

信用等级公告

联合〔2020〕1755号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司

2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 嘉兴秀洲债 /17 秀洲债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 嘉兴秀洲债 /17 秀洲债	10 亿元	10 亿元	2024/09/25

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa		评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F2	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	2	
			现金流量	2	
		资本结构	2		
		偿债能力	2		
调整因素和理由					调整子级
--					--

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

评级观点

跟踪期内,嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司(以下简称“公司”)职能定位未发生变化,仍系嘉兴市秀洲区最大的开发和国有资产管理运营主体;公司持续获得政府在资金注入、资产划拨及财政补贴等方面的大力支持。跟踪期内,受益于贸易板块快速发展,公司营业收入大幅增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司资产流动性弱、未来投资压力较大、债务规模快速增长等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。未来随着嘉兴市和秀洲区经济持续增长以及公司业务持续推进,公司经营情况向好。

“17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债”设置了分期偿还本金安排,缓解了债券集中兑付压力;同时中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“中合担保”)为“17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,中合担保主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,担保实力极强,其担保有效提升了“17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债”本息偿还的安全性。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,维持“17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,嘉兴市和秀洲区经济持续增长,为公司提供了良好的外部环境。2019 年,嘉兴市生产总值(GDP)5370.32 亿元,较上年增长 7.0%;同期,秀洲区实现生产总值 468.36 亿元,较上年增长 6.3%。

分析师: 姚玥 黄焘 吕泽峰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

2. 公司保持区域业务专营优势, 持续获得政府在资金注入、资产划拨及财政补贴等方面的大力支持。2019年, 公司收到秀洲区财政局、秀洲区新塍镇人民政府拨付的资本金5.47亿元, 收到秀洲区国资委无偿划入的土地19.97万元以及秀洲区财政局拨付的政府补贴3.28亿元。
3. 担保措施有效提升了“17嘉兴秀洲债/17秀洲债”本息偿还的安全性。“17嘉兴秀洲债/17秀洲债”由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

关注:

1. 资产流动性弱。截至2019年底, 公司应收类款项和存货合计占资产总额的79.08%, 占比较大, 对资金形成较大占用, 公司资产流动性弱。
2. 跟踪期内, 公司债务规模大幅增长; 未来随着在建和拟建项目的持续投入, 预计公司债务负担将有所上升。截至2019年底, 公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别快速上升至59.84%、51.41%和55.82%。项目待投资规模92.41亿元, 公司面临较大投资压力。

主要财务数据:

项 目	合并口径		
	2017年	2018年	2019年
现金类资产(亿元)	16.23	29.22	45.82
资产总额(亿元)	122.41	402.64	495.17
所有者权益(亿元)	44.09	189.78	198.85
短期债务(亿元)	4.86	21.20	40.87
长期债务(亿元)	59.44	149.58	199.97
全部债务(亿元)	64.29	170.78	240.84
营业收入(亿元)	8.35	18.39	26.23
利润总额(亿元)	2.04	4.29	4.77
EBITDA(亿元)	2.16	5.21	7.15
经营性净现金流(亿元)	-7.89	-22.94	-51.74
营业利润率(%)	25.38	21.14	17.94
净资产收益率(%)	4.57	2.16	2.25
资产负债率(%)	63.98	52.87	59.84
全部债务资本化比率(%)	59.32	47.37	54.77
流动比率(%)	639.07	767.38	615.57
经营现金流流动负债比(%)	-44.83	-49.13	-71.43
现金短期债务比(倍)	3.34	1.38	1.12
EBITDA利息倍数(倍)	36.67	7.42	0.51
全部债务/EBITDA(倍)	29.83	32.75	33.69
公司本部(母公司)			
项 目	2017年	2018年	2019年

资产总额(亿元)	57.83	194.45	222.84
所有者权益(亿元)	22.09	154.32	154.71
全部债务(亿元)	24.44	28.86	56.53
营业收入(亿元)	0.00	0.04	0.00
利润总额(亿元)	-0.10	0.01	0.13
资产负债率(%)	61.80	20.64	30.57
全部债务资本化比率(%)	52.52	15.76	26.76
流动比率(%)	375.72	413.16	581.48
经营现金流动负债比(%)	-90.67	-30.79	-188.04
现金收入比(%)	--	--	--
速动比率(%)	375.72	413.16	581.48
现金短期债务比(%)	--	13.18	3.27

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债	AAA	AA	稳定	2019/6/19	黄海伦 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年)	阅读全文
17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债	AAA	AA	稳定	2017/8/25	闫蓉 王超	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年)	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关于嘉兴市嘉秀发展投资控股集团(以下简称“公司”)的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2019年3月,根据嘉政发函(2019)2号文,嘉兴市人民政府同意嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司通过区域内平台整合的方式改组组建为嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司。同期,根据公司出资人决定,通过将资本公积转增注册资本方式将公司注册资本由6.00亿元增加至10.00亿元。截至2019年底,公司注册资本为10.00亿元,实收资本10.00亿元。跟踪期内,公司股东及实际控制人未发生变化,仍为嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“嘉兴市国资委”)。

跟踪期内,公司仍作为嘉兴市秀洲区最大的开发建设和国有资产运营主体,经营范围受秀洲区平台公司整合影响,进一步扩大为:对授权经营的国有资产进行资本运作、经营管理;基础设施投资、开发、建设,土地整理,河道疏浚,城乡供水管网建设,企业管理服务(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。截至2019年底,公司本部内设综合管理部、财务管理部、投融资管理部、资产管理部、党群人事部等5个职能部门;拥有14家一级全资子公司。

截至2019年底,公司资产总额495.17亿元,所有者权益198.85亿元(含少数股东权益6.17亿元);2019年,公司实现营业收入26.23亿元,利润总额4.77亿元。

公司注册地址:嘉兴市秀洲区东升西路

1250号秀宏大楼902室。法定代表人:沈雪锋。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年底,联合资信所评“17嘉兴秀洲债/17秀洲债”(以下简称“本期债券”)已按时支付利息,本期债券募集资金10.00亿元已全部使用完毕(8.83亿元用于募投项目建设,1.17亿元用于补充公司流动资金),本期债券募投项目建设情况详见表2。

