



海宁市资产经营公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 1461 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	海宁市资产经营公司	AA ⁺ /稳定
本次跟踪债项及评级结果	“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”、“20 海宁资产 MTN002”	AA ⁺
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为海宁市区域特色产业的加速扩张和提升，能为区域经济的发展和财政实力的提升提供支撑，潜在的支持能力强；海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”或“公司”）在推进海宁市城市建设中发挥重要作用，对海宁市政府的重要性高，与海宁市政府维持高度的紧密关系。中诚信国际预计，海宁资产多元化业务布局趋于稳定，资产规模将保持增长，能持续获得政府的有力支持；同时，需关注债务规模较大、对外担保余额较高和对下属子公司的管控能力面临考验对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
评级展望	<p>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。</p>	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：区域经济实力显著提升，公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升。</p> <p>可能触发评级下调因素：区域经济发展速度大幅下滑；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。</p>	

正面

- **地位重要性高，业务可持续性很强。**公司系海宁市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，对海宁市人民政府的重要性高；同时，公司城投类业务具有较强的区域专营性，业务可持续性很强。
- **有力的外部支持。**公司在资产注入、股权划转和财政补贴方面得到当地政府的持续支持，自有资本实力逐年提升。
- **业务多元化一定程度上分散经营风险。**公司形成了土地整理、基础设施建设、安置房、水务和物业租赁及管理、房地产开发等业务板块，多元化经营一定程度上增强了公司的抗风险能力。
- **优质的经营资产。**公司下属两家上市公司海宁中国皮革城股份有限公司和浙江钱江生物化学股份有限公司，是行业内市场化程度较高的实业经营企业，同时作为公司收入来源的主要构成，为公司债务偿还提供了较强的保障。

关注

- **债务规模较大。**跟踪期内，公司建设投资力度加大，债务规模大幅增长，2022年末总债务规模增至542.67亿元，公司面临一定的偿债压力。
- **对外担保余额较高。**截至2022年末，公司对外担保金额为239.99亿元，占同期末净资产的比例为39.58%，较大规模的对外担保使得公司面临一定的代偿风险。
- **对下属子公司的管控能力面临考验。**公司业务范围较广，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。

项目负责人：米玉元 yymi@ccxi.com.cn

项目组成员：王军杰 jjwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

海宁资产（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	1,025.36	1,151.31	1,328.48
经调整的所有者权益合计（亿元）	405.81	444.86	513.91
负债合计（亿元）	529.42	619.90	722.11
总债务（亿元）	368.86	443.96	542.67
营业总收入（亿元）	88.46	123.73	127.37
经营性业务利润（亿元）	5.08	4.79	7.11
净利润（亿元）	2.57	8.02	10.45
EBITDA（亿元）	25.81	29.28	34.79
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	20.29	24.16	-30.45
总资本化比率（%）	47.61	49.95	51.36
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.31	1.51	1.90

注：1、中诚信国际根据海宁资产提供的其经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

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+)	2022/6/28	米玉元、王军杰	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
	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+)				
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：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	海宁资产	长兴城投	海宁城投
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+
地区	嘉兴市海宁市	湖州市长兴县	嘉兴市海宁市
GDP（亿元）	1,247.00	801.39	1,247.00
一般公共预算收入（亿元）	95.08	82.75	95.08
经调整的所有者权益合计（亿元）	513.91	329.01	190.30
总资本化比率（%）	51.36	52.69	56.76
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.90	1.00	0.46

注：“长兴城投”系“长兴城市建设投资集团有限公司”的简称；海宁城投系“海宁市城市发展投资集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

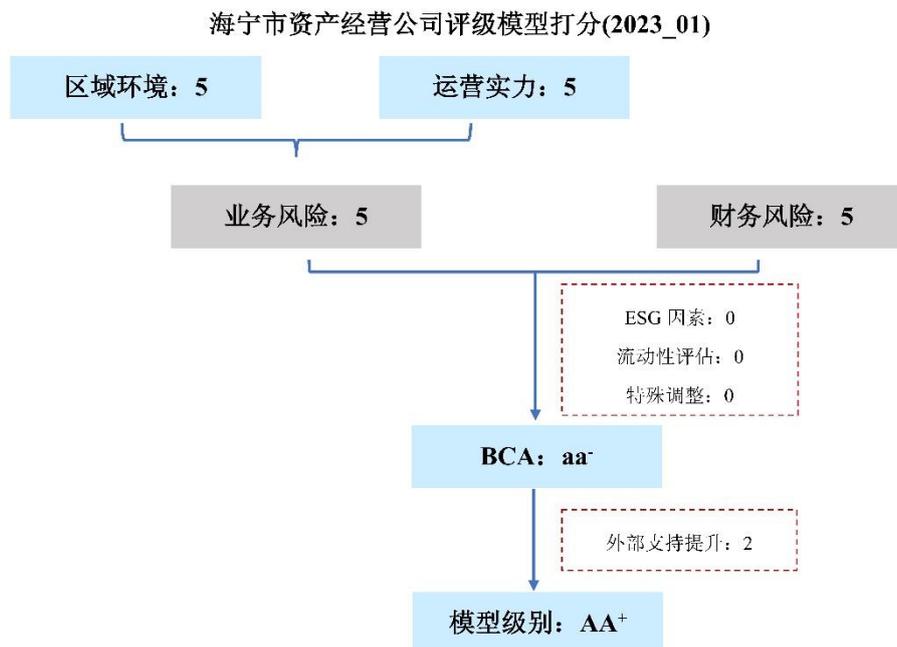
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
PR 海资 01 (曾用名: 16)	AA+	AA+	2022/6/28	10.00	4.00	2016/8/16-2023/8/16	设置本金提前偿付条款,在债券存续期间的第 5,6,7 个计息

海资 01)

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 ⁺	2022/6/28	10.00	10.00	2019/6/25~2024/6/25	调整票面利率,回售等
18 海宁资产 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/28	5.00	5.00	2018/11/1~2023/11/1	--
19 海宁资产 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/28	8.90	8.90	2019/6/19~2024/6/19	--
19 海宁资产 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/28	8.10	8.10	2019/8/16~2024/8/16	--
20 海宁资产 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/28	10.00	10.00	2020/6/15~2025/6/15	调整票面利率,回售,交叉保 护等
20 海宁资产 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/28	5.00	5.00	2020/12/3~2025/12/3	调整票面利率,回售等
22 海宁 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/28	10.00	10.00	2022/3/25~2025/3/25	--

