

浙江滨海新城开发投资股份有限公司

2018 年度第一期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2017)010670】

评级对象: 浙江滨海新城开发投资股份有限公司 2018 年度第一期中期票据 (本期中票)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA (未安排增级)

评级时间: 2017 年 8 月 7 日

注册额度: 18 亿元

本期发行: 5 亿元

存续期限: 3 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还金融机构借款

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	20.63	23.37	23.34	16.79
刚性债务	57.97	79.07	81.63	80.00
所有者权益	40.81	40.94	43.71	43.60
经营性现金净流入量	3.58	-15.47	-8.95	-3.65
合并数据及指标:				
总资产	190.21	211.48	223.07	223.26
总负债	142.30	164.04	169.33	168.34
刚性债务	112.29	133.56	131.01	129.16
所有者权益	47.91	47.44	53.74	54.92
营业收入	10.72	8.76	11.36	2.05
净利润	1.75	2.15	4.76	1.18
经营性现金净流入量	6.25	-7.91	-2.76	-2.66
EBITDA	9.42	5.47	7.85	—
资产负债率[%]	74.81	77.57	75.91	75.40
长短期债务比[%]	236.16	236.19	236.30	234.55
权益资本与刚性债务比率[%]	42.66	35.52	41.02	42.52
流动比率[%]	247.49	255.46	273.82	274.22
现金比率[%]	53.33	52.57	51.47	38.97
利息保障倍数[倍]	0.67	0.61	0.79	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.20	0.63	0.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.04	0.06	—

注: 根据滨海开发经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

邱羽佳 wyj@shxsj.com

张浩硕 zhs@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **区域环境良好。**滨海新城重点引进高新技术企业, 经济增长可持续性较强。随着落户企业的增加, 滨海新城财政实力逐年增强, 为滨海开发主业发展提供良好的外部环境。
- **政府支持力度大。**滨海开发作为滨海新城范围内重要的项目建设及投融资主体, 近年来持续获得项目资本金注入和政府债券置换资金, 可对公司业务发展形成良好支持。
- **主业盈利空间提升。**2015 年以来, 嘉绍大桥不再计提折旧, 通行费业务盈利规模扩大。同时, 随着通行费业务收入的持续增长, 公司盈利空间持续上升。
- **即期偿付压力尚可。**滨海开发债务期限结构合理, 年末货币资金存量较充裕, 即期偿债压力尚可。

➤ 主要风险/关注:

- **土地开发业务稳定性不足。**滨海开发土地整理业务收入易受当地土地市场波动及国家政策影响, 稳定性不足。
- **代建项目资金回笼较为缓慢。**滨海开发代建的政府项目前期资金投入较大, 项目结算进度较慢, 且新城管委会资金拨付相对较为滞后, 公司持续面临较大的资金平衡压力。
- **往来款回收风险。**滨海开发与当地企事业单位及其他平台公司往来频繁, 形成了较大规模的往来款, 存在一定的资金回收风险。
- **再融资压力较大。**滨海开发通行费收费权已做质押, 部分土地资产也已抵押, 整体财务杠杆较高, 后续存在一定的融资压力。

- **或有担保风险。**滨海开发对外担保规模增长较快，且担保对象较为集中，同时存在一定的互保现象，面临较大的代偿风险。

➤ 未来展望

通过对滨海开发及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期中票还本付息安全性很高，并给予本期中票 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》和《城投类政府相关实体信用评级方法》，上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中票存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

浙江滨海新城开发投资股份有限公司

2018 年度第一期中期票据

信用评级报告

一、公司概况

浙江滨海新城开发投资股份有限公司（简称“滨海开发”、“该公司”或“公司”）成立于 2010 年 3 月 12 日，由绍兴市交通投资集团有限公司（简称“绍兴交投”）、上虞市交通投资公司（后更名为“绍兴市上虞区交通投资有限公司”，简称“上虞交投”）和绍兴县国有资产投资经营有限公司（后更名为“绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司”，简称“柯桥国资”）共同设立，初始注册资本为 7.50 亿元。后经多次增资，截至 2017 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 28.00 亿元（包括货币资金出资 17.20 亿元和股权出资 10.80 亿元），其中绍兴交投、上虞交投和柯桥国资分别持有公司 52.54%、38.73%和 8.73%的股权。

该公司作为浙江省绍兴市滨海新城（简称“滨海新城”）重要的城市基础设施项目投资和建设主体，可得到政府在资金注入、财政补助等方面的支持。目前公司主要从事滨海新城范围内的土地一级开发、城市基础设施建设和嘉绍大桥运营等任务。

二、本期债项概况

该公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行总额不超过 18 亿元中期票据的议案分别于 2017 年 7 月 3 日和 2017 年 7 月 7 日获得董事会和股东会审议通过。本期拟发行金额为 5 亿元，期限为 3 年。公司拟将本期中票募集资金用于偿还金融机构借款。

图表 1. 拟发行的本期中票概况

中期票据名称:	浙江滨海新城开发投资股份有限公司 2018 年度第一期中期票据
注册额度:	18 亿元人民币
本期发行规模:	5 亿元人民币
中期票据期限:	3 年
定价方式:	按面值发行

增级安排：无

资料来源：滨海开发

截至本评级报告出具日，该公司已发行债券待偿还本金余额合计 32 亿元，付息情况正常。

图表 2. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	本金余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
15 浙滨债	18.00	18.00	7 年	4.65	2015/12/23	18 亿元/2015 年 12 月	付息正常
16 滨海新城 PPN002	10.00	10.00	5 年	4.95	2016/11/23	15 亿元/2016 年 8 月	付息正常
16 滨海新城 PPN001	4.00	4.00	5 年	4.50	2016/11/01		付息正常
合计	32.00	32.00	-	-	-	-	-

资料来源：wind

三、宏观经济和政策环境

2017 年以来，我国政府继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革、经济结构优化、区域协调发展等多项改革措施，确保我国经济的基本面长期保持中高速稳定增长态势。

2017 年第一季度，全球经济继续复苏，但各经济体表现不一，地缘政治因素成为影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济继续回升，欧盟大部分成员国和日本经济缓慢复苏，其中德国经济复苏表现强劲。在新兴经济体中，印度经济保持中高速增长，俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，巴西经济亦在朝复苏迈进，南非经济仍低速增长。同时，美国新任总统的经济政策、英国脱欧、欧洲大选、叙利亚问题和朝鲜半岛问题等因素或对全球经济增长造成重大不确定性影响。

2017 年第一季度，在内外需求回暖带动下，我国经济增长超预期，整体表现出稳中向好态势。物价水平呈温和上涨，就业规模扩大；居民收入稳步增长，为消费增长提供稳定前提；制造业投资增速继续上升，民间投资回暖，基建投资仍处高位，地方投资热情较高，房地产开发投资增速继续上行；进出口贸易继续好转，净出口对 GDP 增长贡献率扭负为正。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革的推动下，传统强周期性、产能过剩行业利润快速回升，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业总体向好。房地产调控“因城施策”，从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，可有效控制

热点城市房地产市场的过热势头和推动三四线城市去库存。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域和省市经济建设提速，区域协同发展效应逐步显现。

2017 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。在财政政策方面，我国财政赤字率维持 3%，财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体上仍然可控。货币政策方面，为更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，我国央行实行稳健中性的货币政策。在坚决按照“把防控金融风险放到更加重要的位置”的总体要求下，严守不发生系统性风险底线，监管机构的监管力度持续加强，对防范市场突出风险具有积极意义，有利于经济稳定和健康发展。

我国对外开放水平持续提高，“一带一路”建设深入推进，有利于我国企业“走出去”，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升、国际地位继续增强、资本项目可兑换进程持续推进，人民币兑美元汇率短期内受美联储加息和资本外流影响面临一定的贬值压力，但是人民币不存在长期贬值的基础，人民币兑美元汇率将在合理区间运行。

2017 年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展和城镇化的发展，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，在我国经济增长驱动力转变、产业结构优化升级的过程中，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

近年来绍兴市经济持续发展，经济总量在浙江省各地级市排名靠前，但受宏观经济下行影响，出口对绍兴市的经济拉动效应趋弱，总体经济增速逐年放缓。

绍兴市是浙江省下辖地级市，地处长江三角洲南翼，位于浙江省中北部，西接杭州、东连宁波、南依金华市和台州市。绍兴全境域东西长 130.4 千米、南北宽 118.1 千米、海岸线长 40 千米，陆域总面积 8273.3 平方公里，其中市辖区 2942 平方公里。绍兴市下辖 3 区 1 县 2 县级市，分别为越城区、柯桥区、上虞区、新昌县、嵊州市和诸暨市。截至 2016 年末，绍兴市拥有常住人口 498.8 万人。