表1 跟踪评级债券概况(单位:亿元)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17嘉兴秀洲债/17秀洲债	10.00	10.00	2017/9/25	7年

资料来源:联合资信整理

截至2019年底,“17嘉兴秀洲债/17秀洲债”的5个募投项目均已完工。

表2 本期债券募投项目情况(单位:亿元)

序号	项目名称	总投资	已投资
1	王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程	2.14	2.14
2	油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房	1.70	1.70
3	油车港“两新工程”马厍分区四期东区块拆迁安置房建设工程	0.86	0.86
4	油车港“两新工程”马厍分区四期西区块拆迁安置房建设工程	0.73	0.73
5	新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程	3.40	3.40
合计		8.83	8.83

资料来源:公司提供

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展,包括机场、地铁、公共汽车、轻

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆

经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能

导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益

型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造

2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设,抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设,加快开展南水北调后续工程前期工作,适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑,要以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务,应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源:联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来,我国将以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前,中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度,2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设,并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年,城投企业非标产品接续难度增加,“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企

业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

公司是嘉兴市秀洲区最大的基础设施建设主体,主要负责嘉兴市秀洲区内的基础设施投资与建设、土地整理等业务。嘉兴市及秀洲区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内,嘉兴市和秀洲区经济持续增长,秀洲区固定资产投资不断增长,为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《嘉兴市2019年国民经济和社会发展统计公报》,2019年,嘉兴市生产总值(GDP)5370.32亿元,比上年增长7.0%。其中,第一产业增加值120.89亿元,增长2.1%;第二产业增加值2892.55亿元,增长5.9%;第三产业增加值2356.88亿元,增长8.5%。三次产业结构由2.3:53.9:43.8调整为2.2:53.9:43.9。按常住人口计算,2019年嘉兴市全年人均生产总值112751元,增长8.6%。

2019年,嘉兴市秀洲区实现生产总值468.36亿元(小口径¹),同比增长6.3%,按三次产业完成情况看:一产增加值为13.20亿元,同比增长2.2%;二产增加值为241.88亿元,同比增长4.8%;三产增加值为213.28亿元,同比增长8.1%。三次产业比重从2018年的2.8:52.8:44.4变化为2.8:51.7:45.5。

2019年,嘉兴市秀洲区规模以上工业实现增加值162.96亿元,同比增长5.9%;实现规模以上工业总产值721.94亿元,同比增长

¹ 由于嘉兴市经济开发区成立了统计局,自2011年起,秀洲区的嘉北和塘汇两街道的统计工作不再由秀洲区管理。

4.7%；实现销售产值 692.90 亿元，同比增长 3.2%，产销率为 96.0%。完成固定资产投资 200.92 亿元，同比增长 5.5%。其中第一产业完成投资 0.68 亿元；第二产业完成投资 57.67 亿元，同比下降 3.2%，其中工业完成投资 57.67 亿元，同比下降 3.2%；第三产业完成投资 142.57 亿元，同比增长 11.3%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍为嘉兴市国资委。同期，嘉兴市国资委以资本公积转增注册资本方式将公司注册资本由 6.00 亿元增加至 10.00 亿元。

2. 外部支持

跟踪期内，嘉兴市秀洲区财政收入保持增长，财政自给能力一般；公司持续获得秀洲区政府在资金注入、资产划拨及财政补贴等方面的大力支持。

根据《嘉兴市秀洲区 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算的说明》，2019 年，嘉兴市秀洲区全区执行一般预算收入 27.27 亿元，同比增长 9.3%。其中税收收入 23.54 亿元，占比 86.3%，一般预算收入质量较好。全区执行政府性基金收入 37.29 亿元。全区执行一般公共预算支出 41.32 亿元。财政自给率为 66.00%，财政自给能力尚可。

截至 2019 年底，嘉兴市秀洲区地方政府债务余额 68.77 亿元，较 2018 年底变动较小。

资金注入

2019 年，秀洲区财政局拨付公司资金 1.00 亿元，计入资本公积；秀洲区新塍镇人民政府拨付嘉兴秀洲区新塍古镇开发有限公司（公司三级子公司）资金 4.47 亿元，计入资本公积。

资产划拨

2019 年，秀洲区国资委将城东路土地无偿划入秀禾发展投资集团有限公司（公司二级子公司），增加资本公积 19.97 万元。

财政补贴

2019 年，公司收到嘉兴市秀洲区财政局拨付的政府补贴 3.20 亿元，计入其他收益；公司收到与经营活动无关的政府补助 0.07 亿元，计入营业外收入。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信用记录，过往债务履约情况良好。

根据《企业信用报告（银行版专业版）》，（机构信用代码：91330411699542750C），截至 2020 年 6 月 11 日，公司无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至公司跟踪评级报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司已经建立相对完善的法人治理结构和经营管理制度，可满足公司日常经营管理需要。公司董事会、监事会以及党支部成员有所调整。随“政企分开”原则，公司高管及党委成员将不再保留政府职位。

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》《企业国有资产法》《中国共产党党章》（以下简称“党章”）及有关法律法规的规定，由嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会出资成立。公司设有健全的董事会、监事会和经理层等内部治理结构。按照《党章》的规定，成立公司党委，开展党的活动，公司党组织发挥领导核心和政治核心作用。

公司设立董事会，董事会成员 11 人，其中职工代表 2 人。董事会成员由出资人委派，但其中的职工代表由职工代表大会选举产生。董事会每届任期三年，任期届满经委派和选举可连任。2019 年，公司董事会、监事会及高级管理人员结构发生变更，具体变更情况如下：

变更前：董事会成员为郭荣根、潘永祥、潘培坤、张豪，其中郭荣根任董事长兼总经理

(法定代表人); 监事会成员为俞平、朱海军、任俊武, 其中朱海军任监事会主席。

变更后: 董事会成员为吴云飞、沈雪峰、张志却、王顺飞、沈聪、章何兵、肖峰、沈建、俞卫东、杜佳菁、顾晨炜, 其中吴云飞任董事长, 沈雪峰任总经理(法定代表人); 监事会成员为余建平、张建中、朱潇、任杰、王杰, 其中余建平任监事会主席。