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,海宁市整体经济财政实力较强,区域环境风险很低。海宁资产业务多元且城投类业务重要性突出,业务具备很强的稳定性和持续性。但是,海宁资产基础设施建设业务不确认收入,同时房地产项目在当前房地产市场景气度不佳行情下面临一定的去化压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,海宁资产所有者权益持续增长,财务杠杆水平适中且债务结构合理,备用流动性充足,同时 EBITDA 能覆盖利息。但是,海宁资产的资产流动性较弱,同时存在一定规模的公益性资产且存在划出风险,需关注公益性资产划出对其资产和权益规模的影响。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对海宁资产个体基础信用等级无影响,海宁资产具有 aa- 的个体基础信用等级,反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,海宁市政府强的支持能力和对公司强的支持意愿,主要体现在海宁市较强的经济财政实力和增长能力;海宁资产系海宁市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体,成立以来持续获得政府在股权划转、资金注入等方面的大力支持,具备高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

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

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。截至目前，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。截至目前，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，且已全部使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中

央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

海宁市系嘉兴市下辖的七个县区之一，全国百强县，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，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，距上海、杭州一小时车程，区位优势明显。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，截至 2022 年末常住人口 109.94 万人。

表 1：2022 年嘉兴市下属县市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
嘉兴全市	6,739.45	-	12.18	-	596.47	-
海宁市	1,247.00	1	11.33	6	95.08	2
桐乡市	1,209.67	2	11.52	5	105.84	1
平湖市	959.60	3	14.04	1	80.72	3
南湖区	959.40	4	11.12	7	35.12	6
秀洲区	858.71	6	12.34	4	24.70	7
嘉善县	863.48	5	13.10	3	80.48	4
海盐县	639.84	7	13.74	2	62.37	5

注：人均 GDP 系采用年末常住人口数计算得出。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

海宁市工业基础良好，区域特色产业维持明显优势，皮革、家纺、经编、太阳能利用、化工（医药）等区域特色产业加速扩张和提升，区域经济实力稳步提高，整体经济实力稳居嘉兴市前列。同时，随着经济实力的增强，2019~2021 年海宁市财政实力逐年提升，公共财政平衡率提升且处于较高水平；2022 年受宏观经济环境及留抵退税影响，海宁市财政实力及公共财政平衡率均有所下降，但整体财政自给能力仍较强。再融资环境方面，海宁市广义债务率处于全省中上游水平，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，其中债券市场发行利差处于全省较低水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来海宁市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,030.78	1,196.30	1,247.00
GDP 增速（%）	2.0	7.0	0.7
人均 GDP（万元）	14.61	16.82	11.33
固定资产投资增速（%）	7.6	2.2	7.8
一般公共预算收入（亿元）	100.93	114.40	95.08

政府性基金收入（亿元）	169.69	188.41	197.21
税收收入占比（%）	93.67	93.83	89.57
公共财政平衡率（%）	95.92	102.69	77.74

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

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，海宁资产的业务状况较好，首先公司作为海宁市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，土地整理、基础设施建设、安置房和水务等业务在区域内具有较强的专营性，业务竞争力和可持续性很强；同时，公司市场化经营板块业务类型多元化，一定程度上增强了公司的抗风险能力。

值得注意的是，公司基础设施建设不形成收入且形成资产以公益性资产为主，面临划出风险；同时，在房地产行业市场景气度不佳的现状下，商品房项目面临一定去化压力。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业租赁及管理	10.11	11.44	42.22	10.70	8.66	39.07	9.45	7.54	28.03
房屋销售	13.38	15.14	13.36	22.60	18.29	17.66	29.82	23.77	17.87
商品销售	35.12	39.74	2.58	54.84	44.38	3.01	53.44	42.60	3.39
生物制品业	2.95	3.34	7.11	3.40	2.75	10.11	3.17	2.53	26.15
土地整理	5.02	5.68	-0.47	6.64	5.37	0.14	4.45	3.55	-2.03
水务收入	6.23	7.05	-15.11	7.74	6.26	-2.71	6.56	5.23	-4.86
其中：水费收入	2.47	2.79	-3.86	3.76	3.04	-2.07	2.57	2.05	-14.37
污水处理	3.76	4.26	-22.49	3.98	3.22	-3.31	3.99	3.18	1.26
其他	13.83	15.64	23.26	15.99	12.94	29.72	18.55	13.90	20.45
主营业务收入	86.64	98.03	10.87	121.91	98.66	12.07	125.44	99.12	11.17
其他收入	1.74	1.97	64.49	1.65	1.34	39.06	1.13	0.88	31.86
营业收入	88.38	100.00	11.93	123.56	100.00	12.43	126.56	100.00	11.34

注：主营业务收入其他主要包括废弃物清运及处置、热电、技术服务、绿化养护及工程、酒店服务、广告宣传及管理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理业务

公司系海宁市城市规划控制区范围内（扣除经济开发区、马桥街道）唯一的土地开发整理业务运营主体，区域内未整理的毛地面积仍具有一定规模，业务竞争力较强且可持续性较好，但土地出让计划和出让进度易受政策及土地一级市场行情变化影响，板块收入稳定性不足。

公司土地整理业务由海宁城投下属子公司海宁市土地开发有限公司（以下简称“土地公司”）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。

业务模式方面，土地公司与海宁市土地收储中心（以下简称“收储中心”）签订《海宁市市区一级土地开发项目委托协议》，受托对海宁市城市规划控制区范围内（扣除经济开发区、马桥街道）进行土地一级开发，前期整理开发所需资金由公司自筹，整理完成后移交收储中心，由收储中心根据地方政府土地出让计划进行出让，土地出让后由海宁市财政局将土地整理包干费用（2017 年 4 月 1 日起为 50 万元/亩；2019 年 4 月 1 日起为 80 万元/亩）返还给公司。

从业务开展情况来看，受土地市场景气度影响，2022 年公司土地整理面积和出让面积均大幅下降，

土地整理收入规模下降。截至 2022 年末，公司已整理未出让土地面积为 4,526.94 亩，在整理的土地面积为 18,952.04 亩，总投资 90.28 亿元，尚需投资 24.67 亿元。总的来看，公司已整理未出让及在整理的土地规模较大，能为公司土地开发业务持续发展提供一定支撑，但土地开发业务盈利较弱，且回款存在一定滞后，中诚信国际将持续关注未来业务盈利及回款情况。

表 4：近年来公司土地整理业务情况

项目	2020	2021	2022
土地整理面积（亩）	500.00	390.40	169.80
土地整理总支出（亿元）	1.55	1.96	0.85
土地出让面积（亩）	684.58	729.10	309.87
土地整理收入（亿元）	5.02	6.64	4.45