绍兴市具备一定的区位优势，境内拥有萧甬铁路、浙赣铁路、杭甬客运专线、沪昆客运专线等多条铁路，在建铁路有杭绍台城际铁路，且已规划了苏绍铁路；沪昆高速、绍诸高速、杭州湾环线高速等高速公路沿线而过，将绍兴市与杭州市、宁波市和金华市等紧密相连；空运方面，绍兴市西距杭州萧山机场 40 分钟车程，东距宁波栎社机场 80 分钟车程。此外，位于绍兴市北部的绍兴港共有 1000 吨级的泊位 17 个，现已成为绍兴水路交通枢纽。自 2013 年 7 月嘉绍大桥通车之后，绍兴市至上海的车程大幅缩短，绍兴市也正式纳入了上海市 2.5 小时经济圈，区位优势有所提升。

绍兴市作为国家历史文化名城，素有“名士之乡”的称号，依托鲁迅故里、王羲之故居、兰亭等众多文化古迹，绍兴市旅游业得以快速发展，已成为当地主导产业之一。此外，绍兴市拥有纺织化纤、建筑业、装备制造、医药化工等传统优势产业和先进设备制造、新材料、新能源、生物医药和新兴信息等战略性新兴产业。经过多年的发展，绍兴市已培养了一批实力雄厚的上市企业，包括海亮集团、盾安控股、浙江中成控股集团等，为绍兴市经济增长提供了较强的内生动力。

依托独特的区位优势和良好的产业基础，近年来绍兴市经济保持增长，经济总量在浙江省各地级市中处于中上游水平，但受宏观经济下行及传统产业升级改造影响，近年来经济增速有所放缓。2014-2016 年绍兴市分别实现地区生产总值 4265.8 亿元、4466.65 亿元和 4710.19 亿元，按可比价格计算，分别较上年增长 7.5%、7.1%和 5.5%。2016 年绍兴市经济总量和人均生产总值（94430.63 元）在浙江省各地级市中均位列第 4。近年来，绍兴市三次产业结构不断优化，2016 年为 4.5:49.2:46.3，第三产业比重不断上升。

图表 3. 2014-2016 年绍兴市主要经济指标及增速 (单位: 亿元, %)

	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	4265.8	7.5	4466.65	7.1	4710.19	5.5
第一产业增加值	194.2	1.7	199.09	1.8	209.86	2.1
第二产业增加值	2213.5	7.5	2253.41	6.0	2319.17	4.5
第三产业增加值	1858.1	8.3	2014.15	9.2	2181.16	6.9
规模以上工业增加值	-	6.4	-	5.8	1678.63	4.7
全社会固定资产投资	2304.7	15.1	2582.84	12.1	2882.48	11.6
社会消费品零售总额	1487.1	12.8	1621.06	9.0	1783.34	11.3
进出口总额 (亿美元)	346.84	3.9	299.02	-13.8	274.14	-1.8

资料来源: 绍兴市国民经济和社会发展统计公报

近年来绍兴市高度重视高新技术产业和战略性新兴产业的发展, 2016 年分别实现增加值 481.00 亿元和 551.13 亿元, 同比增长 7.2% 和 8.7%, 占规模以上工业增加值的比重分别为 28.7% 和 32.8%。此外, 作为绍兴市传统的支柱产业之一的装备制造业也保持增长, 2016 年实现增加值 501.66 亿元, 同比增长 8.4%; 信息制造业和生命健康制造业也同步快速发展, 2016 年分别实现增加值 58.37 亿元和 91.52 亿元, 同比增长 12.1% 和 8.8%。

消费能力方面, 2014-2016 年绍兴市分别实现社会消费品零售总额 1487.1 亿元、1621.06 亿元和 1783.34 亿元, 增速虽呈现小幅回落态势, 但总体仍保持在高位。进出口贸易方面, 受宏观经济下行影响, 绍兴市进出口贸易规模逐年下滑, 2014-2016 年分别实现进出口总额 346.84 亿美元、299.02 亿美元和 274.14 亿美元。其中, 作为绍兴市最主要的出口产品, 纺织品及服装出口额逐年下滑, 2016 年为 160.66 亿美元, 同比下降 3.7%, 占出口总额的比重为 63.3%。

近年来绍兴市持续加大固定资产投资力度, 2014-2016 年固定资产投资额分别为 2304.7 亿元、2582.84 亿元和 2882.48 亿元, 增速分别为 15.1%、12.1% 和 11.6%。从投向来看, 第三产业已逐步成为主要投资方向, 2016 年绍兴市完成第三产业投资 1551.59 亿元, 同比增长 18.5%, 增速高于固定资产投资 6.9 个百分点, 占固定资产投资的比重为 53.83%。从投资领域来看, 全年重大基础设施投资 328.22 亿元, 同比增长 58.4%; 重大产业项目投资 724.37 亿元, 同比增长 18.4%; 高新技术产业投资 387.40 亿元, 同比增长 27.9%。

从房地产市场行情来看, 2015 年以来随着限购政策的松绑, 加之连续降息降准、营业税五改二、首付比例降低、公积金政策放宽等政策利

好的释放，绍兴市房地产市场量价齐升。2014-2016 年，绍兴市商品房销售面积分别为 531.73 万平方米、677.76 万平方米和 772.61 万平方米，同比分别增长-12.5%、27.5%和 14.0%；商品房屋销售金额分别为 440.26 亿元、548.70 亿元和 614.19 亿元，同比分别增长-22.6%、24.6%和 11.9%。绍兴市房地产开发投资增速继 2015 年大幅回落后，于 2016 年实现小幅回升，2014-2016 年，绍兴市分别完成房地产开发投资 613.51 亿元、622.65 亿元和 641.19 亿元，同比分别增长 14.2%、1.5%和 3.0%；同期房屋施工面积分别为 4090.41 万平方米、3822.27 万平方米和 3607.11 万平方米，同比分别增长 13.5%、-6.6%和-5.6%，施工面积近两年出现负增长。鉴于房地产市场易受供求关系、信贷政策导向、调控政策等诸多因素影响，预计在中短期内绍兴市房地产市场走势仍存在一定的不确定性。

图表 4. 近年来绍兴市商品房建设、销售情况（单位：%）

指标	2014 年		2015 年		2016 年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
房地产开发投资（亿元）	613.51	14.2	622.65	1.5	641.19	3.0
房屋施工面积（万平方米）	4090.41	13.5	3822.27	-6.6	3607.11	-5.6
房屋竣工面积（万平方米）	775.82	67.9	696.63	-10.2	1146.89	64.6
商品房屋销售面积（万平方米）	531.73	-12.5	677.76	27.5	772.61	14.0
商品房屋销售金额（亿元）	440.26	-22.6	548.70	24.6	614.19	11.9
商品房屋销售单价（元/平方米）	8279.77	-11.51	8095.79	-2.22	7949.55	1.81
房屋待售面积（万平方米）	427.65	46.1	614.54	43.7	718.59	16.9

资料来源：绍兴市国民经济和社会发展统计公报

绍兴市一般公共预算收入保持增长，且税收收入占比高，稳定性较好；但政府性基金收入易受区域土地市场影响呈现波动，对地方财力形成一定影响。

随着经济的发展，绍兴市以税收收入为主的一般公共预算收入保持增长。2014-2016 年，绍兴市全口径一般公共预算收入分别为 317.27 亿元、362.89 亿元和 390.30 亿元，增速分别为 8.3%、5.8%和 7.3%。其中 2016 年税收收入为 332.25 亿元，占一般公共预算收入的 85.13%。从税源结构来看，增值税、营业税和企业所得税为主要构成部分，2016 年三者合计占税收收入的比重为 56.36%。同时，绍兴市一般公共预算支出也保持了增长态势，2014-2016 年全口径一般公共预算支出分别为 346.44 亿元、421.37 亿元和 450.98 亿元，增速分别为 11.0%、12.8%和 8.2%。从支出结构来看，由一般公共服务、公共安全、教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育构成的刚性支出占比较高，2016 年占一般公共预算支出的 58.05%，一般公共预算支出弹性一般。从财政平衡情况来看，绍兴市

公共财政自给率较高，2014-2016 年分别为 91.58%、86.12%和 86.54%。

图表 5. 2014~2016 年绍兴市全口径财政收支状况（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年
一般公共预算收入	317.27	362.89	390.30
政府性基金收入	313.01	170.85	247.04
一般公共预算支出	346.44	421.37	450.98
政府性基金支出	303.09	177.25	237.81
公共财政自给率	91.58%	86.12%	86.54%