公司董事长吴云飞先生, 1964年11月出生, 汉族, 中共党员, 大专学历; 曾任栖真乡副乡长, 秀洲区南汇镇政府党委委员、副乡长, 王江泾镇政府人大主席、党委副书记、副镇长, 秀洲区宣传部副部长, 秀源水务集团党委书记、董事长、总经理, 秀洲高新区党工委副书记。现任公司党委书记、董事长。

公司总经理沈雪峰先生, 1980年7月出生, 汉族, 中共党员, 大学本科学历; 曾任嘉兴市秀洲区人力资源和社会保障局工资福利科副科长、科长, 嘉兴市秀洲区录用调配科科长, 油车港镇党委委员, 嘉兴市秀洲区财政局副局长, 现任公司党委副书记、总经理。

本次人员变更符合相关法律规定及公司章程规定, 不会对公司日常管理及生产经营造成不利影响。目前, 公司董事会、监事会成员已全部到齐。

2. 管理体制

跟踪期内, 公司按照建立现代企业制度的要求, 从全局、整体、系统管理的高度, 制定了一套较为完善的企业内部制度, 以制度来规范企业的各项经营管理活动。公司内部管理制度包括财务管理制度、资金管理制度、关联交易制度和招投标管理制度等。

财务管理方面, 公司按照《会计法》《企业会计准则》对财务管理和资金管理进行规定。财务管理方面, 规定会计和出纳职责相分离; 在财务稽核方面, 资金支出、报销和签字由相关人员分别负责; 财务人员离职需将相关会计工作及时移交给相关人员; 会计报表、财务报告、固定资产、低值易耗品以及会计档案

均需按照规定进行披露和管理。资金管理方面, 因业务需要申领备用金, 需按照备用金管理规定进行管理; 固定资产采购符合大额采购应按照大额采购进行公开招标等。

关联交易方面, 公司与关联方之间关联交易定价严格遵循市场公开、公平、公正的原则, 以确保公司利润最大化和全体股东利益为出发点, 依照国家、地方收费标准和市场公允价格为基础制定和决策。公司与关联方的采购、销售及其他交易均遵循独立核算和以市价为基础的公允定价原则。公司发生因关联方占用或转移公司资金、资产或其他资源而给公司造成损失或可能造成损失的, 应及时采取保护措施避免或减少损失。

招投标管理方面, 公司根据秀洲区的关于建设工程发包活动的规定, 制定招投标管理制度。公司成立招投标工作领导小组, 专门负责项目承发包工作, 领导小组成员各自负责相应板块; 公司根据项目合同金额不同分别采取公开招标、竞争性发包、自主招标、直接委托发包和邀请招标发包。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内, 公司业务仍以土地整理及代建为主; 公司贸易板块快速发展, 带动公司整体营业收入大幅增长。但受贸易板块毛利率较低影响, 公司整体毛利率有所下滑。

2019年, 公司实现营业收入26.23亿元, 同比增长42.60%, 主要系商品贸易收入大幅增加所致。公司收入构成以土地整理项目、代建项目及商品贸易收入为主, 2019年上述三项业务占比合计上升至86.37%。公司安置房销售收入同比下降97.29%至0.03亿元, 主要系子公司闻川城投2019年安置房销售收入降低所致。租赁收入较上年大幅增长至1.13亿元, 主要系新增商业物业及部分未实现销售安置房对外出租所致。同期, 公司其他业务受餐厨垃圾收入增加5282.99万元以及新增市政修缮养护收入3788.48万元带动增至2.41亿元。

毛利率方面，2019 年公司综合毛利率下降至 18.60%，主要系毛利较低的商品贸易业务本年

营业收入中占比较大所致。

表 4 近两年公司营业收入变动情况（单位：万元、%）

业务类型	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理项目业务	31331.21	17.03	58.85	24456.93	9.32	76.18
代建项目业务	110966.92	60.33	10.18	120721.01	46.02	11.57
安置房销售业务	12344.08	6.71	0.39	334.01	0.13	-158.72
租赁业务	7064.23	3.84	78.89	11256.01	4.29	77.79
贸易业务	5483.69	2.98	0.19	81409.21	31.04	-0.05
其他业务	16749.84	9.11	29.12	24127.75	9.20	33.51
合计	183939.96	100.00	21.88	262304.92	100.00	18.60

资料来源：公司审计报告

2. 经营业务分析

(1) 代建业务

公司负责嘉兴市秀洲区全区范围内市政基础设施建设业务，区域专营性优势突出。跟踪期内，公司在建代建项目及未来拟建项目投资规模较大，存在较大筹资压力。

跟踪期内，公司原有代建业务模式未发生变化，仍为公司、受托方（公司子公司）与嘉兴市秀洲区人民政府签订委托代建三方协议，明确项目预计总投资额与返还收入总额。项目建设期内，政府根据项目实际投资额加15%的投资收益支付项目款。此外，2018年划入的子公司均与嘉兴市秀洲区人民政府或其下属企事业单位签订委托代建协议，收入均按投入成本加成一定比例的投资收益确认（一般在5%~20%之间）。公司项目回款均根据竣工审计后政府另外发文明确支付进度。公司代建业务覆盖秀洲区全区，区域专营性优势突出。

2019年，公司代建业务实现收入12.07亿元，较上年增长8.79%。同期，公司收到项目回款共计8.85亿元。代建业务毛利率为11.57%，较上年提升1.39个百分点。

项目支出方面，公司在建和拟建的代建项目投资额较大。截至2019年底，公司主要在建的代建项目总投资额91.46亿元，已完成投资48.44亿元，尚需投入43.02亿元；公司主要拟建项目未来尚需投入23.73亿元，且公司绝大部分在建和拟建项目均计划于2025年完工。整