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末公司主要在整理的土地情况（亿元、亩）

地块	总投资	已投资	在整理面积	已整理未出让面积	入账价值
高丰村区块拆迁项目	4.74	4.67	702.00	491.00	4.67
长田村区块拆迁项目	12.77	12.77	1,246.10	652.57	12.77
伊桥村区块拆迁项目	7.84	3.04	485.09	281.17	3.04
双凤村区块拆迁项目	7.81	2.61	1,708.28	299.40	2.61
民和村区块拆迁项目	11.03	11.03	938.87	750.70	11.03
东长村区块拆迁项目	2.78	2.78	255.85	125.85	2.78
联和村区块拆迁项目	3.51	2.09	1,219.00	1,190.60	2.09
西环村区块拆迁项目	2.73	2.73	1,515.24	269.72	2.73
荷叶村区块拆迁项目	3.11	2.74	993.90	215.07	2.74
永丰村区块拆迁项目	2.81	2.81	929.72	113.85	2.81
硖南联和、军民、荷叶、双合区块	15.16	6.25	3,518.58	137.01	6.25
金龙、张店整治区块	15.99	12.09	5,439.41	0.00	12.09
合计	90.28	65.61	18,952.04	4,526.94	65.61

注：部分项目已完成投资，因尚未办理完工决算，仍放在在建项目中核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块

公司是海宁市重要的基础设施建设投融资主体，目前在建及拟建的项目规模较大，业务竞争力较强且可持续性较好，但面临一定的资本支出压力。

公司是海宁市重要的基础设施建设投融资主体，主要通过子公司海宁城投和海宁交投承担海宁市城市基础设施和交通基础设施的投资、建设和运营任务。

业务模式方面，对于海宁城投承担的基础设施项目，建设资金来源包括政府资本金注入及公司垫付资金；其中公司垫付的资金，在项目完工转入固定资产后财政按固定资产全额折旧费用分 50 年返还给公司，政府划拨的资本金，尚未明确后续处理方式；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。对于海宁交投承担的交通类基础设施建设项目，建设资金来源均为财政拨款，依照工程建设阶段分批拨付。公司本业务板块不产生收入，主要依赖政府补助进行资金平衡，2022 年，海宁城投和海宁交投分别获得财政资金 12.48 亿元和 12.83 亿元。

从业务开展情况来看，近年海宁资产先后完成了硖许公路、硖尖公路北段改建、沪杭客专海宁西站许村至长安连接线、湖盐线易地改建和桐九公路（海宁 01 省道至南斜桥段）工程等建设项目。

目前公司在建及拟建项目以交通类基础设施建设项目为主，截至 2022 年末，在建项目概算总投资 106.51 亿元，已投资 57.11 亿元；拟建项目主要为 S303 海盐至安吉公路海宁段改建工程及王店接线工程，计划总投资为 39.00 亿元。

表 6：截至 2022 年末海宁资产主要在建基础设施建设项目情况（万元）

项目名称	建设单位	总投资	已投资
碧云路南延（江南大道-丰收路）	海宁城投	1.16	1.16
浙大国际校区北侧地块绿化二期工程	海宁城投	0.64	0.64
郇家岭山体修复及绿化提升项目	海宁城投	0.38	0.38
联民路（江南大道至袁硖港南）项目	海宁城投	0.72	0.68
干河街维修区块附属工程	海宁城投	2.08	2.08
文宗路（联新桥至西山路）道路拓宽改造项目	海宁城投	0.75	0.75
文苑路（江南大道至西山路）道路改造项目	海宁城投	3.00	1.22
城南快速化改造项目	海宁城投	13.74	0.20
硖石景区慢行廊道系统建设项目	海宁城投	4.98	2.67
异地新建袁花中心卫生院项目（一期）	海宁城投	0.79	0.79
异地新建海宁市人民医院开发区分院	海宁城投	1.49	1.49
仰山小学扩建工程	海宁城投	1.13	1.13
异地新建袁花人民法庭	海宁城投	0.10	0.10
新建海宁市龙渡小学	海宁城投	1.67	1.67
异地新建海宁市第二中学项目	海宁城投	2.16	1.54
新建钱塘实验小学（暂定名）项目	海宁城投	1.84	1.62
新建海宁市第五中学龙渡校区（暂定名）项目	海宁城投	1.67	1.51
长安镇卫生院异地新建项目	海宁城投	0.64	0.51
射击中心新 4 号馆项目	海宁城投	0.41	0.36
许巷派出所、许巷交警中队	海宁城投	0.75	0.49
学林街停车楼项目	海宁城投	0.70	0.70
海昌街道康养中心	海宁城投	2.27	0.88
海宁市执法办案综合体项目	海宁城投	1.40	0.81
新建海宁市南苑小学江南校区（暂定名）项目	海宁城投	3.54	1.25
新建静安初级中学（暂定名）项目	海宁城投	3.32	1.20
易地新建桃园小学项目	海宁城投	2.59	0.85
易地新建周王庙初级中学	海宁城投	2.40	0.71
沪杭高速公路许村段改建工程	海宁交投	31.43	20.50
杭州至海宁城际铁路项目-场站配套项目	海宁交投	7.53	2.70
袁花武原公路	海宁交投	1.62	1.36
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	1.50
硖许公路（环西二路-观潮大道）	海宁交投	3.99	0.98
G524 秀洲王店至海宁海昌段工程（海宁段）	海宁交投	1.77	1.12
盐官度假区（翁金线至潮涌路）连接线工程	海宁交投	0.55	0.41
杭州至海宁城际铁路项目-三改项目	海宁交投	0.46	0.37
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
前步桥项目道路提升工程	海宁交投	0.41	0.33
S25 盐官镇区段交通安全设施工程	海宁交投	0.15	0.10
合计	-	106.51	57.11

注：部分项目已完成投资，因尚未办理完工决算，仍放在在建项目中核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房板块

海宁资产作为海宁市安置房建设主体，2021 年以来安置房新开工面积大幅增长，在建及拟建项目尚需投资规模较大，业务可持续性较好，但面临一定的投融资压力。

公司是海宁市最主要的安置房建造主体，具体业务主要子公司海宁城投运营，其中新增业务由海

宁城投下属子公司海宁市房地产开发有限公司负责，存量项目的建设主体仍为城投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，海宁市政府根据财政、居民等情况进行安置房未来建设规划，并将建设计划分配到建设主体，建设主体通过招拍挂方式（用于安置房建设的土地在招投标时会注明建设用途）获得安置房建设土地；建设主体进行安置房投资概算及报批、融资等事务，并建设销售。公司安置房的销售价格实行“分档计价，合理补偿”，针对国有土地上住宅用房，拆迁户主原住房同等面积的部分免费置换，超原住房同等面积 50%（含）以内部分按产权调换房屋的预评估比准价格（即安置房的评估定价）85%计价，超原面积 50%以上部分按产权调换房屋的预评估比准价格计价；针对农村保障性安居工程，安置房面积与拆迁户主原住房同等面积的部分免费置换，超过户主原住房面积 10 平方米以内的部分按照经济适用房价格销售，超过户主原住房面积 10 平方米以上的部分按照该区域商品房市场价格进行销售。由于安置房建设业务具有民生属性，盈利能力较弱，售价低于建造成本而产生的政策性亏损由财政资金予以补贴。2020~2022 年，海宁市财政局针对安置房项目产生的政策性亏损拨入的财政补贴分别为 3.68 亿元、1.21 亿元和 2.08 亿元。此外，海宁市政府根据公司运作情况择时批准一定比例（不超过总量的 50%）的安置房房源进入市场化销售，具体比例由公司根据安置情况确定。