资料来源：绍兴市财政局网站

受区域内房地产市场及土地市场波动影响，绍兴市政府性基金收入呈现一定的波动性。2014-2016 年全口径政府性基金收入分别为 313.01 亿元、170.85 亿元和 247.04 亿元。政府性基金收入主要来源于国有土地出让金收入，近三年绍兴市土地出让成交总价呈现波动，造成政府性基金收入波动明显。总体来看，绍兴市地方财力中政府性基金收入占比较高，区域土地市场波动易对地方财力造成一定影响。

绍兴滨海新城经济总量规模不大，但凭借独特的区位优势以及日益改善的投资环境，滨海新城各项经济指标增长较快，现已初步形成了以生物医药等为主的支柱产业，产业集聚效应初显。

绍兴滨海新城成立于 2010 年 7 月，地处杭州湾南端，是浙江省构筑海洋经济发展带、推进大平台大产业大项目大企业建设的重点区域，也是浙江省重点布局的 14 个省级产业集聚区和重点开发区（园区）之一。滨海新城位于上海、杭州、宁波三大城市圈中心地带，交通环境较为优越，距杭州萧山国际机场 0.5 小时车程，距上海虹桥机场 2 小时车程；杭甬铁路沿线而过。嘉绍跨江大桥建成通车后，新城至上海距离缩短至 150 公里，从而纳入上海 1.5 小时经济圈，长三角 2 小时经济圈，区位优势得到增强。

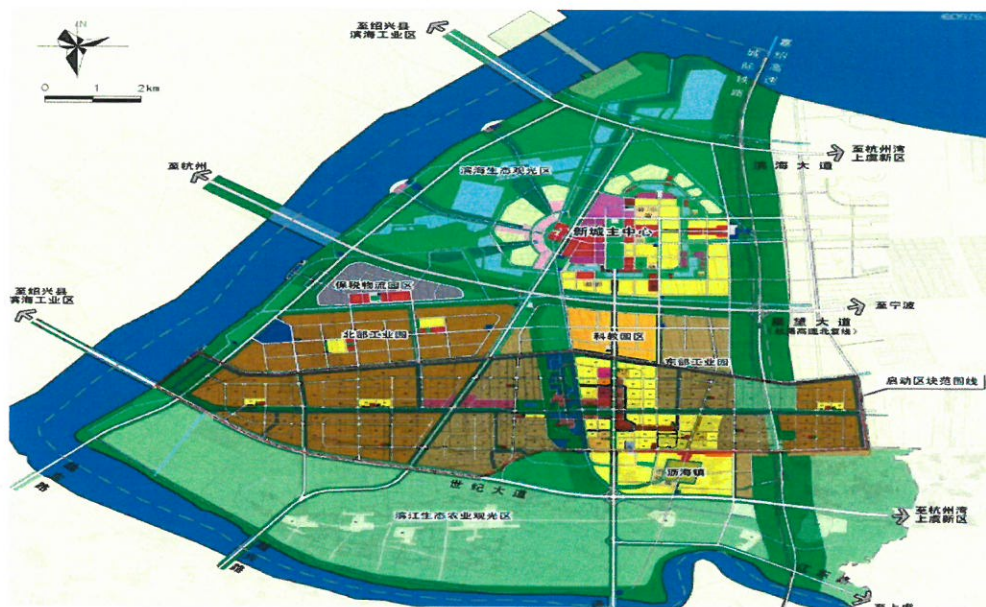
图表 6. 滨海新城区域概览



资料来源：滨海开发

滨海新城规划总面积近 500 平方公里，空间结构为“三区、两带、一心”。“三区”即南区的绍兴袍江经济技术开发区（国家级）、西区的柯桥区滨海工业园和东区的杭州湾上虞工业园区；“两带”指滨海景观带和沿曹娥江两岸的江滨景观带；“一心”指目前正重点开发的江滨区域。其中，江滨区域根据现行规划，至 2030 年人口规模有望达到 40 万人，建设用地达到 65 平方公里。经过近几年的发展，江滨区域内以中央商务区、科创园和南部工业园为主的 37 平方公里“首期启动区块”得到了一定的发展：其中中央商务区位于滨海新城南部，是主要的商业配套区以及核心区域之一，现已建成了绍兴滨海新城行政服务中心；科创园主要由滨海新城科创中心组成，规划面积 700 亩，现已建成 100 亩，建筑面积 14.6 万平方米，可为创新创业型公司提供孵化平台；南部工业园主要集聚了以生物医药、医疗美容产业为主体的生命健康产业板块，以新能源汽车零部件、环保装备为主体的高端智能装备板块和以现代物流、科技创新为主体的现代服务业板块。其中，生命健康产业板块中，昌海医药已正式投产运营，拓瑞药业已累计获得 8000 万元创业投资，福瑞喜药业、复欣生物、瑞博医疗等 6 家企业已入驻新城内医疗器械产业园；高端智能装备板块中，总投资 50 亿元的三花新能源汽车零部件产业园和总投资 10 亿元的宝城 PC 项目已开工建设；现代服务业板块中，苏宁电商已正式投运，精诚光大物流园和顺丰快递达成合作协议。

图表 7. 滨海新城规划图



资料来源：滨海开发

滨海新城在管理体制方面有较强的创新，包括：1) 新城实施“充分授权、封闭运作、办事不出新城”的行政审批机制，授权新城管委会下设各机构直接履行相关职能；2) 新城设立有公安分局、国土分局、环保分局、工商分局、国地税办事处等派出机构，并赋予县级职能部门同等审批管理权限；3) 新城财政按照一级管理体制独立运作，江滨区域产生的一级地方财政收入、土地出让净收益，10 年内全额返还以支持新城开发建设；4) 浙江省和绍兴市将按照浙江省产业集聚区的政策，对企业上交属省财政留成部分给予全额返还，对项目办证实行“零规费”；5) 项目用地在签订进区协议的基础上以“招拍挂”方式出让，基准地价低于周边地区；6) 新城对高新技术产业项目、重大投资项目，实行“一事一议”的激励政策。政府扶持政策和灵活的管理体制将有利于新城的开发建设和招商引资。

滨海新城成立时间较短，目前仍处于开发建设初期阶段，经济规模基数仍较低，但经过近几年的发展，滨海新城已形成了以东西走向的世纪大道和贯穿滨海新城南北的新城大道构成的路网模式，建成了滨海新城科技产业园、绍兴国家级检测试验科研基地等产业楼，为招商引资提供了良好的条件。截至 2016 年末，滨海新城已签约落户企业 888 家，其中 2016 年滨海新城已签约项目 39 个，主要集中于生物医药行业，协议总投资超过 200 亿元。

随着滨海新城入驻企业的增加，产业集聚效应逐渐凸显，经济保持

较快增长。2014-2016 年，滨海新城分别实现地区生产总值 37.95 亿元、41.90 亿元和 48.39 亿元；规模以上工业增加值分别为 9.39 亿元、15.09 亿元和 16.88 亿元。滨海新城招商引资工作的不断推进带动了当地固定资产投资的增长，2014-2016 年分别为 81.00 亿元、95.62 亿元和 103.27 亿元。考虑到滨海新城的快速发展，未来滨海新城固定资产投资总额有望继续增长。由于滨海新城仍处于建设初期，人口集聚度有限，因此社会消费品销售总额处于低位。但随着 2017 年底浙江邮电职业技术学院滨海校区的交付使用，滨海新城人口规模将大幅增长，消费能力有望进一步提升。

图表 8. 2014-2016 年滨海新城主要经济指标及增速情况

	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	37.95	13.5%	41.90	11.9%	48.39	15.5%
规模以上工业增加值（亿元）	9.39	34.3%	15.09	23.2%	16.88	11.3%
全社会固定资产投资（亿元）	81.00	13.3%	95.62	18.1%	103.27	8.0%
社会消费品零售总额（亿元）	1.00	1.7%	1.39	37.4%	1.22	-20.7%

资料来源：滨海开发

土地出让方面，随着滨海新城签约项目的逐渐增多，新城土地实现了一定的出让。2014-2016 年，新城累计出让土地 130 宗，出让土地面积合计 7186 亩，累计实现土地出让金收入 19.84 亿元。但新城土地出让以工业用地为主，且为配合招商引资工作，当地政府在土地出让价格上给予落户企业一定的优惠，因此出让价格相对较低。考虑到滨海新城基础设施和城市配套设施的逐步完善和成熟，未来土地或将存在一定的升值空间。

