.81	5.02	6.64
水务收入	6.38	6.23	7.74

其中：水费收入	2.64	2.47	3.76
污水处理	3.74	3.76	3.98
其他	10.22	13.83	15.99
主营业务收入	69.22	86.64	121.91
其他收入	1.41	1.74	1.65
营业收入	70.63	88.38	123.56
占比	2019	2020	2021
物业租赁及管理	16.30	11.44	8.66
房屋销售	22.56	15.14	18.29
商品销售	27.18	39.74	44.38
生物制品业	3.07	3.34	2.75
土地整理	5.40	5.68	5.37
水务收入	9.03	7.05	6.26
其中：水费收入	3.74	2.79	3.04
污水处理	5.29	4.26	3.22
其他	14.47	15.64	12.94
主营业务收入	98.00	98.03	98.66
其他收入	2.00	1.97	1.34
营业收入	100.00	100.00	100.00

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

2021 年，随着时尚创业园内工业化厂房销售进入尾声，公司商铺销售面积大幅下降，销售价格上涨，整体商铺销售收入同比下降；皮革城板块商铺租赁经营稳定；目前有配套项目仍在投资建设中，预计未来建成投产后将带来新增收益

海宁资产的皮革城开发经营板块由子公司海宁皮城负责。海宁皮城系中小板上市公司，股票代码 002344，截至 2021 年末，海宁资产直接持有海宁皮城 34.65% 的股份。海宁皮城主要从事皮革专业市场的经营，通过采取租售结合的经营模式，先建立或改造已有的专业市场经营场所；其次将经营场所进行部分招租、部分销售；最后将成熟业态的经营模式复制到其他地区，进行业务扩张，目前已经在浙江海宁、辽宁佟二堡、江苏沭阳、河南新乡、四川成都等地建立了自己的物业基地。作为传统线下市场，目前海宁皮城以商铺的出租和出售为其主要收入来源，亦经营商品销售等业务。

物业租赁及管理收入方面，2021 年，海宁资产实现物业租赁及管理收入 10.70 亿元，较上年基本稳定。

海宁皮城商铺实行以出租为主、出售为辅的经营策略。出租模式上，海宁皮城一般采用定价定向方式或招投标方式确定租赁价格。定价定向方式是

指海宁皮城根据实际成交价格、市场人气、市场运营情况、商品市场行情等综合因素制定不同的租赁价格，并对参与商户进行综合评定，在合格商户中以抽签方式决定租赁商户；招投标方式是指在海宁皮城确立的最低中标价基础上，通过逐一投标产生最高竞标价。

租金协议方面，海宁皮城与承租人（商户）签订租赁合同和经营管理协议，明确规定租赁期限、租赁金额和经营用途等。租赁期限以1年为主，海宁皮城在每年3~7月预收下一年度租金，租金在租赁期限开始前一次性付清。

除正常租金外，部分商铺租赁收入中尚包含较大规模的承租权费，承租权费包含于租金价格中随租金一并支付，承租人在承租权费持续期内对商铺拥有优先承租权。

出租面积方面，近年海宁皮城不断投资建设并拓展经营市场，2021年末可租商铺面积为162.96万平方米，整体稳定，出租率一直维持在较高水平。

表 3：近年海宁皮城商铺出租情况（万平方米）

项目	2019	2020	2021
可出租商铺面积	154.80	164.96	162.96
已出租商铺面积	154.80	145.29	148.22

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

除出租外，海宁皮城将部分商铺直接对外出售，从而加快皮革城投资回收速度，缩短投资回收期。受各年度皮革城建成情况及计划出售商铺规模不稳定性的影响，海宁皮城近年商铺销售规模呈现一定波动态势。

销售面积方面，由于皮革城往年销售的商铺为店铺，售价较高，2021年随着销售的时尚创业园内工业化厂房接近尾声，商铺销售均价有所提升，但受销售面积有所下降影响，整体销售收入较上年下滑。

表 4：近年海宁皮城商铺项目销售情况

项目	2019	2020	2021
销售合同金额（亿元）	2.75	4.54	3.28
销售面积（万平方米）	1.52	11.57	3.78
销售均价（万元/平方米）	1.81	0.39	0.87
结转收入（亿元）	2.75	4.54	3.28

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

目前，海宁皮城主要的在建项目为成都皮革城

二期健身中心项目及海宁皮革城时尚小镇皮都伊尚项目，总投资为14.30亿元，截至2021年末，项目已投资5.67亿元。

表 5：截至 2021 年末海宁皮城在建商铺情况（亿元）

项目	总投资	已投资	2022 年投资计划
成都皮革城二期健身中心项目	7.80	2.27	3.00
海宁皮革城时尚小镇皮都伊尚	6.50	2.53	3.00
合计	14.30	5.67	6.00

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

海宁皮城还以多种形式为全产业链提供各项配套服务，主要包括海宁皮城子公司海宁中国皮革城进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）提供的各类商品及技术的进出口业务，子公司海宁皮都锦江大酒店有限公司为皮革城客流提供的住宿、餐饮等酒店服务业务，以及子公司海宁皮革城担保有限公司对皮革城市场的经营商户提供的担保业务。

生物制品板块在生物农药、兽药的生产及销售方面具备一定的技术水平和品牌知名度，但生产经营情况或受需求端波动影响较大，未来发展具有一定不确定性

海宁资产生物制品板块主要由下属子公司钱江生化负责运营，钱江生化系主板上市公司，股票代码 600796，截至 2021 年末，海宁资产直接持有其 33.30% 的股份。钱江生化是国家重点高新技术企业，中国农药 100 强企业，国内规模最大的新型生物农药、兽药生产企业之一，主要产品包括生物农药、生物兽药、生物医药中间体、饲料添加剂等四大系列三十多个产品。其具体产品主要包括赤霉素（植物生长调节剂）、阿维菌素（农用杀虫剂）、井冈霉素（农用杀菌剂类产品）和硫酸粘杆菌素（兽药类产品）等。受成本较高且市场售价难以提升影响，2018 年以来公司主打产品硫酸粘杆菌素一直处于停产状态；2021 年，受益于植物生长调节剂销售增长，公司生物制品销售收入同比增长 15.35% 至 3.40 亿元。