表 7：近年海宁资产安置房建设销售情况（万平方米）

项目	2020	2021	2022
安置房新开工面积	-	34.22	59.69
安置房竣工面积	13.60	23.85	4.22
安置房销售面积	10.87	9.62	9.80

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

公司根据政府区域规划的推进安排安置房项目开工建设，同时受项目建设周期及施工进度的影响，每年安置房竣工面积存在一定差异。截至 2022 年末，公司主要在建安置房项目总投资合计 92.96 亿元，已完成投资 48.72 亿元；同期末，公司主要拟建项目 2 个：碧云路东、文桥港南安置房项目以及水中园林安置房项目，规划总投资 12.41 亿元。

表 8：截至 2022 年末海宁资产主要在建安置房项目情况表（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期
硖南区块公寓房	21.31	13.09	2021-2024
文星苑一期（轻机厂项目）	13.38	8.10	2021-2024
文星苑二期（尖嘴汇）	13.02	6.63	2022-2024
农丰十六组	14.54	7.10	2022-2025
联合里安置房项目	9.32	4.52	2022-2024
海昌路东、平阳路北安置房项目	21.39	9.28	2022-2025
合计	92.96	48.72	--

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

水务板块

公司在海宁市供水及污水处理领域处于垄断地位，水务业务的竞争力及可持续性较好，但较强的公益性导致板块盈利性较弱。

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，公司供水业务主要由海宁水务下属公司海宁市第二水厂有限公司和海宁市自来水有限公司负责运营。海宁水务拥有自来水厂 2 家，日供水能力 56 万立方米，供水区域覆盖海宁市近 862.74 平方公里全部行政区域，供水管道总长 7,677 公里，供水覆盖人口近百万。

水费标准由海宁市政府制定，自 2013 年执行新的供水价格后未有变化。由于海宁市域内原水水质不佳，处理成本较高；同时 2021 年下半年开始部分原水系跨区域取自千岛湖，原水费用较高，导致公司供水业务呈现持续亏损状态。2022 年公司自来水销售实现收入 2.57 亿元，同比下降 31.65%，主要系部分收入确认采用净额法所致。

表 9：海宁市水价构成（元/立方米）

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

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

表 10：近年海宁水务供水售水情况

项目名称	2020 年	2021 年	2022 年
日供水能力（万吨）	60.00	60.00	56.00
供水总量（万吨）	12,150.00	12,779.00	13,022.43
管网漏损率（%）	5.98	6.03	6.49
全年售水量（万吨）	11,423.00	12,009.00	12,250.00
自来水用户数（户）	331,546	344,130	393,864

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

污水处理方面，海宁资产污水处理业务主要由海宁水务下属子公司浙江海云环保有限公司（以下简称“海云环保”）负责，主要承担海宁市污水设施的建设和污水收集、处理、运营管理工作，经过多年发展，海宁水务已经形成了管网建设、污水收集、污水处理等专业体系，在海宁污水处理方面具有垄断地位，管网覆盖海宁全部区域。此外，海宁水务拓展域外市场化污水处理业务，2018 年海云环保以 3.40 亿元受让了哈尔滨北方环保工程有限公司（以下简称“北方环保”）60% 股权，市场化污水处理业务拓展至黑龙江和内蒙古等地区。截至 2022 年末，海宁水务拥有污水处理厂 29 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 84.14 万吨/日，其中海宁市内设计污水处理能力为 41 万吨/日。近年公司污水处理能力保持稳定，污水处理收入相对稳定，2022 年规模为 3.99 亿元。同时，通过优化污水处理工艺路线，加强设施运行管理，污水处理厂电耗大幅下降，污水处理业务毛利率转正。

截至 2022 年末，公司水务板块在建项目 1 个，为长水塘水源生态湿地水质提标工程，总投资 1.26 亿元，尚需投资 1.14 亿元；拟建项目 1 个，总投资 14.02 亿元。

表 11：截至 2022 年末海宁水务拟建项目情况表（万元）

项目名称	总投资	建设周期
杭海新区污水处理厂易地新建及杭海新区工业污水预处理厂新建项目	140186.00	2023.10-2025.12

资料来源：海宁资产提供，中诚信国际整理

市场化经营板块

海宁资产构建的市场化经营板块涵盖物业租赁及管理、生物制品、房地产开发和商品销售业务，有效增强了公司经营多样化，并成为公司收入的主要来源。与此同时，板块中商品销售业务占比高，但获利水平较低，公司市场化经营板块盈利主要来源于物业租赁及管理和房地产开发业务，但在当前房地产市场行情下需关注房地产项目的去化情况。

海宁资产物业租赁及管理业务主要由海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”）运营。公司合计持有上市公司海宁皮城 53.00% 的股份，并对海宁皮城进行并表。海宁皮城主要从事皮革专业市场的经营，采取租售结合的经营模式，通过新建或改造形成专业的市场经营场所，并将经营场所进行单元分割后出租或出售给皮革制品商户，形成产业集聚经营效应。目前已在浙江海宁、辽宁佟二堡、江苏沭阳、河南郑州、四川成都、湖北武汉、黑龙江哈尔滨、山东济南等地建立了自己的专业连锁市场，截至 2022 年末可供出租商铺面积达 162.96 万平方米。

海宁皮城商铺实行以出租为主、出售为辅的经营策略。出租模式上，海宁皮城一般采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。2020~2022 年，海宁皮城分别实现物业租赁及管理收入 8.47 亿元、9.24 亿元和 7.14 亿元。

海宁资产生物制品板块由下属上市公司浙江钱江生物化学股份有限公司（以下简称“钱江生化”）负责运营，截至 2022 年末，海宁资产合计持有钱江生化 56.56% 的股份。钱江生化是国家重点高新技术企业，中国农药 100 强企业，国内规模最大的新型生物农药、兽药生产企业之一，主要产品包括赤霉素（植物生长调节剂）、阿维菌素（农用杀虫剂）、井冈霉素（农用杀菌剂类产品）和硫酸粘杆菌素（兽药类产品）等。

生产方面，钱江生化主要采取根据订单进行生产的模式，其生产成本主要构成为淀粉、碎米等原材料成本及原煤等原料动力成本，其中煤炭成本占比较高，对总体成本影响较大。近年来，受部分分厂关停及市场供需的影响，钱江生化部分产品的产能利用率一直偏低。销售方面，钱江生化建立了覆盖全国的市场营销和技术服务网络，利用自身产品和技术优势，在提高国内竞争力的基础上参与国际市场的竞争，在欧洲、亚洲、南美及东南亚地区都建立了较为稳定的销售渠道和合作伙伴关系。2022 年，钱江生化实现生物制品收入 3.17 亿元，较上年有所下降，但钱江生化两大高附加值产品赤霉酸 GA3、GA4+A7 销量大幅上升，同时电力和蒸汽耗用量下降，平均生产成本下降，生物制品毛利率大幅提升。截至 2022 年末，钱江生化主要拟建项目为钱江生化生物农药原药及制剂退区入园搬迁项目，该项目预计总投资 4.59 亿元。