体看，公司未来投资规模较大，存在较大融资需求。

(2) 土地整理业务

跟踪期内，受闻川城投土地整理业务大幅下降所致，公司土地整理业务收入有所下降，毛利率大幅上升；目前公司尚需整理土地规模一般，存在一定的融资需求。

跟踪期内，公司原土地整理业务模式未发生变化，土地整理主要涉及对所整理地块相关拆迁、安置款的垫付。嘉兴市秀洲区人民政府与公司签订了《土地整理项目委托管理协议》，针对土地整理所需的垫付资金，秀洲区政府根据实际投资额的一定比例（一般为15%左右）支付管理费（管理费按净额确认收入，垫付资金返还直接冲减“存货”）。此外，公司子公司嘉兴市闻川投资建设有限公司（以下简称“闻川城投”，负责秀洲区王江泾镇区域的土地整理业务）土地整理业务待土地整理完成后按国家规定进行土地交易，政府将土地出让收入按一定比例（按配套设施费的97%，征地补偿费的100%，工业和划拨土地出让收益的90%，经营性用地土地出让收益的100%）返还给闻川城投，闻川城投确认收入时，同时结转土地整理成本。

2019年，公司土地整理项目确认收入2.45亿元，较上年下降21.94%，主要系闻川城投当年确认的土地整理收入较少所致（闻川城投土地整理收入0.79亿元，较2018年的2.02亿

元大幅下降,相关土地出让款已按确认的收入全额返还);公司除闻川城投外土地整理业务实现收入 1.66 亿元,暂未实现回款。由于公司除闻川城投外土地整理业务毛利率为 100%,受当年闻川城投土整收入占比下降影响,2019 年公司土整业务毛利率由 2018 年的 58.85% 增长至 76.18%。

截至 2019 年底,公司土地整理业务已累计投资 62.67 亿元,尚需投资 7.67 亿元,待整理土地面积为 1350 亩,公司土地整理存在一定的融资需求。

(3) 安置房销售

跟踪期内,公司安置房销售业务中“17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债”相关的 5 个安置房募投项目均未确认销售收入。安置房销售收入由闻川城投贡献。

公司安置房销售业务包括公司本部“17 嘉兴秀洲债/17 秀洲债”涉及的 5 个募投项目销售及闻川城投安置房项目。跟踪期内,公司安置房业务收入均来自闻川城投。2019 年公司安置房销售收入 0.03 亿元,较上年降幅较大,主要系子公司闻川城投安置房收入降低所致。公司安置房销售收入需待安置户的最后一套安置房交付才可确认,安置户在多个不同安置房源购房,故使得公司尚有购房款未能确认收入,2019 年安置房收入大幅下降。

截至 2019 年底,公司在建和拟建安置房项目计划总投资额 21.40 亿元,已完成投资 3.41 亿元,尚需投资规模较大。未来随着公司安置房项目逐渐完工和出售或出租,公司安置房相关的销售和租赁收入将保持一定规模。

表5 截至2019年底公司在建和拟建安置房项目情况
(单位:万元)

项目名称	计划总投资	已投资
宇泗浜村花甲圩新社区二期	6225.73	1039.84
嘉北街道南陶浜拆迁安置房	18612.00	3178.76
王江泾沙河景园安置房	21490.71	18544.36
王江泾沙河景园二期安置房	23999.95	2994.9
宇泗浜村花甲圩新社区一期	11655.97	2414.93
一里街棚户区改造	9493.39	--

沈家桥安置房	49455.08	--
莫家村安置房	40000.00	--
油车港镇陈家坝拆迁安置小区一期工程	33032.57	5947.75
合计	213965.40	34120.54

资料来源:公司提供

(4) 租赁业务

跟踪期内,公司新购入一定规模的商业用房,自持物业出租率较高;由于租赁业务范围扩大,租赁收入大幅增长。

2019 年,公司租赁业务收入主要包括附属商业门面、嘉兴国际毛衫城商业用房、仓储房地产物业、菜市场经营权以及转租的办公楼、码头和部分未实现销售的安置房等物业出租实现的租赁收入,本年主要新增租赁物业为嘉兴国际毛衫城商业用房及江南摩尔商业用房。公司自持的租赁物业主要系嘉兴国际毛衫城商业用房及仓储房地产物业,合计建筑面积共计 5.66 万平方米,土地使用权面积 7.54 万平方米,目前该业务商铺已全部出租,2019 年实现租金收入 1.13 亿元,较上年大幅增长 59.34%,毛利率为 77.79%。

(5) 贸易业务

跟踪期内,公司贸易业务收入大幅增长,但受贸易环境影响,业务盈利能力弱;该板块收入易受宏观经济及贸易产品所属行业景气度影响,具有一定不确定性。

公司贸易业务主要分为短纤贸易业务、煤炭业务以及大宗商品、电子产品、家用电器和金属材料等业务板块。其中,短纤贸易业务主体为子公司嘉兴市王江泾南方纺织经营管理有限公司,其上游供应商主要为江阴丰华合成纤维有限公司、赛得利(九江)纤维有限公司、唐山三友远达纤维有限公司、浙江恒逸石化销售有限公司等,下游客户主要是嘉兴市天之华喷织有限公司;煤炭贸易业务主体为子公司嘉兴市闻明市政管理有限公司,上游供应商主要为嘉兴市风新投资开发有限公司,下游客户主要是浙江物产环保能源股份有限公司、巨化集团公司物资装备分公司;大宗商品、电子产品、家用电器和金属材料等贸易业务主体为子公

司嘉兴市秀洲区资产投资管理有限公司和嘉兴市秀新贸易有限公司，其上游供应商主要是上海帝捷电子科技有限公司、浙江省赞成集团有限公司、杭州润木进出口有限公司，下游主要包括江苏如皋港海运有限公司和浙江慧利通实业有限公司、德州新维进出口有限公司、福州策翔贸易有限公司。公司下属贸易类子公司与上游结算方式以电汇及银行承兑汇票的支付方式为主；与下游公司结算主要是现金方式结算。2019年，公司贸易业务实现收入8.14亿元，较上年大幅增长，受贸易环境影响，公司贸易业务毛利率为负，业务盈利能力弱；同期，贸易业务回款情况较好，本年实现回款8.14亿元。

表6 2019年公司贸易业务情况表
(单位: 万元)