图表 9. 近年来滨海新城土地出让情况

	2014 年	2015 年	2016 年
土地出让宗数（宗）	52	29	49
土地出让面积（亩）	3210	1920	2056
土地出让收入（亿元）	6.17	5.39	8.28
土地出让均价（万元/亩）	19.22	28.07	40.27

资料来源：滨海开发

作为新开发区域，滨海新城目前财政体量仍较小，地方财政收入主要依赖于土地出让收入；但未来随着招商引资的持续推进，新城税收收入有望进一步增长。

作为新开发区域，滨海新城目前财政体量仍较小，地方财政收入主要依靠土地出让收入。2014-2016 年，新城分别实现一般公共预算收入 2.26

亿元、2.68 亿元和 3.04 亿元，其中税收收入占比较高，分别为 95.52%、96.10%和 93.30%；政府性基金收入分别为 5.11 亿元、4.46 亿元和 3.86 亿元，呈现逐年下滑的趋势，主要因当地政府配合招商引资工作，给予购地落户企业延期缴纳土地出让金等相关优惠政策，使得政府性基金收入有所下滑。未来，随着滨海新城建设和招商引资的推进，税收收入规模或将有所提高。

图表 10. 滨海新城 2014-2016 年财政收支情况表（单位：亿元）

指标	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	增速(%)	金额	增速(%)	金额	增速(%)
一般公共预算收入	2.26	35.85	2.68	18.32	3.04	13.43
其中：税收收入	2.16	38.42	2.58	19.04	2.84	10.12
政府性基金收入	5.11	43.51	4.46	-12.58	3.86	-13.43
其中：国有土地使用权出让收入	-	-	4.21	-	3.62	-13.93
上级补助收入	0.60	-	0.85	-	0.95	-
一般公共预算支出	2.35	32.18	2.74	16.99	3.08	12.27
政府性基金支出	5.11	43.51	3.82	-25.10	3.55	-7.19
财政自给率	96.55%	-	97.65%	-	98.66%	-

资料来源：滨海开发

2014-2016 年，滨海新城一般公共预算支出分别为 2.35 亿元、2.74 亿元和 3.08 亿元。滨海新城财政平衡能力较强，近三年财政自给率均维持在 96%以上，且随着一般公共预算收入的增长呈现逐年升高的态势。

政府债务方面，截至 2016 年末，滨海新城政府性债务余额为 49.45 亿元，其中负有偿还责任的债务为 27.78 亿元，可能承担一定救助责任的债务为 21.67 亿元。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司系绍兴交投、上虞交投和柯桥国资共同出资组建的国有企业，公司控股股东为绍兴交投，最终控制人为绍兴市国资委。

该公司产权结构较为清晰，自成立以来股权结构保持稳定。截至 2017 年 3 月末，绍兴交投、上虞交投和柯桥国资分别持有公司 52.54%、38.73%和 8.73%的股权，绍兴交投为公司控股股东。绍兴交投系绍兴市

人民政府国有资产监督管理委员会（简称“绍兴市国资委”）直属企业，主要从事绍兴市交通基础设施建设投融资及国有资产经营，公司实际控制人为绍兴市国资委。公司产权状况详见附录一。

（二）公司法人治理结构

该公司已根据相关法律法规建立了较完整的法人治理结构。

该公司是独立企业法人，公司依照《公司法》以及有关法律、行政法规的规定，实行独立核算、自主经营、自负盈亏。公司设股东会、董事会和监事会。股东会是公司的最高权力机构，决定公司经营方针和投资计划；选举和更换公司董事，决定有关董事报酬事项；对股东向股东以外的人转让出资做决定；对公司合并、分立、变更公司形式、解散和清算事项作出决议。公司董事会由 11 名董事组成，其中非职工董事 10 人，由股东大会选举产生，职工代表董事 1 人，由职工代表大会选举产生，设董事长 1 人，由董事会以全体董事过半数选举产生；董事任期 3 年，任期届满，连选可以连任。监事会由 9 名监事组成，其中非职工监事 6 人，由股东大会选举产生；职工代表监事 3 人，由职工代表大会选举产生；设监事会主席 1 人，由监事过半数选举产生；监事任期 3 年，任期届满连选可连任。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，主持公司的日常经营工作。

（三）公司管理水平

该公司组织机构设置较合理，自成立以来逐步建立了相应的内部管理制度，运营管理逐步得到规范。公司存在一定规模的关联担保及关联资金往来事项，但总体风险尚可控。

该公司实行总经理负责制，下设办公室、财务部、工程部、审计部和人事部五个职能部门，各职能部门之间分工明确。公司组织架构详见附录二。

该公司自成立以来，逐步建立了相应的规章制度，在财务管理、工程建设质量和内部控制等方面都制定了相关制度条例，并不断完善内部管理系统。在财务管理方面，公司制定了《企业财务管理制度》，规范财务会计行为，加强财务管理，确保国有资产的保值增值；工程建设质量方面，公司制定了相关管理制度，在定期检查的基础上不定期抽查工程质量，严格质量控制，做好工程的检查、验收和资料的完善、存档等工作；在内部控制方面，公司制定了《公司规章管理制度》，对公司各

项经济活动的合法性、合规性以及内部控制制度的健全性、有效性进行系统审计监督和评价，达到完善内控制度、规范经营活动、改进财务工作、强化资产管理、确保资产保值增值的目的。

该公司作为滨海新城重要的开发建设主体，与当地其他平台公司存在关联担保和资金往来情况。关联担保方面，绍兴交投为公司借款提供担保，截至 2016 年末担保余额为 17.10 亿元；关联资金往来方面，截至 2016 年末，绍兴滨海新城开发建设有限公司（简称“滨海建设”）¹ 占用公司往来资金 9.27 亿元，公司占用绍兴交投往来资金 6.30 亿元。

（四）公司经营状况

该公司是滨海新城内唯一的土地一级开发主体，同时承担了新城内大部分基础设施建设任务，近年来通过债务融资进行了大规模的开发建设，但项目回款进度较为缓慢，加之后续仍有较大的资金需求，公司持续面临较大的资金平衡压力。此外，公司拥有嘉绍大桥的部分运营权，每年均可获得稳定的现金流入，但通行费收入专用于项目还贷和日常维护支出，可支配性不强。

该公司作为滨海新城主要的项目投资建设主体，主要承担区域内的土地开发整理和基础设施建设任务。此外，公司还拥有嘉绍大桥的部分收费权。2014-2016 年，公司分别实现营业收入 10.72 亿元、8.76 亿元和 11.36 亿元，主要来源于土地开发收入和嘉绍大桥通行费收入，其中土地开发收入受区域内土地市场波动影响，近三年呈现波动性；嘉绍大桥通行费收入得益于客货车流量增长，近三年收入规模稳步增长；此外，公司另有部分基建项目回购收入、加油站油品销售及高速服务区房屋租赁收入，近三年均呈增长态势，但收入规模占比较小。

2017 年第一季度，该公司实现营业收入 2.05 亿元，主要来源于嘉绍大桥通行费收入 1.96 亿元，同比增长 24.05%。

图表 11. 近年来公司营业收入情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地开发收入	4.91	45.76%	1.53	17.47%	2.51	22.10%	-	-
项目回购收入	0.56	5.22%	0.89	10.16%	0.92	8.10%	-	-

¹滨海建设由绍兴市财政投资有限公司于 2011 年 3 月出资组建，现注册资本 1.00 亿元，经营范围包括基础设施建设、房产建设等，现主要承担滨海新城内小规模基础设施建设项目。

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
通行费收入	5.04	46.97%	6.04	68.95%	7.27	64.00%	1.96	95.61%
其他	0.22	2.05%	0.30	3.42%	0.66	5.81%	0.09	4.39%
合计	10.73	100.00%	8.76	100.00%	11.36	100.00%	2.05	100.00%

资料来源：根据滨海开发提供的资料整理、绘制

1. 土地一级开发

该公司土地一级开发业务主要开展区域为滨海新城内江滨区域 65 平方公里，根据公司与绍兴滨海新城管理委员会（以下简称“滨海管委会”）和绍兴市国土资源局滨海新城分局签订的《土地开发合作协议》，公司通过自有资金进行相关地块的土地一级开发，并支付土地开发产生的土地征用、拆迁、安置等费用；待地块开发完成并验收合格后移交绍兴市国土资源局滨海新城分局进行招标、拍卖或挂牌方式进行出让；出让完成后，土地出让资金根据《滨海新城土地出让金专项资金（政府规费）使用管理情况表》，扣除包括农业土地开发资金、国有土地收益基金、城镇廉租房保障资金等相关的规费、税费后，按照一定比例返还给公司，返还比例按照工业用地 100%、商业用地 60%。在实际操作中，公司整理的地块完成出让后，通常于当年度收到土地出让金返还，同时公司以实际收到的土地出让金确认收入，并根据出让地块所属区域的平均整理成本结转成本。