海宁资产的房地产开发业务主要由海宁皮城、海宁城投和海宁交投负责，近年开发并销售的项目有东方艺墅、华盛嘉苑、华府景苑、钱江大厦和荷园项目，截至 2022 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。2020~2022 年，海宁资产商品房（含商铺）销售收入分别为 8.34 亿元、16.70 亿元和 22.27 亿元，2021 年以来随着海洲名苑、水月云庐、虹运驿府等项目的相继交房，公司商品房销售收入持续增长。截至 2022 年末，公司在售商品房项目包括荷园、华府景苑、水月云庐和映运蝶府，累计已销售 16.05 万平方米，累计确认收入 17.59 亿元。

在建项目方面，截至 2022 年末，海宁资产在建项目主要包括映运蝶府、华运仕府和嘉兴海宁双漾里未来社区，计划总投资 77.92 亿元，已投资 39.87 亿元。总的来看，公司在建房地产开发项目后期投资规模仍较大，面临一定的投融资压力；同时，国内房地产市场景气度不佳，且“房住不炒”的政策定位将长期影响国内房地产市场，需关注公司各房地产项目的去化情况。

此外，为拓展收入来源，公司子公司海宁城投进行自营物业建设，截至 2022 年末共有三个项目在建，分别为横头街历史文化街区开发建设项目、中丝三厂文化创意产业园项目和海宁市干河街文化街区开发建设项目二期，项目总投资合计 15.90 亿元，已完成投资 14.32 亿元。项目建成后，主要通过旅游文化服务收入、旅游配套服务收入和其他收入来获得一定的经营收益以平衡前期项目建设资金投入。

商品销售方面，公司主要通过海宁市新欣天然气有限公司（以下简称“新欣天然气”）、海宁融诚聚数供应链股份有限公司（以下简称“融诚公司”）、海宁市通程石油有限责任公司（以下简称“通程石油”）和海宁市中国石化经营有限公司（以下简称“海宁石化”）开展。其中，新欣天然气主要开展天然气销售，利用市域间高压管道向浙江省天然气开发有限公司，并销售给海宁市城市管道燃气运营商海宁新奥燃气发展有限公司；通程石油和海宁石化主要从事成品油销售，自上游供应商采购成品油，批发销售或零售销售给下游客户，赚取购销价差，其中零售主要为加油站销售，目前共有 9 家加油站在营；融诚公司发展定位为海宁当地区域块状经济的集合采购服务商，以当地特色产业集群为依托，围绕化纤丝、化工 PVC、建筑材料开展主营业务，业务模式包括托盘模式（客户支付一定比例的保证金锁定货物价格，后根据客户实际需求在收到货款后发货）、敞口赊账模式（根据客户提供的资信及担保情况核定赊账额度及账期，优质客户可予以一定的信用额度）和先款后货模式（客户直接向公司采购货物，款到后公司出面集中采购发货给客户）。2020~2022 年海宁资产商品销售收入分别为 35.12 亿元、54.84 亿元和 53.44 亿元。商品销售业务已成为公司最大的收入来源，其收入占营业总收入的比重超过 40%，但贸易业务处于微利状态，利润贡献有限。同时，中诚信国际关注到，2023 年 5 月，海宁城投以新欣天然气的股权增资海宁新奥燃气有限公司（以下简称“新奥燃气”），海宁天然气成为新奥燃气子公司，脱离公司并表范围，对公司商品销售业务规模形成一定影响。

财务风险

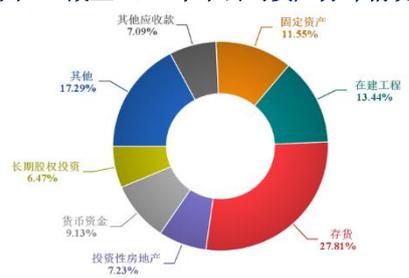
中诚信国际认为，跟踪期内，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于政府的大力支持，公司所有者权益保持增长，财务杠杆水平适中，债务期限结构合理，同时经营获现能力尚可，EBITDA 能覆盖利息支出，但公司存在一定规模的公益性资产且面临划出风险，同时面临房地产资金投入加大及房地产市场景气度不佳资金回笼困难对经营性现金流的负面影响。

资本实力与结构

公司的平台地位重要，跟踪期内继续获得政府支持提升了公司的资本实力，资产规模快速增长，财务杠杆率适中；但公司资产流动性较弱，同时存在一定规模的公益性资产，整体资产质量不佳。

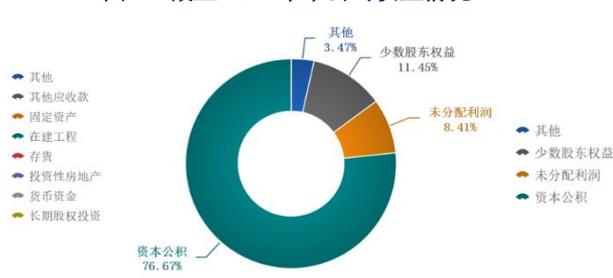
作为海宁市最重要的政府投融资平台，公司地位重要，随着各类项目建设的推进，及各类财政资金的注入，推动公司资产规模和自有资本实力的提升。公司资产主要包括土地整理和房地产开发形成的存货、基础设施建设形成的在建工程和固定资产、物业租赁及管理业务形成的投资性房地产和为日常经营及偿付到期债务而持有的货币资金。随着公司房地产开发项目的增加及商品销售业务的扩张带动存货规模快速提升，同时在资金相对宽松的环境下公司为后期项目投资及债务偿还融入较大规模资金导致货币资金规模保持高位，近年来公司流动资产占比有所上升，流动资产和非流动资产规模基本相当，但公司流动资产中存货和其他应收款规模占比较大且回款缓慢，整体资产流动性不佳。公司拥有较大规模的投资性房地产，同时拥有嘉绍高速股权，资产收益性尚可。中诚信国际关注到，公司基础设施建设不形成收入，项目完工后进入固定资产，其中公益性资产规模较大，且根据浙江省级主管部门对交通类资产会计核算的最新要求，由政府财政出资建设的公益性公路资产须移交给交通局等行政主管部门进行管理，公司公益性公路资产面临划出风险，并对其资产、权益形成影响，中诚信国际将对此持续予以关注。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，主要受益于各类财政拨款的注入，公司资本公积持续快速增长，带动经调整的所有者权益¹增长，2022 年，共受收到各类财政资金近 30 亿元，海宁市公租房管理服务有限责任公司等公司股权无偿划入 25.38 亿元，配建房等房产划入 9.47 亿元，当年末公司经调整的所有者权益进一步增至 513.91 亿元，较上年末增长 15.52%。