物流贸易	营业收入	占比 (%)	毛利润
煤炭	37534.18	46.11	7.37
纺织纤维品	15203.94	18.68	-1.53
乙二醇	17551.73	21.56	63.42
电子产品等	7762.44	9.54	36.34
其他	3356.93	4.12	-142.95
合计	81409.21	100.00	-37.35

资料来源: 公司提供

(6) 其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入有所增长，主要系餐厨垃圾业务大幅增长及本年新增市政修缮养护业务所致。其他业务综合毛利率尚可，对利润有一定补充。

公司其他业务主要是2018年划入的子公司产生的经营性业务。其他业务中租金景区门票等收入、农产品及机械销售收入及餐厨垃圾业务规模相对较大，其中餐厨垃圾实现收入较上年增幅较大。本年新增市政修缮维护业务，主要是子公司嘉兴市秀洲高新区秀源城市基础设施有限公司对秀洲国家高新区范围内进行的养护、维护及修缮等服务，主要结算方是嘉兴市秀湖发展投资集团有限公司。总体看，其他业务综合毛利率尚可，对公司利润有一定补充。

表7 公司其他收入构成情况(单位: 万元、%)

项目	2018年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
租金景区门票等收入	4514.53	83.70	3600.66	96.62
农产品及机械销售	5562.38	13.85	6106.18	12.32
农民画制作收入	563.95	34.16	509.80	13.28
园林绿化收入	2261.70	16.76	2701.93	20.24
蚕种销售	62.80	12.23	53.28	12.65
餐厨垃圾	1308.19	-14.03	6591.18	46.28
市政修缮维护	--	--	3788.48	6.95
其他	2476.27	-2.75	776.24	-10.55
合计	16749.84	29.12	24157.00	33.25

资料来源: 根据公司审计报告整理

八、财务分析

公司提供了2019年财务报告，中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2019年，公司合并范围减少1家一级子公司，系公司将一级子公司秀禾发展投资集团有限公司划入公司一级子公司秀宏集团，秀禾发展投资集团有限公司变更为二级子公司。截至2019年底，公司合并范围内子公司14家，由于划转子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，资产负债中应收类款项和存货占比较大，资产流动性弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额495.17亿元，较上年底增长22.98%，主要系货币资金、其他应收款和存货增加所致。公司资产以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.17	7.24	45.44	9.18
应收票据及应收账款	9.07	2.25	14.74	2.98
其他应收款	82.20	20.42	114.05	23.03
存货	228.18	56.67	263.20	53.15

流动资产	358.26	88.98	445.92	90.05
投资性房地产	10.66	2.65	13.40	2.71
其他非流动资产	15.78	3.92	14.39	2.91
非流动资产	44.38	11.02	49.24	9.94
资产总额	402.64	100.00	495.17	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产 445.92 亿元，较上年底增长 24.47%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。

截至 2019 年底，公司货币资金 45.44 亿元，较上年底增长 55.80%，其中银行存款 32.14 亿元，库存现金 5.79 万元，现金类资产 13.30 亿元（均为受限资金），受限比率 29.27%，资金受限比率较高。同期，公司应收票据及应收账款 14.74 亿元，较上年底增长 62.51%。从集中度来看，公司应收账款主要是应收嘉兴市秀洲区人民政府及嘉兴市麟湖文化旅游有限公司的代建业务款，分别为 8.47 亿元和 4.95 亿元，前五名应收账款合计占比 99.80%，集中度高，但账龄主要集中在 3 年以上，回款时间存在不确定性，公司当年计提坏账准备 278.68 万元。公司其他应收款 114.05 亿元，较上年底大幅增长 38.75%，主要系与关联方、平台公司和政府往来款，截至 2019 年底前五大应收方分别为嘉兴市秀洲区王店镇村镇建设开发有限公司、嘉兴市王江泾镇财政局、嘉兴市闻源水务投资有限公司、嘉兴市秀洲区新塍镇财政所及嘉兴市秀洲区富兴建设开发有限公司，合计 59.19 亿元，占比 51.75%。公司应收类款项规模较大，对资金形成较大占用。截至 2019 年底，公司存货 263.20 亿元，较上年底增加 35.02 亿元，主要系安置房项目、土地整理和代建项目等相关开发成本增加所致。存货构成上以开发成本及土地资产为主，分别为 204.80 亿元和 58.23 亿元，期末未计提跌价准备。

截至 2019 年底，公司非流动资产 49.24 亿元，较上年底增长 10.97%，主要系投资性房地产、固定资产和在建工程等科目增长所致。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 7.40 亿元，较上年底相对稳定，可供出售金融资产主要为以前年度政府无偿划入的嘉兴市

沪杭高铁客运专线投资开发有限公司（2.50 亿元）、嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司（2.30 亿元）及嘉兴市小微企业信保基金融资担保有限公司（0.83 亿元）的股权。同期，公司投资性房地产 13.40 亿元，较上年底增加 2.74 亿元，主要系公司购入国际毛衫城商业用房及江南摩尔商业用房所致，金额分别为 2.13 亿元和 0.60 亿元；期末公司部分投资性房地产已用于抵押，受限比率为 22.32%；其他非流动资产 14.39 亿元，全部是市政基础设施工程，系公司子公司嘉兴市秀宏建设投资集团有限公司（以下简称“秀宏集团”）承担的新塍镇基础设施建设，镇财政局逐年拨付秀宏集团项目建设资金用于平衡已发生的工程成本，秀宏集团将收到的资金计入专项应付款，实际工程成本计入其他非流动资产。截至 2019 年底，其他非流动资产减少 1.39 亿元，系部分市政工程已完工并移交镇政府，相应冲减部分其他非流动资产及专项应付款所致。剩余市政基础设施工程尚未确认具体处置方式，暂计入该科目。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产包括货币资金（13.30 亿元）、存货（0.10 亿元）、固定资产（2.23 亿元）、在建工程（0.33 亿元）、无形资产（1.58 亿元）和投资性房地产（2.99 亿元），均用于借款抵押或质押。期末受限资产合计 20.53 亿元，占资产总额的 4.15%，受限比率较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，结构上仍以资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益 198.85 亿元，较上年底增长 4.78%。其中实收资本增至 10.00 亿元，主要系 2019 年嘉兴市国资委以资本公积转增资本方式对公司增资所致；资本公积 158.02 亿元，较上年底增加 0.62 亿元。其中，公司收到财政拨款 5.47 亿元，收到嘉兴市秀洲区盛源档案技术咨询服务部注销清