生产方面，钱江生化主要采取根据订单进行生产的模式，其生产成本主要构成为淀粉、碎米等原材料成本及原煤等原料动力成本，其中煤炭成本占比较高，对总体成本影响较大。

产能利用率方面，近年来，受部分分厂关停及市场供需的影响，钱江生化部分产品的产能利用率一直偏低。

表 6: 近年钱江生化生产情况

类别	2019			2020			2021		
	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	0.54	54.00	1	0.65	65.00	1	0.39	39.00
阿维菌素 (吨)	30	6.45	21.50	30	9.42	31.40	30	13.77	45.90
赤霉素 (吨)	150	147.82	98.55	150	157.87	105.25	150	166.40	110.93
硫酸粘菌素 (吨)	500	-	-	500	-	-	500	-	-

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

销售方面，钱江生化建立了覆盖全国的市场营销和技术服务网络，利用自身产品和技术优势，在提高国内竞争力的基础上参与国际市场的竞争，在欧洲、亚洲、南美及东南亚地区都建立了较为稳定的销售渠道和合作伙伴关系。钱江生化于 1997 年取得自营进出口权，产品内外销售兼有，近三年产品内销占比均较高，2021 年内销占比为 80.12%。

公司作为海宁市城市规划控制区中 55 平方公里范围内唯一土地开发整理业务主体，业务具有垄断优势；公司整理后的土地出让计划和出让进度易受政策及土地一级市场行情变化影响或存在一定波动；公司在整理地块未来尚需投资额较大，面临一定的资本支出压力

海宁资产的土地整理业务由海宁城投下属子公司负责，主要从事土地一级开发（土地征收与储备、土地出让前期开发）和土地资本运作。随着土地市场情况的变化，公司土地整理收入有所波动。2021 年，海宁资产实现土地整理收入 6.64 亿元，同比增长 32.23%。

土地整理模式方面，海宁资产投入资金对土地进行前期整理开发，土地开发完成后，将土地交给收储中心收储并进行出让，待土地正式拍卖后，海

宁市土地收储中心将土地整理包干费用（即土地整理收入）支付给海宁资产，一般于土地出让后 3~6 个月内结清。

2021 年，受政府土地出让规划调整影响，公司土地整理面积有所减少；同时受区域拆迁成本及整理的难易程度不同，各区块的整理成本呈现较大差异，2021 年土地平均整理成本上涨较快，全年土地整理总支出同比增长 26.45%；2021 年土地出让面积进一步增长，带动全年土地整理收入的增长。

表 7: 近年海宁资产土地整理项目情况

项目	2019	2020	2021
土地整理面积 (亩)	94.00	500.00	390.40
平均整理成本 (万元/亩)	29.78	31.00	50.20
土地整理总支出 (亿元)	0.28	1.55	1.96
土地出让面积 (亩)	468.00	684.58	729.10

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

公司目前尚有较大规模的在整理土地，未来完成整理和出让后可形成较大规模的土地整理收入。截至 2021 年末，公司在整理土地项目总投资 89.07 亿元，已投资 62.41 亿元，尚需投资 26.66 亿元，未来面临一定的资本支出压力，已整理未出让面积为 4,667.92 亩，未来存在一定的收入确认空间。

表 8: 截至 2021 年末公司在整理的主要土地情况 (万元、亩)

地块	总投资	已投资	在整理面积	已整理未出让面积	入账价值
高丰村区块拆迁项目	47,448.59	46,564.26	702.00	491.00	46,564.26
长田村区块拆迁项目	124,562.20	124,562.20	1,265.00	652.57	124,562.20
伊桥村区块拆迁项目	78,393.32	29,441.73	550.00	346.08	29,441.73
双凤村区块拆迁项目	78,099.10	25,802.38	1,778.03	369.15	25,802.38

民和村区块拆迁项目	109,857.63	109,857.63	938.87	750.70	109,857.63
东长村区块拆迁项目	27,158.93	27,158.93	359.00	79.00	27,158.93
联和村区块拆迁项目	35,108.97	20,287.25	1,219.00	1,190.60	20,287.25
西环村区块拆迁项目	23,735.26	23,735.26	1,515.24	269.72	23,735.26
荷叶村区块拆迁项目	31,125.47	25,623.23	1,047.07	268.24	25,623.23
永丰村区块拆迁项目	23,711.16	23,659.75	929.72	113.85	23,659.75
硖南联和、军民、荷叶、双合区块	151,572.00	60,076.76	3,518.58	137.01	60,076.76
金龙、张店整治区块	159,906.75	107,283.28	5,439.41	-	107,283.28
合计	890,679.38	624,052.66	19,261.92	4,667.92	624,052.66

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

海宁资产是海宁市重要的基础设施建设投融资主体，且已完成多项基础设施建设项目，目前在建及拟建的项目规模较大，未来仍有一定的资本支出压力

海宁资产主要通过子公司海宁城投、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”）和海宁交投承担海宁市城市基础设施和交通基础设施等重大项目的投资、建设和运营任务。

业务模式方面，对于海宁城投承担的基础设施项目，资金来源包括政府资本金注入及公司垫付资金，对于公司垫付的资金，在项目完工转入固定资产后财政按固定资产全额折旧费用分 50 年返还给公司，对于政府划拨的资本金，尚未明确后续处理方式；此外，为平衡公司建设支出，政府会通过部分配套房产销售收入来弥补。对于社发集团承担的项目，主要采用代建模式，业主单位为各项目所属单位，资金主要由海宁市财政资金解决。对于海宁交投承担的海宁市交通类基础设施建设项目，以自建模式为

主，海宁市财政每年安排的交通建设专项资金不少于 1.20 亿元，且全市县道以上公路（含县道）全线及沿路两侧各 50.00 米范围内的广告发布、广告设置和建设均由海宁交投统一规划、开发、经营和管理，广告资源有偿使用费全额用于交通建设。

已建成项目方面，近年海宁资产主要完成了硖许公路、硖尖公路北段改建、沪杭客专海宁西站许村至长安连接线、湖盐线易地改建和桐九公路（海宁 01 省道至南斜桥段）工程等建设项目。

在建项目方面，截至 2021 年末，海宁资产主要在建基础设施投资项目概算总投资 91.23 亿元，已投资 62.22 亿元。同期公司拟建项目包括 525 国道（01 省道）海宁段整治工程、硖许公路（郭盐线至骑荆线）拓宽改造工程及海宁市马桥街道海新公路红旗至胜利路工程等，计划总投资 7.06 亿元，2022~2024 年分别计划投资 1.48 亿元、3.58 亿元和 2.00 亿元。