各类项目建设的推进导致债务规模逐年提升，但受益于自有资本实力的增强，公司财务杠杆水平仍保持适中水平。但随着项目建设的逐步推进，在区域财政收入受宏观经济因素影响下降的现状下，未来公司外部融资规模或将进一步增长，公司财务杠杆比率预计将有所提升。

表 12：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	1,025.36	1,151.31	1,328.48
非流动资产占比	56.12	51.43	51.38
经调整的所有者权益合计	405.81	444.86	513.91

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括固定资产-公路资产、固定资产-水利资产、其他非流动资产-公益性绿化资产形成的资本公积，截至 2022 年末该调整项金额为 92.46 亿元（占净资产的比重 15.25%）。

资产负债率	51.63	53.84	54.36
总资本化比率	47.61	49.95	51.36

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量和经营获现能力总体表现尚可，但随着经营活动净现金流呈现净流出及投资活动资金缺口的加大，经营发展对外部融资的依赖性加强，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化对公司融资能力的影响。

跟踪期内，公司收入规模保持稳定；同时市场化经营板块收入规模在总收入中占比较高，其上下游结算周期较为匹配，回款相对及时，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入基本匹配度，收现比为 0.95，公司收入质量整体尚可。

2022 年，公司各类项目投资规模相对较大，使得购买商品、接受劳务支付的现金大幅高于销售商品、提供劳务收到的现金，加之当年收到其他与经营活动有关的现金的减少，当年经营活动产生的现金流量净额表现为净流出。同时，需关注商品房开发项目推进的资金投入增加和房地产市场景气度不佳的行情下销售回款难度加大对经营性现金流的负面影响。

公司基础设施建设项目的持续投入使得公司投资活动净现金流呈现扩大净流出态势，且根据公司职能定位，在基础设施建设业务模式不发生变化的情况下，预计公司未来投资活动现金流仍将保持净流出态势。

跟踪期内，由于经营活动净现金流呈现净流出，同时投资活动的资金缺口加大，公司主要依靠银行借款和债券发行来弥补，经营发展对外部融资的依赖性加强，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化对公司融资能力的影响。

表 13：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	20.29	24.16	-30.45
投资活动产生的现金流量净额	-35.31	-28.42	-49.41
筹资活动产生的现金流量净额	3.57	45.87	75.31
现金及现金等价物净增加额	-11.46	41.65	-4.54
收现比	1.04	1.11	0.95

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，但整体债务规模尚好，且债务结构较为合理；EBITDA 对利息的覆盖水平提升，但经营活动净现金流呈现净流出无法为利息提供保障。

公司基础设施建设投入以财政拨款为主，但土地整理、安置房和商品房开发主要依赖于外部融资，近年公司安置房和商品房项目建设投入规模较大，带动公司债务规模的快速增长，2022 年债务同比增长 22.23%。公司债务以银行借款、债券融资和政府置换债券转贷为主，其中银行借款多有担保及抵质押措施；公司短期债务占比维持在 20%以内，债务以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 14：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

类型		金额	2023 年	2024 年	2025 年及以后
银行融资	银行借款	179.70	63.76	42.34	73.59
债券融资	中票/公司债/企业债	304.00	14.16	54.92	234.92
应付票据		15.15	15.15		
其他	政府转贷	43.82	5.02	2.20	36.60
合计		542.67	98.09	99.47	345.11

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、费用化利息支出和折旧构成，近年公司费用化利息支出基本保持稳定，EBITDA 规模主要受利润总额和折旧影响。受益于利润总额增加带动 EBITDA 规模的增长，近年公司 EBITDA 对利息的保障程度上升；但 2022 年经营活动净现金流表现为净流出，无法对利息形成覆盖。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
总债务	368.86	443.96	542.67
短期债务占比	18.59	15.40	18.08
EBITDA	25.81	29.28	34.79
EBITDA 利息保障倍数	1.31	1.51	1.90
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.03	1.24	-1.66

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产合计 135.30 亿元，占当年末总资产的 10.18%，仍存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，同期末，公司对外担保金额合计 239.99 亿元，占当期末净资产的 39.58%，被担保单位以海宁区域的国有企业为主，但总体担保规模较大，仍面临一定的代偿风险。

表 16：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	海宁市尖山新区开发有限公司	国企	499,000.00
2	浙江钱塘江投资开发有限公司	国企	402,598.00
3	海宁盐官古城旅游股份有限公司	国企	241,900.80
4	海宁仰山实业集团有限公司	国企	240,000.00
5	购房业主	个人	168,848.51
6	海宁市实业投资集团有限公司	国企	130,000.00
7	海宁市钱江兴业投资开发有限公司	国企	104,664.00
8	海宁市新市镇开发建设有限公司	国企	75,800.00
9	海宁市永青绿化投资有限公司	国企	69,000.00
10	债券合格投资者	个人	68,369.06
11	三桥联合	国企	52,000.00
12	海宁市尚青绿化投资有限公司	国企	51,455.00
13	浙江海宁经编产业园区开发有限公司	国企	51,250.00
14	浙江钱江湾区投资开发有限公司	国企	47,500.00
15	海宁市合创开发建设有限公司	国企	47,000.00
16	海宁市洛溪投资开发有限公司	国企	29,500.00
17	海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	国企	21,680.00

18	海宁绿动海云环保能源有限公司	国企	21,299.97
19	海宁市杭海文化产业发展有限公司	国企	20,000.00
20	海宁市文化旅游科技有限公司	国企	20,000.00
21	海宁市绿洲投资开发建设有限公司	国企	14,222.18
22	海宁市盐官新市镇开发有限公司	国企	9,500.00
23	浙江海宁鹃湖科技城开发投资有限责任公司	国企	8,372.00
24	海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	国企	4,293.19
25	物产经编（海宁）水务有限公司	国企	1,687.02
合计		--	2,399,939.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——2023 年，公司仍作为海宁市最大的国有资产投资运营主体，没有显著规模的资产划入和划出，财政补贴规模基本维持上年水平。

——2023 年，除商品销售业务规模因燃气销售主体出表而有所下降外，公司其他业务板块收入及盈利水平基本保持稳定。

——2023 年，公司各类项目投资规模预计为 105~130 亿元，其中使用自有资金 37~45 亿。

——公司债务规模将进一步扩张，2023 年净新增债务类融资 68~85 亿元。

预测

表 17：公司重点财务指标预测情况（%、X）

指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率	49.95	51.36	46.96~57.40
EBITDA 利息保障倍数	1.51	1.90	1.75~2.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