算后无偿划入公司子公司嘉兴秀洲农民画艺术创意有限公司的剩余款项 0.03 亿元，收到秀洲区国资委无偿划入的土地资产 19.97 万元，此外，2019 年由于嘉兴市国资委以资本公积转增资本方式对公司增资，资本公积减少 4.00 亿元，公司将子公司嘉兴市秀洲区公卫投资有限公司无偿划至嘉兴市秀洲区卫生健康局减少资本公积 0.80 亿元，子公司梅里投资管理集团有限公司本年存在注销土地，减少资本公积 0.07 亿元。公司所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的 5.03%、79.47% 和 11.71%。总体看，所有者权益稳定性较好。

跟踪期内，随着在建和拟建项目的持续投入，公司债务规模大幅增长，债务负担有所上升。

截至 2019 年底，公司负债总额 296.31 亿元，较上年底增长 39.21%，主要系长期借款、应付债券及长期应付款大幅增加所致。负债结构以非流动负债为主。

表9 公司主要负债构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.20	2.44	13.84	4.67
其他应付款	20.60	9.68	23.40	7.90
一年内到期的非流动负债	16.00	7.52	26.23	8.85
流动负债	46.69	21.93	72.44	24.45
长期借款	136.24	64.00	152.72	51.54
应付债券	13.34	6.27	47.25	15.95
长期应付款	14.60	6.86	21.85	7.37
非流动负债	166.17	78.07	223.87	75.55
负债总额	212.86	100.00	296.31	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动负债 72.44 亿元，较上年底增长 55.17%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。同期，公司短期借款 13.84 亿元，较上年底大幅增长，主要为保证借款和信用借款；一年内到期的非流动负债 26.23 亿元，较上年底增长 63.96%，主要系一年内到期的长期借款及长期应付款调入所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 223.87 亿元，较上年底增长 34.73%，主要系长期借款和应付债券增长所致。同期，公司长期借款 152.72 亿元，较上年底增加 16.48 亿元，长期借款以质押借款、质押保证借款和保证借款为主，分别占 6.20%、26.10% 和 56.58%；应付债券增加 33.91 亿元至 47.25 亿元，系公司本部成功发行“19 嘉兴秀洲 PPN001”“19 嘉兴秀洲 PPN002”“19 嘉兴秀洲 PPN003”及下属子公司成功发行“19 嘉梅 01”和“19 秀宏 01”所致；长期应付款较上年底增加 7.25 亿元至 21.85 亿元，主要系融资租赁款增长所致。其中应付融资租赁款 8.15 亿元（有息性质），专项应付款 11.42 亿元。

截至 2019 年底，公司全部债务较上年底大幅增长 41.02% 至 240.84 亿元（其中长期债务占比 83.03%）。截至 2019 年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别快速上升至 59.84%、50.14% 和 54.77%，较上年底有所下降。总体看，公司债务负担有所加重。

从集中兑付情况看，2020—2022 年，公司分别需偿还有息债务 40.87 亿元、24.10 亿元和 34.90 亿元；截至 2019 年底，公司货币资金充裕，短期兑付压力不大。

3. 盈利能力

跟踪期内，受贸易板块快速发展带动，公司营业收入大幅增长，但期间费用控制能力有待提高，利润总额对政府补贴及投资收益依赖程度高，目前盈利能力仍有待提高。

2019 年，公司实现营业收入 26.23 亿元，同比增长 42.60%；同期，公司营业成本同比增长 48.65%。营业利润率由 2018 年的 21.14% 下降至 17.94%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年期间费用 3.74 亿元，较 2018 年的 2.07 亿元大幅增加，主要系公司有息债务增长带来的利息支出增幅较大所致。2019 年公司期间费用率上升至 14.26%。总体看，公司期

间费用控制能力有待提高。

2019年，公司获得政府补助3.328元，分别计入其他收益及营业外收入，较上年大幅增长。投资收益0.26亿元，主要为公司对嘉兴市益农投资管理有限公司及嘉兴市秀洲区石油有限公司的投资收益。公司利润总额4.77亿元，公司利润总额对政府补贴及投资收益依赖程度高。

从盈利指标看，2019年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.42%和2.25%，较2018年均有所提升，但公司整体盈利能力仍有待提高。

4. 现金流分析

跟踪期内，受在建项目持续投入及往来款波动影响，公司经营现金流净流出规模增长较快，且投资活动现金流由正转负。对外借款和发行债券是公司主要筹资方式，考虑到项目的持续投入，公司面临较大的筹资压力。

2019年，公司经营活动现金流入59.54亿元，同比增长0.97%。其中销售商品、提供劳务收到的现金24.79亿元，均为公司业务回款；收到其他与经营活动有关的现金34.75亿元，同比下降13.02%。同期，公司经营活动现金流出111.28亿元，同比大幅增长35.87%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金均有所增长所致，分别为49.82亿元和60.35亿元。2019年，公司经营活动现金流量净额-51.74亿元。公司现金收入比由103.38%下降至94.49%，收入实现质量仍较好。

2019年，公司投资活动现金流入1.26亿元，绝大部分为收到其他与投资活动有关的现金，系公司收回到期的定期存单所致。公司投资活动现金流出6.99亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金6.93亿元，系公司外购投资性房地产及固定资产款项。2019年公司投资活动现金流量净额-5.73亿元。

2019年，公司筹资活动现金流入119.82亿元，主要由取得借款收到的现金95.58亿元和

收到其他与筹资活动有关的现金24.24亿元构成。其中收到其他与筹资活动有关的现金为收到的专项应付款、融资租赁款以及到期的质押银行定期存单等。公司筹资活动现金流出46.46亿元，主要由偿还债务支付的现金29.10亿元、分配股利、利润或偿付利息支付的现金11.34亿元和支付其他与筹资活动有关的现金6.02亿元构成。其中支付其他与筹资活动有关的现金为归还融资租赁款、质押的银行定期存单等。2019年，公司筹资活动现金流量净额73.35亿元。