表 9：截至 2021 年末海宁资产主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	建设单位	总投资	已投资
碧云南延（江南大道-丰收路）	海宁城投	1.16	1.08
浙大国际校区北侧地块绿化二期工程	海宁城投	0.64	0.60
海纳郡（浙大）西侧道路	海宁城投	0.09	0.09
邵家岭山体修复及绿化提升项目	海宁城投	0.38	0.33
钱江路（农丰路至海宁大道）改造项目	海宁城投	0.44	0.44
长丰路东延（农丰路—麻泾港桥梁）	海宁城投	0.24	0.24
新建中心菜场西侧绿地	海宁城投	0.42	0.42
联民路（江南大道至袁硖港南）项目	海宁城投	0.52	0.23
许村布艺小镇艺创中心（北区）	社发集团	6.79	6.79
新建长安镇初级中学聆涛校区工程	社发集团	1.58	1.58
新建桃园幼儿园北湖园项目	社发集团	0.73	0.73
马桥小学改扩建二期工程	社发集团	0.59	0.59
异地新建袁花中心卫生院项目(一期)	社发集团	0.79	0.61
异地新建海宁市人民医院开发区分院	社发集团	1.49	1.33
新建海宁市人民医院技能培训中心项目	社发集团	0.95	0.95

新建盐仓派出所、盐仓交警中队项目	社发集团	0.29	0.29
新建杭海新区公委会、长安派出所、长安交警中队项目	社发集团	0.66	0.66
仰山小学扩建工程	社发集团	1.13	1.10
异地新建袁花人民法庭	社发集团	0.10	0.10
新建海宁市龙渡小学	社发集团	1.67	1.51
异地新建海宁市第二中学项目	社发集团	1.84	0.56
新建钱塘实验小学（暂定名）项目	社发集团	1.78	0.49
新建海宁市第五中学龙渡校区（暂定名）项目	社发集团	1.88	0.36
长安镇卫生院异地新建项目	社发集团	0.63	0.20
硖许公路（环西二路-观潮大道）	海宁交投	3.99	0.97
袁花武原公路	海宁交投	1.62	1.35
盐官度假区（翁金线至潮涌路）连接线工程	海宁交投	0.55	0.40
嘉绍高速公路袁花互通连接线改建项目	海宁交投	0.40	0.34
沪杭高速公路许村段改建工程	海宁交投	31.43	18.92
杭州至海宁城际铁路项目（前期）	海宁交投	12.65	12.65
杭州至海宁城际铁路项目-三改项目	海宁交投	0.46	0.25
杭州至海宁城际铁路项目-场站配套项目	海宁交投	7.53	2.75
硖许公路两侧绿化苗圃项目	海宁交投	2.15	1.70
G524 秀洲王店至海宁海昌段工程（海宁段）	海宁交投	1.77	0.53
S207 秀洲至仙居公路（海盐界至海宁尖山段）新建工程	海宁交投	1.89	1.08
合计	-	91.23	62.22

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

海宁资产作为海宁市安置房建设主体，近年处于持续建设阶段，安置房销售收入仍为海宁资产重要收入来源之一，同时，海宁资产在建项目未来仍需较大规模投资，仍存在一定的资本支出压力

海宁资产安置房建设业务主要由海宁城投负责，海宁城投是海宁市最主要的安置房建造主体，具体进行安置房建设项目的经营实体为海宁城投下属子公司海宁市旧城改造与开发投资有限公司（以下简称“旧改公司”）、海宁市城郊投资有限公司（以下简称“城郊公司”）。旧改公司主要负责海宁市区的旧城改造项目投资及房地产开发建设；城郊公司主要负责海宁城郊结合部的安置房开发建设任务。海宁资产安置房销售收入计入房屋销售收入，2021年为4.47亿元，同比减少11.23%。

对于海宁资产建设的安置房，市政府将根据公司运作情况选择合适的时间批准一定比例（30%左右）的房屋进入市场销售，销售收入用于城市基础设施建设等，其余部分用于安置被拆迁住户。由于安置被拆迁住户销售的部分售价较低，海宁资产安置房销售业务处于亏损状态，盈亏平衡主要依赖于政府补贴。2019~2021年，公司分别收到相关补贴3.70亿元、3.68亿元和2.36亿元。

随着以前年度开发安置房的陆续竣工，2021年公司安置房新开工面积大幅增长。在建安置房方面，截至2021年末，海宁资产主要安置房项目计划总投资为37.44亿元，已完成投资20.56亿元，剩余投资规模尚可。同期公司拟建安置房项目包括文星苑二期（尖嘴汇）、农丰十六组及联合里安置房项目，计划总投资36.87亿元。

表 10：近年海宁资产安置房建设销售情况（万平方米）

项目	2019	2020	2021
安置房新开工面积	15.17	-	34.22
安置房竣工面积	14.48	13.60	23.85
安置房销售面积	15.13	10.87	9.62

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2021 年末海宁资产主要在建安置房项目情况表（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期
伊桥二期南	2.75	2.27	2019-2022
硖南区块公寓房	21.31	11.02	2021-2024
文星苑一期（轻机厂项目）	13.38	7.27	2021-2024
合计	37.44	20.56	-

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至2021年末，海宁资产主要拟建安置房项目包括文星苑二期（尖嘴汇）、农丰十六组和联合里安置房项目，总投资合计为36.87亿元。

表 12: 截至 2021 年末公司拟建安置房情况 (万元)

项目名称	总投资	建设周期
文星苑二期 (尖嘴汇)	130,196.50	2021.12-2024.7
农丰十六组	145,363.16	2021.12-2024.12
联合里安置房项目	93,170.06	2021.12-2024.12
合计	368,729.72	-

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

得益于已完工商品房于 2021 年交房确认收入, 当期销售收入大幅增长; 此外, 含安置房市场化销售形成的收入规模有所减少, 安置房市场化销售的安

排或存在一定不确定性

海宁资产的房地产开发业务主要由海宁皮城、海宁城投、钱江生化和海宁交投负责, 近年开发并销售的项目有东方艺墅、华盛嘉苑、华府景苑、钱江大厦和荷园项目, 截至 2021 年末, 上述项目基本已经售罄。同时, 公司部分安置房选择按市场价销售, 收入计入房地产销售收入, 近年市场化销售安置房规模有所缩减, 收入逐年减少。2021 年, 海宁资产商品房销售收入为 12.22 亿元, 同比大幅增长 242.38%。

表 13: 近年海宁城投商品房销售情况

项目	2019	2020	2021
销售合同金额 (万元)	55,488.55	35,698.84	71,219.90
销售面积 (平方米)	38,815.88	31,930.53	46,600.00
销售均价 (元/平方米)	14,295.32	11,180.16	15,283.24
结转收入 (万元)	55,488.55	35,698.84	71,219.90

资料来源: 海宁资产提供, 中诚信国际整理

表 14: 近年海宁交投商品房销售情况

项目	2019	2020	2021
销售合同金额 (万元)	963.00	139,698.56	88,359.17
销售面积 (平方米)	544.86	76,116.01	51,070.21
销售均价 (元/平方米)	17,674.00	18,353.37	17,301.51
已收未结转金额 (万元)	963.00	140,661.56	178,014.04
结转收入 (万元)	0.00	0.00	51,006.69

资料来源: 海宁资产提供, 中诚信国际整理

未来项目建设方面, 截至 2021 年末, 海宁资产在建项目主要包括长安上盖物业虹运驿府项目、映运蝶府项目、工人路商业中心城市有机更新项目 (二期) 及水月云庐 (妇保院东侧区块), 计划总投资 38.33 亿元, 已投资 29.84 亿元。同期末, 海宁资产拟建项目有华运仕府, 计划总投资 9.90 亿元。

由于海宁资产安置房销售情况较好, 近年按照政策将部分安置房按照市场价格进行销售, 因此将该部分列入房地产开发收入统计, 使得统计的各项销售数据维持在较大规模。同时, 因安置房市场化销售的安排根据公司运作情况或有所调整, 公司未来安置房市场化销售收入或存在一定波动。

海宁资产水务业务较为稳定, 对整体收入有一定补充, 但其对盈利贡献相对较弱

海宁资产水务板块业务收入来自子公司海宁水务, 收入分为自来水销售和污水处理费收入两类。

供水方面, 业务运营主体为海宁市第二水厂有限公司和海宁市钱塘水务有限公司 (以下简称“钱塘水务”), 其中钱塘水务下辖海宁市自来水有限公司。截至 2021 年末, 水务集团拥有自来水厂 2 个, 日供水能力 60 万立方米, 供水管道总长 8,100 余公里, 供水人口近百万, 供水普及率市区以及农村地区均达到 100%, 供水区域覆盖海宁近 700 平方公里全部行政区域。2021 年, 海宁资产实现供水收入 3.76 亿元, 同比增长 52.40%。

表 15：目前海宁市水价构成（元/立方米）

项目名称	划分标准	最新价格	开始实行时间
居民生活用水	用水量≤228 吨/年	1.7	2013 年 8 月
	用水量≥229 吨/年且≤372 吨/年	2.5	
	用水量≥373 吨/年	3.4	
非居民生活用水	第 1 档：国家机关、事业单位	2.7	2013 年 8 月
	第 2 档：化工、印染行业中属高污染或高水耗的工业企业	3.2	
	第 3 档：电镀、造纸、制革前道行业中属高污染或高水耗的工业企业	3.4	
特种行业用水	第 1 档：高尔夫球场、桑拿、水疗等用水	4.5	2013 年 8 月

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

污水处理方面，海宁资产污水处理业务主要由海宁水务下属子公司浙江海云环保有限公司（以下简称“海云环保”）负责，主要承担海宁市污水设施的建设和污水收集、处理、运营管理工作，经过多年发展，水务集团已经形成了管网建设、污水收集、污水处理等专业体系，在海宁污水处理方面具有垄断地位，管网建设 100%覆盖海宁全部区域。自 2018 年起，海宁资产拓展海宁市外业务，主要由海云环保子公司哈尔滨北方环保工程有限公司（以下简称“北方环保”）负责，2018 年海云环保以 3.40 亿元受让了北方环保 60%股权，主要负责污水处理设施的建设、运营和维护管理，业务范围主要为黑龙江省内。截至 2021 年末，海宁水务拥有污水处理厂 28 个，其中海宁市内有 4 座，其余污水处理厂主要位于黑龙江和内蒙古等地区；设计污水处理能力合计 91.91 万吨/日，其中海宁市内设计污水处理能力为 41 万吨/日。跟踪期内，海宁资产污水处理单价无变化，2021 年，海宁资产实现污水处理收入 3.98 亿元，同比增长 5.73%。

海宁资产商品销售收入大幅增长，其中天然气销售、化纤丝、化工 PVC、建筑材料及油品销售均呈增长态势，但进出口贸易业务受跨境贸易环境影响而大幅缩减

公司商品销售板块经营主体主要包括海宁皮城下属的进出口公司、海宁城投下属海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“海宁天然气”）和海宁融诚聚数供应链股份有限公司（以下简称“融诚公司”）、海宁交投下属的海宁市通程石油有限责任公司（以下简称“通程石油”）和海宁市中国石化经营有限公司（以下简称“海宁石化”）。由于通程石油

于 2018 年 1 月纳入合并范围且融诚公司于 2019 年 2 月成立并开展业务，海宁资产近年商品销售收入快速上升，2021 年，海宁资产商品销售收入为 54.84 亿元，同比增长 56.12%。

表 16：近年海宁资产商品销售收入主要构成（亿元）

公司	2019	2020	2021
进出口公司	0.14	0.07	0.34
海宁天然气	6.35	5.57	9.71
融诚公司	5.04	19.08	31.69
通程石油和海宁石化	6.35	8.97	9.92
合计	17.88	33.69	51.66

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

进出口公司负责海宁皮城全部进出口业务，其主要从事各类商品及技术的进出口业务，旨在为海宁中国皮革城市场商户提供进出口配套服务。进出口业务分为自营、代理两种形式。近年维持较小规模，主要系受到国际贸易形势及宏观经济环境影响，逐渐调整业务范围缩减业务量所致。

海宁天然气主要负责对接城市供气管网与国家供气网络的城市主管网建设和运营，具体为海宁市高压管道天然气的供应，负责与浙江省能源局和浙江省天然气开发有限公司进行对接，协调海宁市的年度用气指标。燃气业务上游供应商为浙江省天然气开发有限公司；下游客户主要为海宁新奥燃气发展有限公司（以下简称“新奥燃气发展”）。公司与上游供应商气款结算方式为每周结清，与下游客户气款结算方式为每月底 25 日结清当月气款。2021 年受天然气用户数持续增长以及疫情常态化之后天然气价格恢复正常水平的影响，全年天然气销售收入增长较快。

融诚公司于 2019 年 2 月成立，由海宁城投子公司海宁城投金融投资有限公司、荣年融资租赁

(中国)股份有限公司、鸿翔控股集团有限公司共同发起设立，分别持有45%、35%和20%的股权，是海宁市首家由国资、外资、民营资本共同组建的专业供应链管理服务公司，定位发展成为海宁当地区域块状经济的集合采购服务商。目前，融诚公司以当地特色产业集群为依托，围绕化纤丝、化工PVC、建筑材料开展主营业务。业务模式主要是三种：第一种为托盘模式，客户支付一定比例的保证金锁定货物价格，后根据客户实际需求在收到货款后发货；第二种为敞口赊账模式，根据客户提供的资信及担保情况核定赊账额度及账期，优质客户可予以一定的信用额度；第三种为先款后货模式，客户直接向供应链公司采购货物，款到后发货由供应链公司出面集中采购。2021年公司业务运营逐渐成熟，客户认可度提高，业务规模逐年攀升。

表 17：融诚公司主要供应商情况（万元）

供应商名称	主要供货品类	2021年采购金额
杭州巨欣钢铁有限公司	钢材	23,939
宁波中拓供应链管理有限公	钢材	21,218
浙江企坤钢铁有限公司	钢材	17,375
浙江恒盈贸易有限公司	辛醇	16,398
上海茂高物产贸易有限公司	钢材	11,710
合计	-	90,640

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

表 18：融诚公司主要客户情况（万元）

客户名称	主要销货品类	2021年销售金额
浙江鸿翔建设集团股份有限公司	钢材	41,970
海宁市中大建材股份有限公司	钢材	38,922
浙江伟博化工科技有限公司	辛醇	20,355
嘉兴市朗瑞纺织品有限公司	化纤丝	19,599
浙江宝峰热电有限公司	煤炭	16,003
合计	-	136,849

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

通程石油和海宁石化主要负责销售油品，收入主要来源于下属加油站。海宁资产通过下属子公司海宁市通程建设开发有限责任公司（以下简称“通程建设”）持有通程石油66.67%股份。通程石油下辖马桥、周王庙和郭店3家加油站，海宁石化下辖海昌路、硖东、硖西和仰山路4家加油站，近年公司油品销售收入稳步增加。

财务分析

以下的财务分析基于海宁资产提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年度审计报告，各期财务数据均为审计报告期末数，所有数据均为合并口径。公司各期财务报告均按新会计准则编制。

海宁资产收入逐年增长，2021年房屋销售和生物制品也等经营性业务盈利能力较好，但因公司同时承担了较多的民生业务，且基础设施建设项目不产生收益，整体盈利对政府补贴依赖较大

海宁资产的营业收入主要来自于商品销售、房屋销售和物业租赁及管理，2021年，海宁资产实现营业收入123.56亿元，同比增长39.80%，近年整体呈现增长态势。

毛利率方面，2021年，海宁资产营业毛利率为12.50%，较上年提升0.56个百分点。其中，物业租赁及管理毛利率水平较高，但近年持续下滑，主要系受疫情影响，资产租赁市场不景气导致平均租赁价格下降所致；2021年房屋销售毛利率上升主要由于安置房销售比重下降，商品房销售价格较高；商品销售毛利率有所波动，2020年毛利率下降较多主要系融诚公司薄利多销，摊薄了毛利率，2021年略有回升；生物制品业毛利率近年持续上升，主要由于近年产品价格有所上涨；土地整理毛利率一直处于较低水平；水务收入毛利率持续为负，运营对政府补贴有一定依赖。

表 19：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

毛利率	2019	2020	2021
物业租赁及管理	52.48	42.22	39.07
房屋销售	21.89	13.36	17.66
商品销售	5.62	2.58	3.01
生物制品业	5.82	7.11	10.11
土地整理	0.46	-0.47	0.14
水务收入	-9.55	-15.11	-2.71
其中：水费收入	-2.74	-3.86	-2.07
污水处理	-14.36	-22.49	-3.31
其他	25.45	23.26	29.72
主营业务	18.41	10.87	12.07
其他业务	51.00	64.49	39.06
综合营业收入毛利率	19.06	11.93	12.43

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2021年，海宁资产期间费用为17.94亿元，较上年略有增长。期间费用构成方面，海宁资产期间费用以财务费用和管理费用为主，由于公司将部分利息资本化处理，2021年财务费用进一步下降；同时由于业务规模的扩大，近年管理费用持续增长。2021年，期间费用收入比为14.50%，较上年下降5.05个百分点。整体看，海宁资产期间费用收入比持续下降，但对利润有较大程度侵蚀。

海宁资产利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2021年营业外损益成为利润有效补充。具体看，公司主营业务盈利能力较弱，经营性业务利润对政府补助有较大依赖，2021年由于政府补助规模下降，使得当期经营性业务利润同比减少；同时，受益于投资收益大幅增长，2021年海宁资产利润总额同比大幅增长86.51%。其中海宁资产投资收益主要来源于对嘉绍高速公路、盐官古城及半导体企业的长期股权投资，投资收益持续性较好。另外，2021年公司产生营业外损益1.15亿元，主要为子公司将安置房项目产生的政策性亏损（即拆迁安置房项目投资成本大于房产销售收入的部分）计入营业外支出；同时将海宁市财政局拨付的与上述政策性亏损相应的财政补贴计入营业外收入。

表 20：近年公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
销售费用	2.13	1.85	1.57
管理费用	6.21	6.77	8.06
研发费用	0.27	0.35	0.46
财务费用	9.40	8.33	7.86
期间费用合计	18.01	17.29	17.94
期间费用收入比	25.46%	19.55%	14.50%
利润总额	7.02	5.68	10.59
经营性业务利润	7.83	5.08	4.79
其中：其他收益	14.33	13.38	9.78
投资收益	3.83	2.67	5.51
营业外损益	-3.84	0.15	1.15

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

从母公司口径看，母公司无营业收入，利润主要来自其他收益及投资收益。其他收益主要系政府补助，投资收益主要系成本法核算的长期股权投资产生的投资收益。

海宁资产规模不断扩大，目前负债水平控制合理，资本结构稳健，以长期债务为主的债务结构与业务情况相匹配

随着海宁资产实业经营规模的扩大、基础设施和土地整理规模的增长以及政府各类财政资金的注入，近年来海宁资产的资产整体规模逐年上升，自有资本不断夯实。从财务杠杆比率来看，近年一直处于较合理水平，2021年末，海宁资产的资产负债率和总资本化比率分别为53.70%和45.29%，同比分别上升2.41个百分点和2.87个百分点。

表 21：近年公司资产负债相关指标（亿元，%）

	2019	2020	2021
总资产	932.76	1,032.25	1,154.35
总负债	479.14	529.42	619.90
所有者权益	453.62	502.82	534.46
资产负债率	51.37	51.29	53.70
总资本化比率	43.19	42.42	45.29

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

从资产结构来看，2021年末，海宁资产非流动资产占总资产的比重为52.65%，主要由固定资产、在建工程、投资性房地产、其他非流动金融资产、长期股权投资及其他非流动资产构成。固定资产主要系房屋及建筑物、城建市政及公路资产、水资源生态湿地和机器设备等，2021年末有所增长主要系在建工程及划拨转入的市政及公路资产等；在建工程主要系城市基础设施建设工程、道路整修项目的建设成本，2021年末增长较快主要由于各在建项目建设成本的增加；投资性房地产主要为海宁皮城对外出租的商铺等房产，2021年末有所增长主要是由于存货转入；长期股权投资主要为对联营企业的投资，2021年末有所下降主要由于一部分股权投资按公允价值计量列于其他非流动金融资产；2021年末其他非流动金融资产主要为以公允价值入账的权益资产，包括非上市股权投资、基金投资、无公开市场报价的理财产品等；其他非流动资产主要为教育园区资产、绿化资产等，近年均有所增长。

截至2021年末，海宁资产流动资产占总资产的比重为47.35%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。同期，货币资金为120.72亿元，其中使用受限的金额为7.96亿元，2021年末货币资金同

比增长 56.41%，主要系海宁资产于当期新增债券发行收到资金规模较大所致；其他应收款主要为应收各单位往来款等，其中应收前五名单位分别为海宁市财政局（25.78 亿元）、海宁市旧区有机更新开发有限公司（11.01 亿元）、海宁市土地收储中心（8.31 亿元）、海宁市实业投资集团有限公司（4.52 亿元）和海宁市海昌新市镇建设有限公司（3.74 亿元），账龄多为 1~3 年，应收款规模较大，部分账龄较长，在一定程度上对海宁资产资金造成了占用；存货主要为在建项目开发成本和开发产品等，主要包括保障安置房和土地整理成本，近年持续增长。

表 22：近年公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
货币资金	84.86	77.18	120.72
其他应收款	71.71	74.34	87.88
存货	249.11	258.07	291.88
投资性房地产	80.33	91.88	93.16
固定资产	113.92	124.18	132.06
在建工程	85.88	121.59	136.27
长期股权投资	56.33	64.48	58.74
其他非流动金融资产	49.70	62.87	66.90
其他非流动资产	51.11	56.40	56.71
总资产	932.76	1,032.25	1,154.35

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

从负债结构来看，海宁资产负债中非流动负债占比相对较高，2021 年末非流动负债占总负债的比重为 66.10%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。近年由于建设项目推进使得资金需求增加，长期借款和应付债券均呈增长趋势，长期应付款有所波动，主要为政府置换债券转贷、航海铁路建设前期政策处理款、资金拆借及融资租赁款等，2021 年末长期应付款增长主要由于政府置换债券转贷增加。

流动负债方面，2021 年末，海宁资产流动负债占总负债的比重分别为 33.90%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债及合同负债构成。近年短期借款持续增长，主要为保证借款、抵押借款等；应付账款账龄主要分布在 1~2 年；其他应付款主要为单位往来款、押金、定金、工程质保金等，2021 年末有所增长主要系单位往来款增加所致；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期

的长期借款及应付债券；合同负债主要为预收售房款、预收货款等，2021 年末同比增长 44.51%，主要系水月云庐项目的预收售房款。

表 23：近年公司主要负债情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
短期借款	16.47	21.83	27.64
应付账款	27.97	26.23	23.05
其他应付款	63.93	66.29	71.02
合同负债	0.00	21.07	30.45
一年内到期的非流动负债	24.07	28.51	26.32
长期借款	93.68	103.90	109.26
应付债券	149.22	159.73	226.42
长期应付款	61.55	61.09	63.60
总负债	479.14	529.42	619.90

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

总债务方面，海宁总债务规模近年持续增长，2021 年末总债务 442.43 亿元，以长期债务为主。2021 年末，短期债务占比有所下降，债务期限结构更趋合理，以长期债务为主的债务结构符合海宁资产项目建设周期较长的特点。

母公司口径下，近年公司资产规模波动下降，长期股权投资、其他应收款系母公司资产的主要构成部分，近年母公司债务规模有所波动，期限以长期为主，财务杠杆水平较高。

2021 年海宁资产经营活动净现金流及 EBITDA 均有所上升，偿债指标有所增强，整体偿债风险基本可控，但海宁资产对外担保额度占净资产比例较高，仍面临一定的代偿风险

经营活动净现金流方面，2021 年，海宁资产收到的回款增加及支付的往来款规模减少使得经营活动现金流净流入规模有所增长；投资活动现金流方面，由于公司近年构建固定资产、无形资产及其他长期资产的现金流出规模以及对外股权投资的现金规模较大，投资活动净现金流呈现净流出状态；公司的经营及项目建设依赖外部融资，近年筹资活动净现金流保持净流入，且 2021 年随着对外融资的增加，筹资活动现金净流入规模大幅扩大。

获现能力及偿债指标方面，2021 年受益于利润总额的大幅增长，海宁资产 EBITDA 增幅亦较大，2021 年 EBITDA 同比增长 21.09%至 31.69 亿元。

同期，海宁资产各偿债指标均有所加强。

母公司偿债能力方面，近年公司经营活动现金流净流入规模持续增长，能够对债务利息形成有效覆盖。

表 24：近年来公司偿债能力分析（亿元、X）

指标	2019	2020	2021
短期债务	48.40	68.58	68.37
长期债务	296.42	301.86	374.06
总债务	344.82	370.44	442.43
货币资金/短期债务	1.75	1.13	1.77
EBITDA/短期债务	0.57	0.38	0.46
经营活动净现金流	43.91	20.29	24.16
经营活动净现金/总债务	0.13	0.05	0.05
经营活动净现金流利息覆盖倍数	2.24	1.03	1.24
EBITDA	27.35	26.17	31.69
总债务/EBITDA	12.61	14.16	13.96
EBITDA 利息倍数	1.39	1.33	1.63

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

债务到期分布来看，截至 2021 年末，海宁资产到期债务主要分布在 2022 年及 2023 年，短期偿付压力尚可。

表 25：截至 2021 年末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后
到期债务	61.50	105.42	103.93	164.59

注：该数据不包括应付票据及应调整的利息。

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年末，海宁资产共获得银行授信总额 243.85 亿元，未使用额度 129.78 亿元，备用流动性较充裕。

受限资产方面，截至 2021 年末，海宁资产受限资产合计 93.45 亿元，占同期总资产的 8.10%。主要为受限的货币资金、借款抵押的房产、土地资产以及质押的收费权、股权等。海宁资产受限资产的流动性受到一定限制，但规模相对较小，对整体资产流动性影响不大。

或有负债方面，截至 2021 年末，海宁资产对外担保余额为 247.84 亿元，占海宁资产同期净资产的 46.37%，被担保企业绝大部分为海宁市地方性国企，出现违约的风险较小，但由于海宁资产对外担保额度占净资产比例偏高，仍面临一定的代偿风险。

过往债务履约情况：根据海宁资产提供的《企

业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 4 月 29 日，海宁资产所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，海宁资产在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为海宁市最重要的国有资本运营主体，海宁资产得到政府在资产注入和财政补贴方面的大力支持，同时，以皮革城开发经营和生物农药生产销售为主的经营性业务市场化程度很高，在市场竞争中处于优势地位，盈利能力和现金流入水平较为稳定，抗风险能力很强

海宁资产作为海宁市最重要的国有资产投资经营主体，其发展得到了海宁市财政局在资产注入和资金补充等方面的大力支持。海宁资产下属子公司海宁城投、海宁交投和社发集团等承担了较多的基础设施及安置房建设项目，海宁市财政局通过资产注入和财政补贴的方式支持上述业务的发展。

资产注入方面，公司及子公司均持续获得政府资产及财政拨款的注入，2021 年海宁资产及子公司收到各类财政资金 48.48 亿元，按用途分类部分计入其他资本公积；同期，海宁市政府将海宁市尚青绿化投资有限公司的 100% 股权等无偿划入至海宁资产子公司海宁市盐官景区综合开发有限公司，增加资本公积 3.75 亿元。

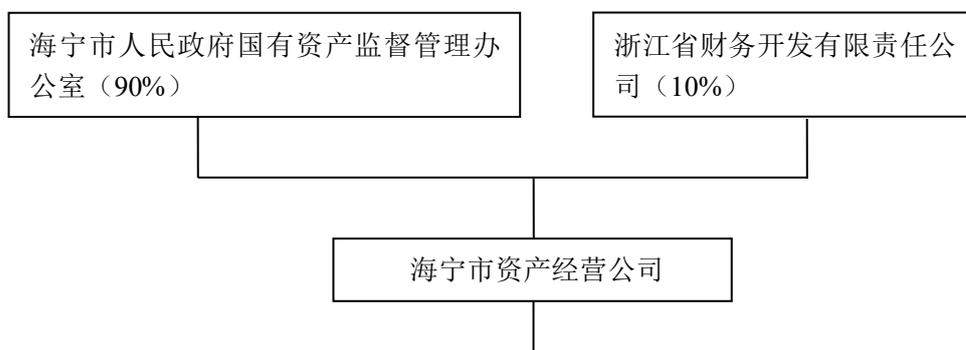
补贴方面，公司近年持续获得政府补贴，2019~2021 年，公司分别获得补贴 14.33 亿元、13.38 亿元和 9.78 亿元。

此外，海宁资产下属子公司海宁皮城和钱江生化均为上市公司，市场化运作程度较高。海宁皮城以皮革城商铺租赁为主的经营模式已发展较为成熟，并在全国多地成功复制，市场知名度较高，商铺租赁收入规模较大，且租金均采用预收方式，是海宁资产稳定的收入和现金流入来源，能够承担一定市场风险。

评级结论

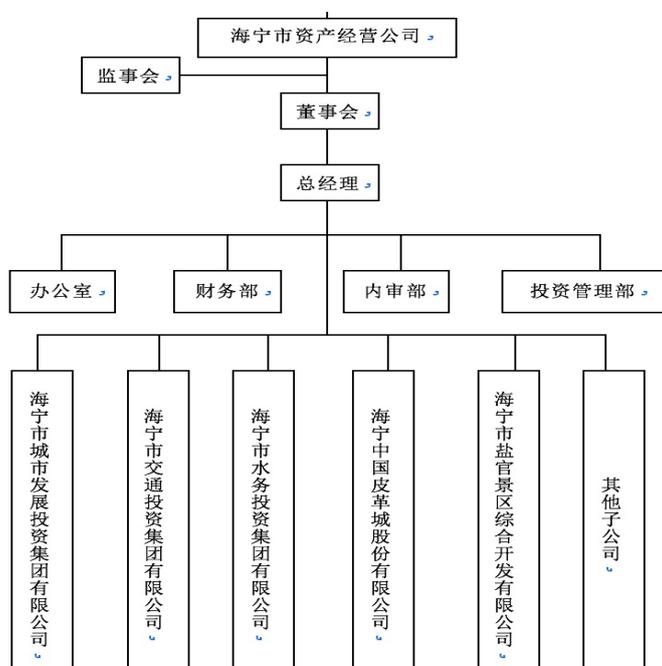
综上所述，中诚信国际维持海宁市资产经营公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“PR 海资 01”、“19 海宁 01”、“22 海宁 01”、“18 海宁资产 MTN002”、“19 海宁资产 MTN001”、“19 海宁资产 MTN002”、“20 海宁资产 MTN001”和“20 海宁资产 MTN002”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：海宁市资产经营公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



序号	子公司名称	持股比例 (%)	序号	子公司名称	持股比例 (%)
1	海宁市城市发展投资集团有限公司	100.00	8	海宁市越剧团有限公司	70.00
2	海宁市交通投资集团有限公司	100.00	9	海宁市金融投资有限公司	100.00
3	海宁市水务投资集团有限公司	100.00	10	海宁市转型升级产业基金有限公司	100.00
4	海宁市委党校培训咨询有限公司	100.00	11	海宁市盐官景区综合开发有限公司	100.00
5	海宁市基础设施投资基金有限公司	60.00	12	海宁市产业投资有限公司	70.00
6	海宁中国皮革城股份有限公司	52.94	13	--	--
7	浙江金海洲建设开发有限公司	58.82	14	--	--

注：1、仅列示公司全资及控股的一级子公司，持股比例为合计持股比例；2、公司直接持有海宁中国皮革城股份有限公司 34.58%股权，通过海宁市场开发服务中心持有海宁中国皮革城股份有限公司 18.36%股权，合计持股比例为 52.94%。



资料来源：公司提供

附二：海宁市资产经营公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	848,632.24	771,825.33	1,207,177.85
应收账款	56,485.93	111,341.05	126,879.17
其他应收款	717,085.24	743,431.09	878,764.34
存货	2,491,127.58	2,580,660.11	2,918,767.83
长期投资	1,072,440.92	1,287,392.30	1,269,763.58
在建工程	858,823.72	1,215,914.56	1,362,733.16
无形资产	290,451.31	358,753.08	384,253.50
总资产	9,327,565.92	10,322,472.78	11,543,541.78
其他应付款	639,299.63	662,878.71	710,208.11
短期债务	483,998.11	685,772.57	683,683.74
长期债务	2,964,232.82	3,018,646.41	3,740,604.42
总债务	3,448,230.94	3,704,418.99	4,424,288.16
总负债	4,791,371.36	5,294,226.23	6,198,970.40
费用化利息支出	108,598.82	106,905.05	104,974.39
资本化利息支出	87,632.42	89,959.09	89,093.79
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	612,646.11	637,452.06	659,018.35
所有者权益合计	4,536,194.56	5,028,246.55	5,344,571.38
营业总收入	707,206.39	884,554.68	1,237,342.68
经营性业务利润	78,345.07	50,778.74	47,861.08
投资收益	38,259.80	26,672.01	55,070.29
净利润	51,359.60	38,373.25	79,579.01
EBIT	178,829.14	163,711.04	210,921.22
EBITDA	273,481.97	261,679.09	316,879.51
销售商品、提供劳务收到的现金	747,993.02	921,294.72	1,369,087.94
收到其他与经营活动有关的现金	3,115,961.19	3,231,505.80	2,828,037.41
购买商品、接受劳务支付的现金	757,082.95	896,630.00	1,329,666.35
支付其他与经营活动有关的现金	2,550,810.83	2,951,359.35	2,506,135.19
吸收投资收到的现金	13,840.00	14,831.70	7,472.41
资本支出	243,149.49	346,744.28	358,217.42
经营活动产生现金净流量	439,078.24	202,930.38	241,599.76
投资活动产生现金净流量	-454,388.94	-353,083.78	-284,239.34
筹资活动产生现金净流量	189,401.57	35,703.05	458,706.78
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	19.22	11.94	12.50
期间费用率(%)	25.46	19.55	14.50
应收类款项/总资产(%)	10.81	10.35	10.37
收现比(%)	1.06	1.04	1.11
总资产收益率(%)	2.06	1.67	1.93
资产负债率(%)	51.37	51.29	53.70
总资本化比率(%)	43.19	42.42	45.29
短期债务/总债务(%)	0.14	0.19	0.15
FFO/总债务(X)	0.13	0.11	0.13
FFO 利息倍数(X)	2.26	2.00	2.85
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.24	1.03	1.24
总债务/EBITDA(X)	12.61	14.16	13.96
EBITDA/短期债务(X)	0.57	0.38	0.46
货币资金/短期债务(X)	1.75	1.13	1.77
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.39	1.33	1.63

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、将其他应付款及其他流动负债中有息债务纳入短期债务并计算相关指标；将长期应付款及其他权益工具中有息债务纳入长期债务并计算相关指标。

附三：海宁市资产经营公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	231,320.77	148,599.75	249,011.46
应收账款	0.00	0.00	0.00
其他应收款	799,297.02	757,211.30	613,221.21
存货	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,279,092.44	1,333,062.86	1,396,569.70
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	2,678,229.43	2,619,212.81	2,628,809.74
其他应付款	230,318.82	232,875.88	173,322.79
短期债务	234,466.30	101,781.18	121,378.16
长期债务	1,207,836.85	1,173,652.80	1,284,380.18
总债务	1,442,303.15	1,275,433.98	1,405,758.34
总负债	1,609,936.64	1,508,927.35	1,579,231.54
费用化利息支出	81,162.56	-	70,240.31
资本化利息支出	0.00	-	0.00
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,068,292.79	1,110,285.46	1,049,578.20
营业总收入	0.00	0.00	0.00
经营性业务利润	-31,677.59	-20,109.48	(13,580.84)
投资收益	28,743.43	22,748.55	28,388.94
净利润	-2,935.95	2,659.44	14,908.51
EBIT	78,226.61	-	85,148.82
EBITDA	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	438,656.93	260,631.78	277,437.12
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	393,812.55	169,994.24	158,902.34
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	16,001.40	11,261.33	9,800.00
经营活动产生现金净流量	43,162.72	89,490.62	117,098.91
投资活动产生现金净流量	-85,022.11	9,554.58	52,197.50
筹资活动产生现金净流量	144,360.63	-181,768.45	-68,882.47
财务指标	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	-	-	-
期间费用率(%)	-	-	-
应收类款项/总资产(%)	32.69	31.05	25.23
收现比(%)	-	-	-
总资产收益率(%)	3.14	2.02	3.24
资产负债率(%)	60.11	57.61	60.07
总资本化比率(%)	57.45	53.46	57.25
短期债务/总债务(%)	0.16	0.08	0.09
FFO/总债务(X)	0.03	0.07	0.08
FFO 利息倍数(X)	0.53	1.76	1.67
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.53	1.76	1.67
总债务/EBITDA(X)	-	-	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	-
货币资金/短期债务(X)	0.99	1.46	2.05
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	-	-	-

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。