2022 年来公司经营活动净现金流呈现净流出状态，年末公司可动用账面资金为 121.23 亿元，可

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 319.82 亿元，尚未使用授信额度为 158.54 亿元，备用流动性充足。此外，作为海宁市最重要的基础设施投资建设和运营主体，可持续获得政府的资金支持，其中 2022 年获得各类财政资金超过 30 亿元。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于保障房和商品房开发的投资，资金需求约 105~130 亿元。同时，公司债务结构合理，短期债务规模相对较小，截至 2022 年末公司未来一年的到期债务规模为 98.09 亿元。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司注重可持续发展，战略规划清晰，内控管理相对健全，但对下属子公司控制有待加强，ESG 综合表现有待提升。

环境方面，公司的生物制品、商品销售中成品油销售业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，公司战略定位清晰稳定，内部部门规章制度和内控制度较为健全，但下属主要子公司海宁城投、海宁交投及海宁水务公司主要高管由海宁市政府任命，上市子公司海宁皮城和钱江生化按上市公司治理体制进行治理，公司对以上子公司管控力度相对较弱；同时，公司业务范围较广，行业跨度比较大，日常经营管理面临一定考验。

外部支持

中诚信国际认为，海宁市政府支持能力强，主要体现在以下方面：

海宁市工业基础良好，皮革、家纺、经编、太阳能利用、化工（医药）等区域特色产业加速扩张和提升，区域特色经济维持明显优势，为区域发展提供了有力支撑，近海宁市 GDP 持续增长，地方一般公共预算收入受宏观经济环境影响 2022 年有所下滑。此外，近年来固定资产投资及城市更新等推升了海宁市政府的资金需求，政府债务融资规模不断增加，2022 年末政府债务余额 230.21 亿元，位于全市第 2 位；政府债务率（62.65%），全市最低且大幅低于国际 100%警戒标准。同时，海宁市较强的财政实力和发达的民营经济吸引众多金融机构设立分支机构，当地政府能够协调一定的金融资源。

同时，海宁市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

1) 区域重要性强：公司系海宁市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，海宁城投、海宁交投、海宁水务等均系公司子公司，承担了区域内土地整理、基础设施和安置房建设，同时在供水领域具有垄断地位，区域重要性强。

2) 与政府的关联度很高：公司大股东及实际控制人为海宁市国资办，根据市政府意图承担市区外

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

交通类基础设施项目建设任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、财政补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出具有重要支撑。除直接的资金支持外，海宁市国资办还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，如 2022 年以来将海宁市公租房管理服务有限责任公司等公司国有股权无偿划入公司。

表 18：海宁市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
海宁市资产经营公司	海宁市国资办 90%	海宁市最大的国有资产投资运营主体，职能涵盖皮革城开发经营、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、商品贸易、旅游、燃气、金融等。	1,328.48	606.37	54.36	127.37	10.45	304.00
海宁市城市发展投资集团有限公司	海宁资产 100%	海宁市城市规划控制区唯一的土地整理企业及重要的基础设施建设企业，承担了城市规划控制区内大部分安置房建设及旧改任务。	517.20	225.68	56.37	71.29	2.14	146.52
海宁市交通投资控股集团有限公司	海宁交控 100%	海宁市交通基础设施投资主体，承担着海宁市市区以外道路交通建设以及杭海城际铁路场站配套项目建设任务。	268.30	183.74	31.52	19.05	2.23	8.12
海宁市实业投资集团有限公司	海宁市国资办 90%	投资开发、股权投资、自有房屋租赁、物业管理、各类商品及技术的进出口业务、房地产开发经营，及鹃湖科技城的投资开发运营。	190.67	93.47	50.98	42.23	0.68	10.15
海宁市水务投资集团有限公司	海宁资产 100%	海宁市唯一的水务集团，主要从事水务工程、供水、污水处理、废弃物清运及处理等业务。	-	-	-	-	-	-

注：所有者权益为报表数。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，海宁市政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，海宁资产与长兴城投和海宁城投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均强，并对上述公司的支持意愿相近，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，海宁市的行政地位与可比公司所在地政府的行政地位相当，当地政府对平台企业的支持能力处于相近区间。海宁资产与可比企业均为当地重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府的支持意愿处于相近水平。

其次，海宁资产的外部经营环境风险及业务风险处于可比公司的平均水平，同时基于当地政府对

公司的职能定位，公司的主营业务围绕其职能定位展开，具有很强的业务竞争优势，公司与可比对象均具有业务竞争优势。

然后，海宁资产的财务风险在同业中处于较低水平。公司资产和权益规模均大幅高于比较组其他公司，资本实力相对较强，财务杠杆水平最低；EBITDA 对利息支出的覆盖能力最强，备用流动性最充足，但公司债务规模较大，债务压力高于可比组公司。