5. 偿债能力

公司经营现金流流动负债比仍为负，短期偿债能力一般。公司长期偿债能力弱，但考虑到政府对公司的的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率下降至615.57%，速动比率下降至252.23%。公司经营现金流流动负债比仍为负，对公司流动负债无保障能力。截至2019年底，公司非受限现金类资产32.52亿元，是当期短期债务的0.80倍，整体短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为7.15亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA由2018年底的33.24倍上升至35.15倍。公司整体长期偿债能力弱。

截至2019年底，公司获得银行授信总额271.34亿元，未使用额度38.07亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司对外担保余额25.29亿元，较上年底的27.37亿元有所下降。担保比率为12.72%，被担保企业主要为当地平台和国有企业。其中被担保金额较大的企业嘉兴市洪运新农村投资开发有限公司4.00亿元、嘉兴市闻源水务投资有限公司4.32亿元和嘉兴市秀湖发展投资集团有限公司3.00亿元；对民企担保较少，仅有对浙江汇龙投资发展有限公司0.57亿元的担保。总体看，考虑

到担保对象主要为国有企业，公司或有负债风险相对可控。

总体看，考虑到跟踪期内政府对公司的的大力支持，公司整体偿债能力很强。

6. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产总额有所增长，占合并报表资产总额比例较高；母公司所有者权益相对稳定，占合并报表所有者权益比例一般；母公司负债总额大幅增长，占合并报表负债比例较低；公司营业收入和利润基本均来源于子公司。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额222.84亿元，较上年底增长14.60%，主要系其他应收款大幅增长所致。其中流动资产占33.65%，非流动资产占66.35%，资产以非流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的77.80%，占比较高。

截至2019年底，母公司所有者权益合计154.71亿元，较上年底保持稳定。母公司所有者权益主要由资本公积构成（2019年底为144.33亿元），母公司所有者权益占合并报表所有者权益的45.00%，占比一般。

截至2019年底，母公司负债合计68.13亿元，较上年底增长69.76%。其中流动负债占18.93%、非流动负债占81.07%，公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的32.01%，占比较低。

2019年，母公司未实现营业收入，公司合并口径营业收入均为下属子公司产生；母公司利润总额为1266.63万元，较上年增幅较大。

九、存续债券偿债能力分析

公司短期内债券兑付压力小，2022年达到债券待偿本金峰值14.90亿元，未来偿付集中度偏高，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券保障能力一般。

截至2020年5月底，公司尚需兑付债券本金合计35.00亿元，未来一年内公司到期兑付债券7.00亿元，2022年将达到存续债券待偿本

金峰值14.90亿元。

截至2019年底，公司非受限类现金类资产32.52亿元；2019年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为59.53亿元、-51.74亿元和7.15亿元，对公司存续债券保障情况如下表，总体看，公司短期内债券兑付压力小，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力尚可。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019年底
一年内到期债券余额	7.00
未来待偿债券本金峰值	13.50
非受限类现金类资产/一年内到期债券余额	4.65
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.41
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-3.83
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.53

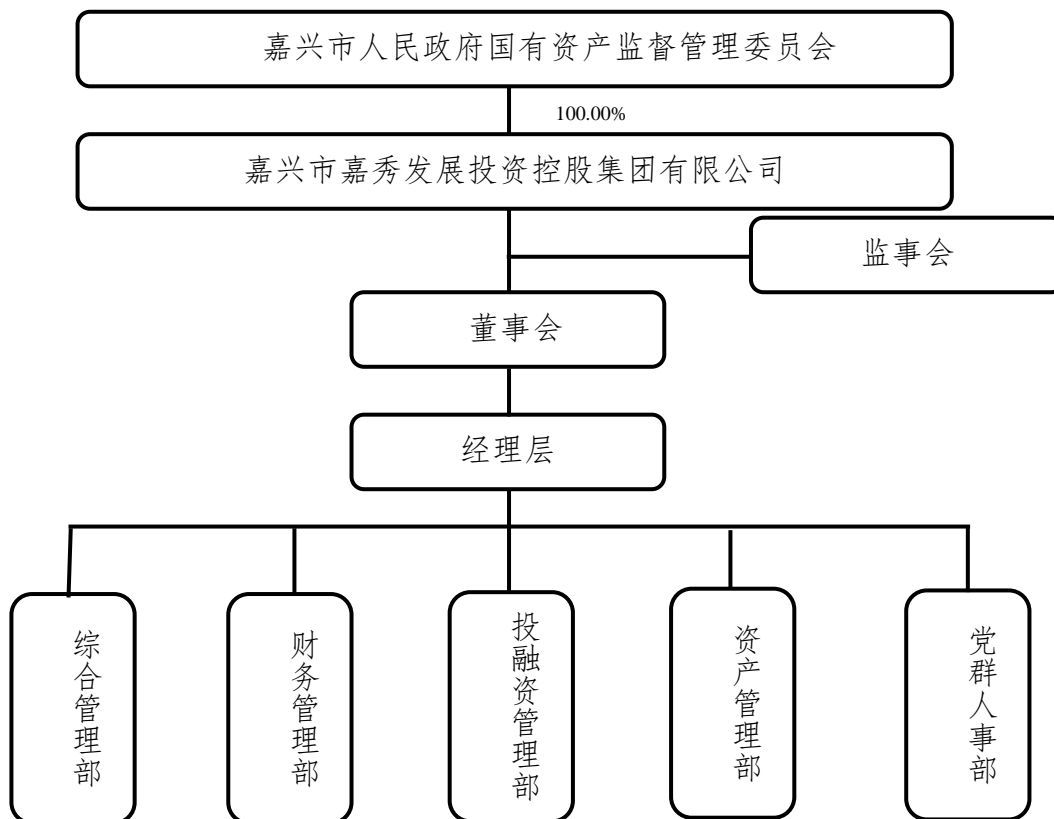
资料来源：公司提供

此外，“17嘉兴秀洲债/17秀洲债”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信对中合中小企业融资担保股份有限公司出具的主体评级报告，中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效增强了“17嘉兴秀洲债/17秀洲债”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17嘉兴秀洲债/17秀洲债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2019 年底公司股权及组织结构图



附件 2 截至 2019 年底公司一级子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	
	直接	间接
嘉兴市莲泗荡新市镇建设投资开发有限公司	100.00	
嘉兴市盛洪新市镇投资开发有限公司	100.00	
嘉兴市麟湖新农村建设投资有限公司	100.00	
嘉兴市秀洲区欣农投资有限公司	100.00	
嘉兴市兴园投资有限公司	100.00	
嘉兴市秀禾城镇水利开发建设有限公司	100.00	
嘉兴市兴镇建设有限公司	100.00	
嘉兴市麟溪建设投资有限公司	100.00	
嘉兴市新港城镇建设投资有限公司	100.00	
嘉兴市洪源水利建设投资开发有限公司	100.00	
嘉兴市秀洲区全域土地开发建设有限公司	100.00	
嘉兴市闻川城市投资建设有限公司	100.00	
嘉兴市梅里投资管理集团有限公司	100.00	
嘉兴市秀宏建设投资集团有限公司	100.00	

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.23	29.22	45.82
资产总额(亿元)	122.41	402.64	495.17
所有者权益(亿元)	44.09	189.78	198.85
短期债务(亿元)	4.86	21.20	40.87
长期债务(亿元)	59.44	149.58	199.97
全部债务(亿元)	64.29	170.78	240.84
营业收入(亿元)	8.35	18.39	26.23
利润总额(亿元)	2.04	4.29	4.77
EBITDA(亿元)	2.16	5.21	7.15
经营性净现金流(亿元)	-7.89	-22.94	-51.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.06	2.29	2.20
存货周转次数(次)	0.13	0.10	0.09
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06
现金收入比(%)	81.51	103.38	94.49
营业利润率(%)	25.38	21.14	17.94
总资本收益率(%)	1.88	1.30	1.42
净资产收益率(%)	4.57	2.16	2.25
长期债务资本化比率(%)	57.41	44.08	50.14
全部债务资本化比率(%)	59.32	47.37	54.77
资产负债率(%)	63.98	52.87	59.84
流动比率(%)	639.07	767.38	615.57
速动比率(%)	316.87	278.63	252.23
经营现金流动负债比(%)	-44.83	-49.13	-71.43
现金短期债务比(倍)	3.34	1.38	1.12
全部债务/EBITDA(倍)	29.83	32.75	33.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	36.67	7.42	0.51

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.09	0.99	4.25
资产总额(亿元)	57.83	194.45	222.84
所有者权益(亿元)	22.09	154.32	154.71
短期债务(亿元)	0.00	0.08	1.30
长期债务(亿元)	24.44	28.79	55.23
全部债务(亿元)	24.44	28.86	56.53
营业收入(亿元)	0.00	0.04	0.00
利润总额(亿元)	-0.10	0.01	0.13
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-10.25	-3.49	-24.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.00	0.02	0.00
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--
营业利润率(%)	--	--	--
总资本收益率(%)	12.55	3.37	2.66
净资产收益率(%)	-0.45	0.00	0.08
长期债务资本化比率(%)	52.52	15.72	26.31
全部债务资本化比率(%)	52.52	15.76	26.76
资产负债率(%)	61.80	20.64	30.57
流动比率(%)	375.72	413.16	581.48
速动比率(%)	375.72	413.16	581.48
经营现金流动负债比(%)	-90.67	-30.79	-188.04
现金短期债务比(倍)	--	13.18	3.27
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

注：公司本部经营性业务较少，主要经营性业务由子公司负责，故部分财务数据缺失

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=费用化利息支出+资本化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

中合中小企业融资担保股份有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司 43.34% 的股份；公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2019 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1 2019 年末公司股东及持股情况 单位：%

股 东	2019 年末
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合 计	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

二、业务经营分析

公司担保业务目前业务以融资担保为主。受融资担保行业监管趋严等因素影响，近年来公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；公司担保业务中城投债担保占比高。截至 2019 年末，公司担保余额 837.04 亿元，以融资性担保业务为主；公司城投债担保余额 741.21 亿元，占总担保余额的 88.55%。

近年来，由于融资担保新规的影响，公司高流动性资产配置比例有所上升，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。截至 2019 年末，公司投资资产净额 67.63 亿元，占资产总额的 66.34%；公司委托贷款总额 7.89 亿元，计提的减值准备余额 2.86 亿元。

三、风险管理分析

受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；担保代偿率持续上升，面临较大的代偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、股票面临退市风险，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注后续追偿情况。从客户分布来看，现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2019 年末，公司单一最大客户担保余额

18.00 亿元，单一最大客户集中度为 21.88%；前五大客户担保余额 84.60 亿元，前五大客户集中度为 102.83%。担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，近年来公司担保代偿规模上升较为明显。截至 2019 年末，公司累计代偿金额 35.63 亿元，累计代偿率为 4.08%。

截至 2019 年末，公司委托贷款中包含一笔与股东海航资本的业务往来，现已逾期，贷款净额 4.89 亿，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续催收情况；除此以外公司投资的资产管理计划和信托产品底层无与股东相关项目，但有一笔对海航资本控制企业聚宝汇的直接股权投资，该笔投资截至 2019 年底余额 6985 万元。此外，公司部分名股实债投资产生违约，需关注后续处置进展。存续担保业务已经没有与海航及其关联公司的担保业务。

四、财务概况

截至 2019 年末，公司资产总额 101.94 亿元，负债总额 21.15 亿元，所有者权益 80.79 亿元；担保余额 837.04 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.22 亿元，其中已赚保费 7.40 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.52 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

五、结论

公司资本实力位于国内担保行业前列，担保业务主要以城投债为主，规模较大，具有一定行业地位和系统重要性；公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；由于监管政策调整，公司投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比的上升带动资产流动性水平有所提升。另一方面，公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险；公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况；受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。综上，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。