近年来，该公司整理的地块由最初的滨海新城北部滩涂地段逐渐向滨海新城南部中心地区转移，整理面积持续减少，但因滨海中心地区征地、拆迁成本大幅增加，公司每单位土地开发的资金投入持续上升。2014-2016 年，公司整理的土地面积分别为 3513 亩、1935 亩和 947 亩，开发资金投入分别为 1.76 亿元、2.73 亿元和 2.58 亿元，每亩土地开发资金投入分别为 5.10 万元、14.11 万元和 27.30 万元。

2014-2016 年，该公司累计出让土地 130 宗，出让总面积达到 7186 亩，出让合同总额合计 19.84 亿元，其中包括工业用地 5.02 亿元、商业用地 11.77 亿元和划拨用地 8.34 亿元。2014-2016 年，公司在扣除规费、税费后应收到的土地出让金返还总额分别为 4.91 亿元、1.53 亿元和 2.51 亿元。总体来看，公司土地出让进度受当地招商引资情况而呈现一定波动性。

图表 12. 2014-2016 年公司土地出让情况（单位：亩，亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年
土地出让宗数	52	29	49
出让总面积	3210	1920	2056
出让合同总额	6.17	5.39	8.28
其中：工业地	1.61	2.47	0.94
商业地	6.32	2.44	3.01
划拨用地	3.53	0.48	4.33
应收出让金收入返还总额	4.91	1.53	2.51
其中：工业地	0.35	0.67	0.24
商业地	2.55	0.69	1.10
划拨用地	2.00	0.17	1.18
实际到账金额	4.91	1.53	2.51

资料来源：滨海开发

截至 2016 年末，该公司已完成开发但尚未出让地块共计约 27359.46 亩，开发成本为 19.07 亿元，平均开发单价为 6.97 万元/亩。公司存量土地规模较大，未来随着相关地块的陆续出让，公司资金压力或将得到一定缓解，但公司土地开发业务易受国家及区域政策影响，需持续关注。

该公司按照滨海新城的整体发展规划拟定了未来三年的土地开发业务计划，2017-2019 年，公司计划土地开发整理面积分别为 3501 亩、3501 亩和 4200 亩，预计分别投入资金 2.45 亿元、2.45 亿元和 2.94 亿元，公司持续面临一定的资金平衡压力。

2. 基础设施建设

该公司所承担的滨海新城基础设施建设业务主要采用代建模式，根据公司与滨海新城管委会签订的《回购基础设施资产的承诺函》，公司投资建设的基础设施项目在竣工并完成验收后，按照项目实际支出成本与滨海新城管委会进行结算，并以实际支出成本加成一定比例的代建管理费（一般为 5%-20%）作为公司项目收益，滨海新城管委会根据当年财政情况于年底将回购资金一次性或分期支付予公司。

近年来，该公司陆续建设完成了滨海大道跨嘉绍通道桥工程、繁荣路、织四路道路工程等项目。截至 2017 年 3 月末，公司已结算的完工项目主要有 8 个，实际总投资 4.45 亿元，累计确认收入 4.76 亿元，已全额回笼；公司已完工项目中有世纪大道、纺织路、越兴北路、南滨路和南滨东路等主要项目已完成验收、暂未进行结算，上述项目实际总投资 20.03 亿元；此外，公司已完工项目中有部分项目暂未进行验收，包括绍兴滨海产业集聚区新东线公路工程（江滨区段）、滨海大桥工程和曹娥江

大桥工程等，实际总投资 23.00 亿元。

图表 13. 截至 2017 年 3 月末公司已完工主要项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	实际总投资	累计确认收入	累计回笼资金	完工时间
已结算项目:				
滨海大道跨嘉绍通道桥工程	1.26	1.39	1.39	2012 年 9 月
繁荣路、织四路	0.33	0.36	0.36	2011 年 5 月
纺四路一期	0.13	0.14	0.14	2012 年 9 月
纺五路一期	0.46	0.50	0.50	2013 年 4 月
环城东路一期修复工程	0.23	0.24	0.24	2011 年 12 月
越中路建设工程	0.30	0.32	0.32	2011 年 12 月
滨海大道修复改造建设工程	0.85	0.89	0.89	2012 年 11 月
碧海新城通港大道一期新建工程	0.89	0.92	0.92	2012 年 10 月
已结算项目小计	4.45	4.76	4.76	-
已验收未结算项目:				
世纪大道	5.93	-	-	2012 年 5 月
纺织路	1.27	-	-	2012 年 12 月
越兴北路	8.54	-	-	2013 年 12 月
南滨路	3.11	-	-	2012 年 7 月
南滨东路	1.18	-	-	2011 年 7 月
已验收未结算项目小计	20.03	-	-	-
未验收项目:				
绍兴滨海产业集聚区新东线公路工程 (江滨区段)	7.20	-	-	2016 年 12 月
滨海大桥工程	6.90	-	-	2014 年 9 月
曹娥江大桥工程	8.90	-	-	2014 年 8 月
未验收项目小计	23.00	-	-	-
合计	47.48	4.76	4.76	-

资料来源: 滨海开发

该公司目前在建的项目主要包括浙江邮电职业技术学院迁建工程、绍兴滨海新城医疗器械科技产业园项目、城沿小区项目和海创园项目等, 上述项目计划总投资为 46.81 亿元, 截至 2017 年 3 月末已完成投资 17.50 亿元, 尚需投资 29.29 亿元。此外, 未来三年公司计划启动区配套道路三期工程和绍兴滨海新城中央生态公园启动区块景观工程, 计划总投资额为 15.85 亿元。总体来看, 公司在建和拟建项目未来投资需求较大, 加之前期已完工项目尚未结算的规模较大, 公司持续存在较大的资金平衡压力。

图表 14. 截至 2017 年 3 月末公司主要在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	已投资	建设周期
在建项目:			
绍兴滨海新城医疗器械科技产业园项目	13.52	7.50	2014 年 9 月-2017 年 9 月
绍兴滨海新城城沿小区建设项目	10.47	5.50	2015 年 2 月-2018 年 2 月
海创园	6.70	3.00	2015 年 12 月-2018 年 12 月
浙江邮电职业技术学院迁建工程	16.12	1.50	2015 年 12 月-2020 年 12 月
在建项目小计	46.81	17.50	-
拟建项目:			
启动区配套道路三期工程	5.88	-	2016 年 11 月-2019 年 12 月
绍兴滨海新城中央生态公园启动区块(近期实施区域)景观工程	9.97	-	2017 年 6 月-2022 年 6 月
拟建项目小计	15.85	-	-
总计	62.66	17.50	-

资料来源: 滨海开发

3. 嘉绍大桥运营

嘉绍大桥主要由嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限公司(简称“嘉兴公司”)以及该公司下属子公司绍兴市嘉绍跨江大桥南接线投资有限公司(简称“南接线公司”)负责投资建设,作为国家高速公路网规划中沈海高速公路的重要组成部分,嘉绍大桥连接嘉兴海宁和绍兴上虞,由嘉兴境内连接线、绍兴境内连接线和跨江段三部分组成。大桥整体于 2013 年 7 月竣工通车,总投资 139.80 亿元,其中大桥段长 10.10 公里,总投资 62.80 亿元;南岸接线长 16.00 公里,总投资 23.90 亿元;北岸接线长 43.30 公里,总投资 53.10 亿元。

根据《浙江省人民政府办公厅关于嘉兴至绍兴跨江公路通道收取车辆通行费的复函》(浙政办函[2013]56 号),由嘉兴公司、浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司(简称“嘉绍公司”)和南接线公司分别负责北接线段、大桥段和南接线段的管理运营。根据上述三方于 2013 年 9 月 13 日签订的《嘉兴至绍兴跨江公路通道通行费收入拆分协议》,嘉绍公司、南接线公司和嘉兴公司将按 24.73%、17.09%和 58.18%的比例拆分通行费收入,通行费收入全额用于项目还贷与必要的经营养护费用支出。相关文件暂未规定收费期限。

图表 15. 嘉绍通道里程和车辆通行费计费标准

类别	客车				货车	
	车型	车次费 (元/辆次)	车公里费率 (元/车公里)	大桥段一次性通行费 (元/车)	车型	收费标准
第 1 类	≤7 座	5	0.4	40	≤2 吨	载货类汽车 (国际标准集装箱运输车辆除外) 实施计重收费, 收费标准按相关规定执行
第 2 类	8-19 座	5	0.4	40	2-5 吨 (含 5 吨)	
第 3 类	20-39 座	10	0.8	75	5-10 吨 (含 10 吨)	
第 4 类	≥40 座	15	1.2	110	10-15 吨 (含 15 吨)	
第 5 类	-	-	-	-	>15 吨	

资料来源: 滨海开发

嘉绍大桥自通车以来, 车流量增长迅速, 2014-2016 年及 2017 年第一季度, 嘉绍大桥全线分别实现收入 8.12 亿元、9.73 亿元、11.72 亿元和 3.13 亿元; 公司分别确认通行费收入 5.04 亿元、6.04 亿元、7.27 亿元和 1.96 亿元。

图表 16. 近年来嘉绍大桥全线流量及通行费情况 (单位: 万辆, 亿元)

名称	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	日平均车流量	通行费收入	日平均车流量	通行费收入	日平均车流量	通行费收入	日平均车流量	通行费收入
嘉绍大桥	2.25	8.12	2.69	9.73	3.17	11.72	3.59	3.13

资料来源: 滨海开发

(五) 公司财务质量

利安达会计师事务所有限公司对该公司的 2014-2016 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则 (2006 版)、企业会计制度及其补充规定。

截至 2016 年末, 该公司经审计的合并口径资产总额为 223.07 亿元, 所有者权益为 53.74 亿元 (其中归属于母公司所有者权益为 43.96 亿元); 2016 年实现营业收入 11.36 亿元、净利润 4.76 亿元 (其中归属于母公司所有者的净利润为 1.41 亿元); 同期经营活动产生的现金流量净额为 -2.76 亿元。

截至 2017 年 3 月末, 该公司未经审计的合并口径资产总额为 223.26 亿元, 所有者权益为 54.92 亿元 (其中归属于母公司所有者权益为 44.69 亿元); 2017 年第一季度, 公司实现营业收入 2.05 亿元、净利润 1.18 亿元 (其中归属于母公司所有者的净利润为 0.74 亿元); 同期经营活动产生的现金流量净额为 -2.66 亿元。

2016年6月，该公司将绍兴滨海新城产业投资有限公司（简称“滨海产投”）100%股权转让给绍兴滨海新城国有资本投资经营有限公司，滨海产投及其下属子公司绍兴江滨热力有限公司不再纳入公司合并报表范围。截至2016年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家。

近年来，该公司负债经营程度偏高，刚性债务占比较大。自2015年以来嘉绍大桥不计提折旧后，公司盈利能力大幅提高。公司经营性现金流受项目资金回笼进度及往来款影响有一定波动。

（六）公司抗风险能力

（1）区域环境良好

滨海新城自成立以来，招商引资力度较大，区域发展的可持续性较强，且随着落户企业的增多，区域内基础设施建设的需求持续增长，有利于公司主营业务的持续开展。

（2）政府支持力度大

作为滨海新城重要的基础设施建设投融资主体，该公司在业务开展上可得到政府持续支持，近三年公司累计获得“曹娥江大桥”、“滨海大桥”项目资本金2.97亿元；累计收到政府补助2.60亿元。

（3）主业盈利空间上升

2015年以来，嘉绍大桥不再计提折旧，通行费业务盈利规模扩大。同时，随着通行费业务收入的持续增长，公司盈利空间持续上升。2014-2016年公司毛利分别为3.93亿元、6.17亿元和8.21亿元；毛利率分别为36.68%、70.44%和72.26%。

六、公司盈利能力及偿债能力

（一）公司盈利能力

受益于嘉绍大桥自2015年起不再计提折旧及车辆通行规模上升，该公司通行费收入及毛利持续扩大，主业盈利能力明显提升；但公司资产规模较大，资产获利能力欠佳。

2014-2016年，该公司营业毛利分别为3.93亿元、6.17亿元和8.21亿元，2015年大幅上升主要系嘉绍跨江大桥和嘉绍跨江大桥南接线高速

公路自 2015 年起不再计提折旧²，成本仅为日常维护费用，因此，公司通行费业务毛利大幅增加。

受益于通行费业务毛利率水平上升，加之通行费收入规模持续增长，该公司综合毛利率明显提升，近三年分别为 36.68%、70.44%和 72.26%。公司土地开发业务毛利率年间波动较大，主要系每年出让的商住用地占比差异所致。

2017 年第一季度，该公司实现营业毛利 1.90 亿元，主要由通行费业务构成，占比 98.90%；由于公司毛利率相对较低的土地开发、项目回购业务未有收入体现，因此当期公司综合毛利率较高，为 92.80%。

图表 17. 公司近年来毛利及毛利率变化情况（单位：亿元）

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
土地开发	3.11	79.14%	0.37	5.96%	1.11	13.49%	-	-
项目回购	-0.01	-0.20%	0.04	0.65%	0.03	0.31%	-	-
通行费	0.69	17.63%	5.71	92.49%	6.92	84.23%	1.88	98.90%
其他	0.13	3.43%	0.06	0.90%	0.16	1.97%	0.02	1.10%
合计	3.93	100.00%	6.17	100.00%	8.21	100.00%	1.90	100.00%
业务类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
土地开发		63.45%		24.00%		44.09%		-
项目回购		-1.38%		4.48%		2.81%		-
通行费		13.76%		94.57%		95.06%		95.79%
其他		61.46%		18.41%		24.58%		24.42%
综合毛利率		36.68%		70.44%		72.26%		92.80%

资料来源：根据滨海开发提供的资料整理、绘制

该公司期间费用以财务费用为主，近年来随着有息债务规模的小幅缩减，列入财务费用的利息支出数有所下降。2014-2016 年，公司期间费用分别为 4.11 亿元、3.81 亿元和 3.27 亿元，期间费用率分别为 38.31%、43.47%和 28.81%。公司期间费用高企，但得益于毛利率水平的提升，近年来公司主业盈利能力持续提升。2014-2016 年，公司营业利润分别为 -0.19 亿元、2.09 亿元和 4.89 亿元；净利润分别为 1.75 亿元、2.15 亿元和 4.76 亿元。公司资产规模增长较快，近三年总资产报酬率分别为 3.00%、2.62%和 3.49%，资产获利能力欠佳。

（二）公司偿债能力

近年来该公司通过外部融资支持项目开发，负债经营程度较高，但得益于政府债券置换资金的到位，2016 年以来公司刚性债务规模略有下

² 根据绍兴市政府办公室于 2015 年 6 月发布的第 87 号抄告单，嘉绍跨江大桥、嘉绍跨江大桥南接线高速公路自 2015 年 1 月起在收费期限内不计提折旧

降；公司资产质量一般，但年末可动用货币资金存量较充裕，可对即期债务偿付提供一定支持。

1. 债务分析

2014-2016 年末，该公司所有者权益分别为 47.91 亿元、47.44 亿元和 53.74 亿元。其中 2015 年末，公司所有者权益同比小幅下降 0.98%，主要系公司于当年增加了对子公司国开绍兴滨海新城投资有限公司的持股，导致当年末少数股东权益有所下降；2016 年末同比增长 13.29%，主要由于公司收到了滨海大桥、曹娥江大桥的项目资本金 1.54 亿元³，计入“资本公积”。2016 年末，公司实收资本、资本公积、未分配利润分别为 28 亿元、6.31 亿元和 8.56 亿元，其中资本公积主要包含股东注入的资金及曹娥江大桥、滨海大桥项目投资方注入的项目资本金等。尽管公司净资产规模有所增大，但公司债务规模仍较大，负债经营程度较高，近三年末资产负债率分别为 74.81%、77.57%和 75.91%。

该公司作为滨海新城主要的投融资及开发平台，主要通过银行借款和发行债券等方式满足开发资金缺口。2014-2016 年，公司负债总额分别为 142.30 亿元、164.04 亿元和 169.33 亿元，其中刚性债务占比分别为 78.91%、81.42%和 77.37%，债务负担较重。

图表 18. 近年来公司资金来源结构及资产负债率变化（单位：亿元）



资料来源：根据滨海开发提供的资料整理、绘制

该公司债务主要集中于刚性债务、应付账款、其他应付款和长期应付款，2016 年末分别占负债总额的 77.37%、6.78%、7.43%和 7.26%。公司偏重于中长期融资，年末刚性债务余额为 131.01 亿元，短期刚性债

³ 滨海大桥、曹娥江大桥原为上虞市（现绍兴市上虞区）和绍兴县（现绍兴市柯桥区）分别出资承建，2010 年该公司成立以后，绍兴市人民政府将上述“二桥”承建任务转交公司负责，但大桥建设成本中 14%和 21%分别由上虞区政府和柯桥区政府承担，上述建设资金以项目资本金的形式支付给公司。

务与中长期刚性债务比为 24.94%，即期偿付压力可控。应付账款年末余额为 11.48 亿元，主要为应付上虞区政府的征地补偿款和应付项目施工单位的工程款。其他应付款年末余额为 12.58 亿元，主要为公司与地方政府和当地平台企业形成的往来款，其中应付绍兴交投往来款项 6.30 亿元、应付绍兴市城北新城建设投资有限公司⁴（简称“城北投资”）往来款项 3.00 亿元、应付沥海镇人民政府往来款项 1.80 亿元。长期应付款年末余额为 12.30 亿元，均为公司获得的政府债券置换资金。

该公司刚性债务主要包括金融机构借款、企业债券和非公开定向融资工具。2016 年末金融机构借款余额为 98.87 亿元，包括银行借款 74.92 亿元、信托借款 21.20 亿元和资产管理公司借款 2.75 亿元。从融资成本来看，银行借款利率大多处于基准利率下浮 10%至基准利率上浮 10%之间；信托及其他金融机构借款利率多为 6%-10%之间。从借款方式看，公司以质押、保证和抵押保证为主，2016 年末占比分别为 52.15%、28.11%和 10.11%。质押借款的质押物主要为嘉绍大桥公路通行费收费权和公司定期存单；抵押借款的抵押物包括房产、土地使用权；保证借款的担保方主要为城北投资。此外，公司于 2015 年和 2016 年陆续发行了“15 浙滨债”、“16 滨海新城 PPN001”和“16 滨海新城 PPN002”，截至 2016 年末本金合计为 32.00 亿元，其中“15 浙滨债”设置本金提前偿付条款，于第三年末起每年偿还本金 3.60 亿元。

图表 19. 公司刚性债务构成分析（单位：亿元）

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
短期借款	2.72	1.02	0.90	0.10
应付利息	0.22	0.21	0.29	0.19
一年内到期的非流动负债	9.44	20.15	24.97	24.97
长期借款	99.91	94.35	76.61	75.65
应付债券	-	17.83	28.26	28.26
合计	112.29	133.56	131.01	129.16

资料来源：根据滨海开发提供的资料整理、绘制

图表 20. 2016 年末公司金融机构借款明细（单位：亿元）

借款类型	一年内到期的长期借款	长期借款	短期借款	合计
保证借款	3.10	23.89	0.80	27.79
抵押借款	2.00	3.42	0.10	5.52

⁴ 该公司系绍兴市镜湖新区基础设施建设投融资平台公司，股东为绍兴市镜湖新区管理委员会，现主要承担镜湖新区范围内保障房建设、土地开发及基础设施建设等业务。2016 年末，城北投资总资产规模 276.48 亿元，负债总额 211.35 亿元，资产负债率为 76.44%；2016 年实现营业收入 5.02 亿元，经营性现金净流出 16.14 亿元。

借款类型	一年内到期的长期借款	长期借款	短期借款	合计
抵押保证借款	10.00	-	-	10.00
质押借款	2.26	49.30	-	51.56
质押保证借款	4.00	-	-	4.00
合计	21.36	76.61	0.90	98.87

资料来源：根据滨海开发提供的资料整理、绘制

2017 年 3 月末，该公司负债总额较 2016 年末小幅下降 0.58%至 168.34 亿元，其中偿付了部分到期金融机构借款，刚性债务规模较上年末下降 1.41%至 129.16 亿元；期末公司资产负债率较上年末下降 0.51 个百分点至 75.40%，负债经营程度仍较高。

或有事项方面，截至 2016 年末，该公司未清对外担保余额为 48.57 亿元，较上年末增长 32.87 亿元，主要系当年新增对城北投资担保 38.20 亿元。年末公司对外担保比率为 90.37%，且与城北投资等单位存在一定的互保现象，代偿风险较大。

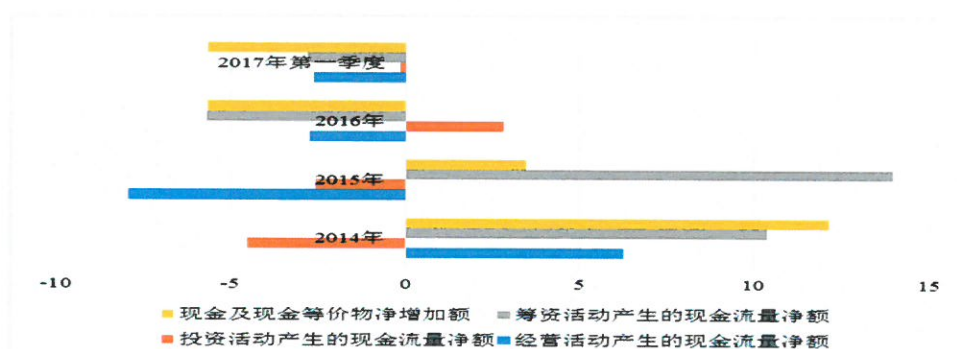
2. 现金流分析

该公司经营性现金流主要反映了主业开展过程中的现金收支情况以及公司与当地企事业单位间的资金往来情况。由于 2014 年营业收入部分反映在“收到其他与经营活动有关的现金”，公司营业收入现金率有较大的波动，2014-2016 年分别为 49.29%、100.43%和 96.60%。同期，公司经营性现金净流量分别为 6.25 亿元、-7.91 亿元和-2.76 亿元。公司每年项目开发支出规模均大于主业现金回笼，2014 年依靠往来资金大额净流入使得当年经营性现金呈净流入状态；2015 年和 2016 年，公司往来资金款项呈净流出状态，因此使得同期经营性现金净流量呈净流出状态。

2014 年和 2015 年，该公司投资活动较为频繁，通过购买理财产品支出大量现金；2016 年，公司该类投资有所缩减，当年投资活动现金呈净流入状态。2014-2016 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为 -4.50 亿元、-2.57 亿元和 2.82 亿元。公司投资环节的资金缺口目前主要通过外部债务融资进行弥补，同期公司筹资活动产生现金流净额分别为 10.41 亿元、13.93 亿元和-5.70 亿元，2016 年因偿还了到期债务，使得当年筹资活动现金流呈净流出状态。

2017 年第一季度，该公司经营活动现金流持续为净流出状态，为-2.66 亿元；同期公司投资活动减少，且暂未取得投资回报，投资活动现金流量净额为-0.15 亿元；筹资活动方面，2017 年第一季度，公司偿还债务和借款利息支出较大规模的现金，筹资活动现金流量为-2.85 亿元。

图表 21. 近年来公司现金流状况趋势 (单位: 亿元)

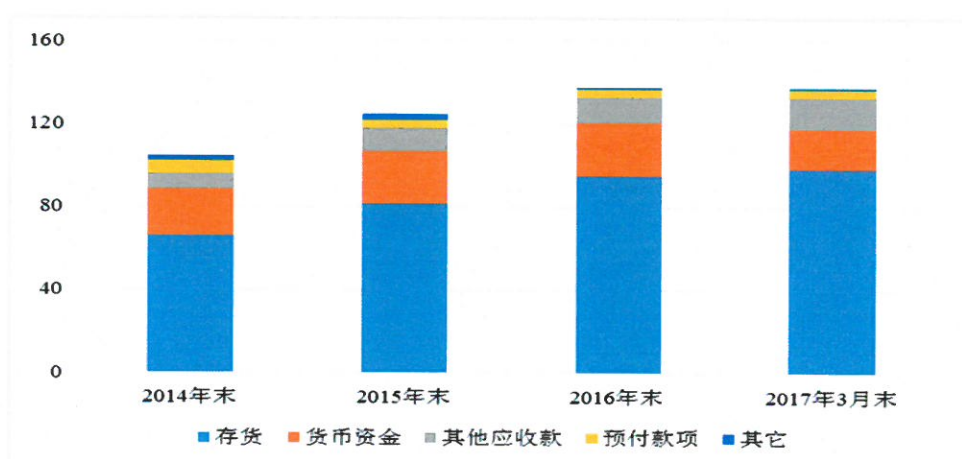


资料来源: 根据滨海开发提供的资料整理、绘制

3. 资产质量分析

近年来该公司持续推进土地开发及基础设施建设, 资产规模持续扩大。2014-2016 年末, 公司资产总额分别为 190.21 亿元、211.48 亿元和 223.07 亿元。公司资产以流动资产为主, 2016 年末占资产总额的比重为 61.80%, 主要分布在货币资金、其他应收款和存货, 年末余额分别为 25.91 亿元、12.45 亿元和 94.84 亿元, 分别占资产总额的 18.80%、9.03% 和 68.79%。公司年末可动用现金存量为 17.58 亿元, 现金比率为 51.47%, 可对项目投入、即期债务偿付提供一定缓冲。其他应收款主要为公司与市属平台企业之间的往来款, 年末包括应收滨海建设往来款 9.27 亿元、应收滨海产投 0.95 亿元和应收绍兴滨海新城城市建设发展有限公司 1.60 亿元。存货主要包括土地开发成本 19.07 亿元、未完工基建项目成本 46.44 亿元、已完工基建项目成本 24.62 亿元和土地使用权 4.71 亿元。公司土地使用权中 13.81 万平方米, 账面价值 0.90 亿元的土地已做抵押。

图表 22. 近年来公司流动资产构成及变化 (单位: 亿元)



资料来源: 根据滨海开发提供的资料整理、绘制

该公司非流动资产主要分布于固定资产。2016 年末固定资产余额为

83.97 亿元，占资产总额的比重为 37.64%。公司固定资产主要包括高速公路资产、房屋建筑物资产和专用设备资产等，其中年末高速公路资产账面价值 80.44 亿元，占固定资产的比重为 95.80%。此外，年末长期股权投资较上年末减少 77.05% 至 0.44 亿元，主要系滨海产投于 2016 年划转，滨海产投投资企业一并划转所致。

2017 年 3 月末，该公司资产规模和结构与年初差异不大。总体看，公司资产主要沉淀于存货和固定资产，前者变现受制于项目开发进度及新城管委会回款进度，后者主要为道路资产，公司资产质量整体较为一般。

（三）外部支持

该公司与多家银行保持了良好合作，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2017 年 3 月末，公司共获得商业银行授信额度 143.62 亿元，其中已使用授信额度 128.42 亿元，未使用额度为 15.20 亿元。

七、公司过往债务履约情况

根据该公司 2017 年 7 月 18 日提供的《企业基本信用报告》显示，公司已结清、未结清贷款均为正常类贷款，无关注、不良或违约记录。

八、结论

该公司是滨海新城内唯一的土地一级开发主体，同时承担了新城内大部分基础设施建设任务，近年来通过债务融资进行了大规模的开发建设，但项目回款进度较为缓慢，加之后续仍有较大的资金需求，公司持续面临较大的资金平衡压力。此外，公司拥有嘉绍大桥的部分运营权，每年均可获得稳定的现金流入，但通行费收入专用于项目还贷和日常维护支出，可支配性不强。

受益于嘉绍大桥自 2015 年起不再计提折旧及车辆通行规模上升，该公司通行费收入及毛利持续扩大，主业盈利能力明显提升；但公司资产规模较大，资产获利能力欠佳。

近年来该公司通过外部融资支持项目开发，负债经营程度较高，但得益于政府债券置换资金的到位，2016 年以来公司刚性债务规模略有下降；公司资产质量一般，但年末可动用货币资金存量较充裕，可对即期

债务偿付提供一定支持。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

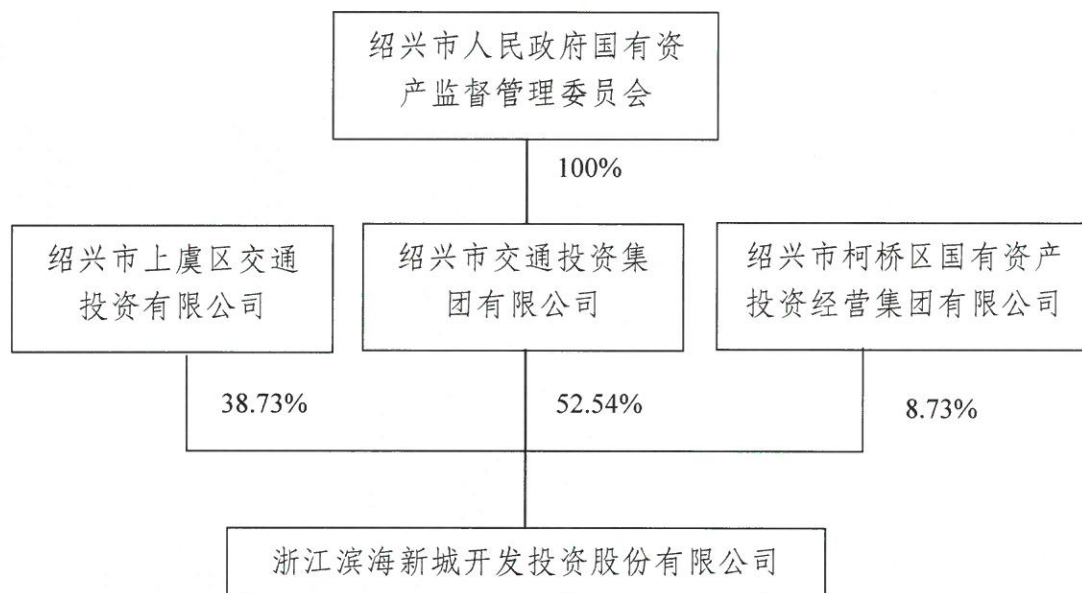
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

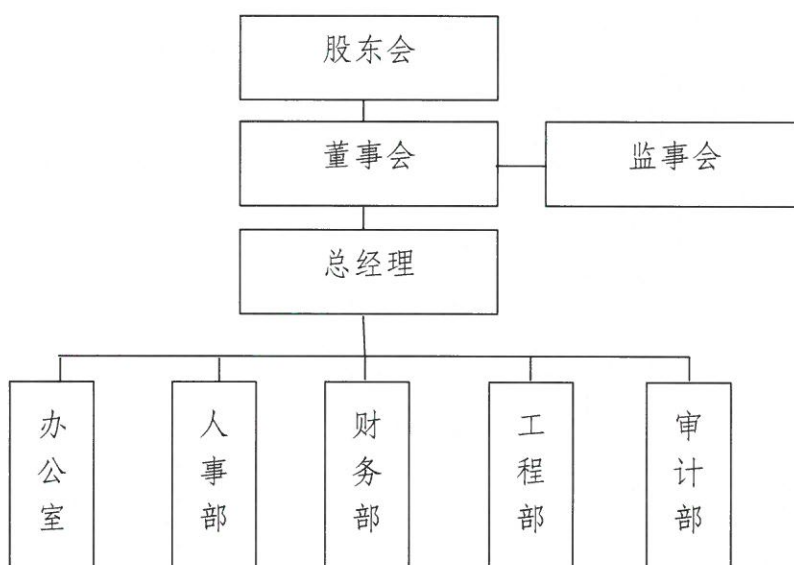
公司与实际控制人关系图



注：根据滨海开发提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据滨海开发提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
资产总额 [亿元]	190.21	211.48	223.07	223.26
货币资金 [亿元]	22.57	25.65	25.91	19.61
刚性债务[亿元]	112.29	133.56	131.01	129.16
所有者权益 [亿元]	47.91	47.44	53.74	54.92
营业收入[亿元]	10.72	8.76	11.36	2.05
净利润 [亿元]	1.75	2.15	4.76	1.18
EBITDA[亿元]	9.42	5.47	7.85	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.25	-7.91	-2.76	-2.66
投资性现金净流入量[亿元]	-4.50	-2.57	2.82	-0.15
资产负债率[%]	74.81	77.57	75.91	75.40
长短期债务比[%]	236.16	236.19	236.30	234.55
权益资本与刚性债务比率[%]	42.66	35.52	41.02	42.52
流动比率[%]	247.49	255.46	273.82	274.22
速动比率 [%]	76.83	81.01	78.53	71.38
现金比率[%]	53.33	52.57	51.47	38.97
利息保障倍数[倍]	0.67	0.61	0.79	—
有形净值债务率[%]	298.35	347.32	316.22	308.11
担保比率[%]	14.13	33.07	90.37	—
毛利率[%]	36.68	70.44	72.26	92.80
营业利润率[%]	-1.75	23.90	43.01	59.13
总资产报酬率[%]	3.00	2.62	3.49	—
净资产收益率[%]	3.75	4.50	9.41	—
净资产收益率*[%]	6.35	2.11	3.39	—
营业收入现金率[%]	49.29	100.43	96.60	104.75
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.15	-17.36	-5.57	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.85	-5.16	-1.66	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.80	-23.00	0.12	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.36	-6.84	0.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.20	0.63	0.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.04	0.06	—

注：表中数据依据滨海开发经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 发行人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 级 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：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。