表 19：2022 年同行业对比表

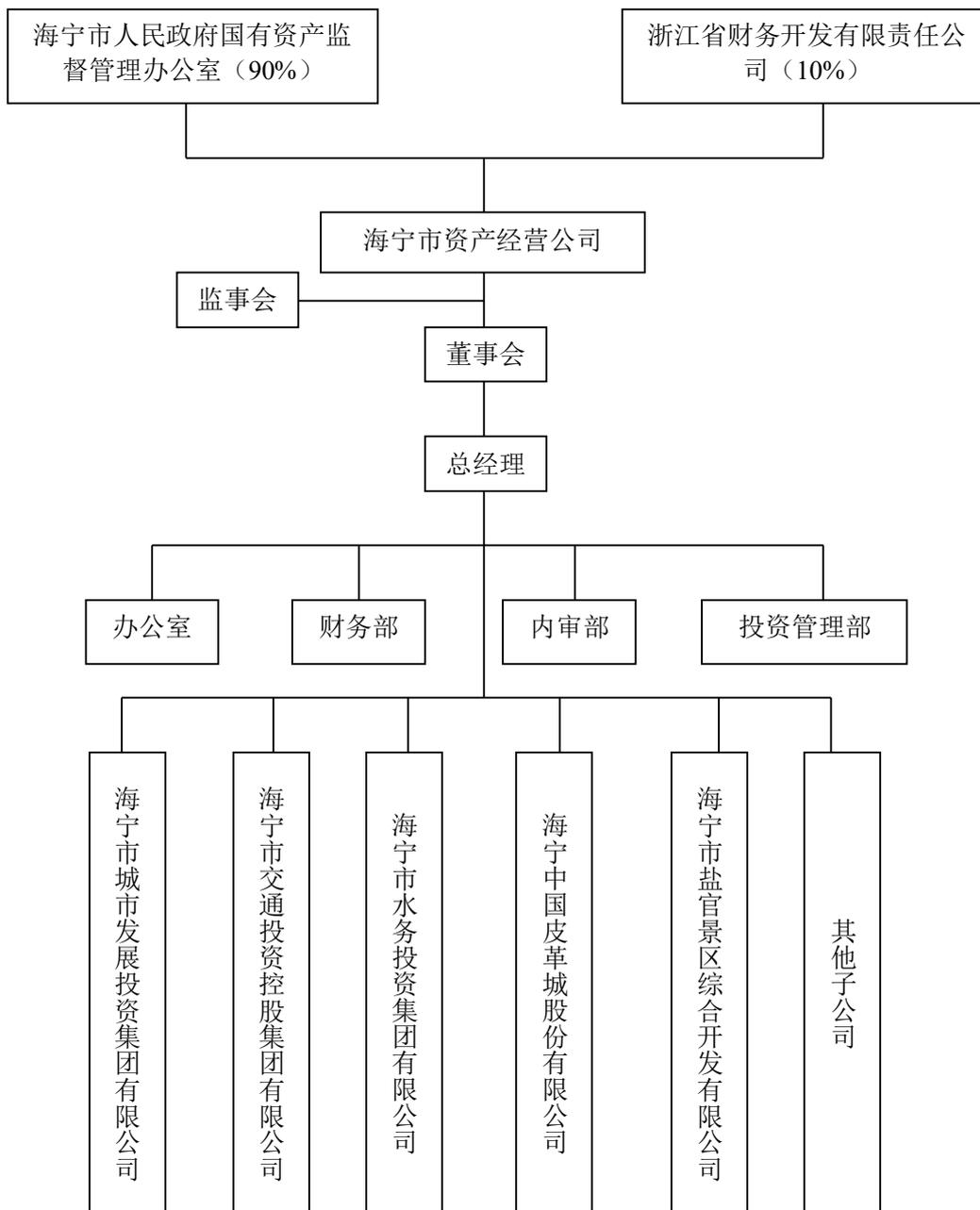
指标	海宁资产	长兴城投	海宁城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	嘉兴市 海宁市	湖州市 长兴县	嘉兴市 海宁市
GDP (亿元)	1,247.00	801.39	1,247.00
GDP 增速(%)	0.7	9.5	0.7
人均 GDP (元)	11.33	11.85	11.33
一般公共预算收入 (亿元)	95.08	82.75	95.08
公共财政平衡率(%)	77.74	81.29	77.74
政府债务余额 (亿元)	230.21	177.34	230.21
控股股东及持股比例	海宁市国资办 90%	长兴县财政局(长兴县 国资办) 69.57%	海宁资产 100%
职能及地位	海宁市最大的国有资 产投资运营主体, 职能 涵盖皮革城开发经营、 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、商品贸易、旅游、 燃气、金融等。	长兴县主要的基礎設 施投资建设主体之一	海宁市城市规划控制 区唯一的土地整理及 基础设施建设企业, 承 担城市规划控制区内 大部分旧城改造及安 置房建设业务,
核心业务及收入占比	商品销售 42.60%、房 屋销售 23.77%、物业 租赁及管理 7.54%、水 务 5.23%、土地整理 3.55%、生物制品 2.53%	土地开发 13.30%、工 程代建 10.52%、房产 销售 6.31%、贸易收入 50.78%、学费收入 2.28%、水务板块 0.87%	商品销售 41.03%；燃 气销售 18.94%；商品 房销售 11.05%；安置 房销售 10.60%
总资产 (亿元)	1,328.48	764.77	517.20
经调整的所有者权益合计 (亿元)	513.91	329.01	190.30
总债务 (亿元)	542.67	366.38	249.76
总资本化比率(%)	51.36	52.69	56.76
营业总收入 (亿元)	127.37	32.83	71.29
净利润 (亿元)	10.45	2.81	2.14
EBITDA (亿元)	34.79	12.13	3.63
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.90	1.00	0.46
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-30.45	-44.86	-39.02
可用银行授信余额 (亿元)	158.54	44.95	68.02
债券融资余额 (亿元)	304.00	165.62	146.52

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际维持海宁市资产经营公司主体信用等级为 AA⁺，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 2022 年末）



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）	2020	2021	2022
货币资金	119,332.57	162,888.52	270,662.82
非受限货币资金	117,532.57	158,300.66	260,188.29
应收账款	15,714.32	32,067.54	47,559.92
其他应收款	51,737.25	98,152.96	99,695.26
存货	1,228,815.66	1,512,051.37	1,952,024.37
长期投资	25,728.77	29,381.85	77,681.92
在建工程	19,896.69	31,015.02	34,549.41
无形资产	45,834.20	544,286.68	554,141.86
资产总计	1,772,816.26	2,798,813.79	3,437,510.97
其他应付款	170,066.20	202,345.29	206,883.87
短期债务	107,152.33	285,567.18	655,342.02
长期债务	287,797.69	474,900.95	668,880.37
总债务	394,950.02	760,468.13	1,324,222.39
负债合计	619,668.79	1,026,453.83	1,596,545.19
利息支出	14,948.33	17,171.79	34,392.83
经调整的所有者权益合计	1,153,147.47	1,772,359.96	1,840,965.78
营业总收入	47,891.21	79,583.70	116,964.49
经营性业务利润	15,911.03	15,286.64	15,638.08
其他收益	5,491.56	5,037.19	6,129.35
投资收益	1,726.22	226.33	145.69
营业外收入	160.61	90.27	129.78
净利润	17,258.61	27,103.50	17,365.51
EBIT	20,814.29	19,090.62	17,296.65
EBITDA	23,749.84	24,655.61	22,148.84
销售商品、提供劳务收到的现金	31,761.54	35,095.57	92,714.92
收到其他与经营活动有关的现金	202,212.74	183,585.49	246,921.60
购买商品、接受劳务支付的现金	191,420.08	229,045.73	519,067.14
支付其他与经营活动有关的现金	89,290.32	181,559.22	207,630.38
吸收投资收到的现金	22,929.00	5,000.00	30,590.00
资本支出	88,870.99	70,380.01	45,673.89
经营活动产生的现金流量净额	-58,249.91	-208,322.05	-400,853.06
投资活动产生的现金流量净额	-96,705.33	-72,513.14	-69,969.11
筹资活动产生的现金流量净额	229,863.52	321,603.28	572,709.81
现金及现金等价物净增加额	74,908.29	40,768.09	101,887.63
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	45.24	31.58	23.55
期间费用率（%）	22.11	17.44	13.33
应收类款项占比（%）	3.80	4.65	4.28
收现比（X）	0.66	0.44	0.79
资产负债率（%）	34.95	36.67	46.44
总资本化比率（%）	25.51	30.02	41.84
短期债务/总债务（%）	27.13	37.55	49.49
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-3.90	-12.13	-11.66
总债务/EBITDA（X）	16.63	30.84	59.79
EBITDA/短期债务（X）	0.22	0.09	0.03
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.59	1.44	0.64

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2020~2022 年度审计报告整理，其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用下一年度审计报告的期初数，2022 年财务数据为审计报告期末数；2、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/总资产
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业总收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
EBIT (息税前盈余)	营业利润+费用化利息支出-非经常性损益
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
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
EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

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

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn