

信用等级公告

联合〔2020〕2725号

嘉兴市闻川城市投资建设有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2020 年嘉兴市闻川城市投资建设有限公司公司债券进行主动评级，确定：

嘉兴市闻川城市投资建设有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

嘉兴市闻川城市投资建设有限公司拟发行的 2020 年嘉兴市闻川城市投资建设有限公司公司债券信用等级为 AA₊pi

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二〇二〇年 八月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

2020年嘉兴市闻川城市投资建设有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AA⁺_{pr}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：5.00 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，分期还本

担保方：嘉兴市现代服务业发展投资
集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连
带责任保证担保

评级时间：2020 年 8 月 21 日

分析师

尹 丹 登记编号（R0040218110004）

徐汇丰 登记编号（R0040218010006）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对嘉兴市闻川城市投资建设有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为浙江省嘉兴市秀洲区重要的土地整理、基础设施建设和安置房建设主体，在资本金及资产注入、财政补贴及债务置换等方面获得秀洲区政府持续支持。近年来嘉兴市秀洲区经济稳步发展，一般公共预算收入不断增长，公司资产及收入规模持续增长。同时联合评级也关注到公司未来投资压力较大、资产流动性较弱、短期偿债压力较大、存在或有负债风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

本次债券由嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司（以下简称“嘉兴现代”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保有效提升了本次债券偿付的安全性。此外，本次债券设置了分期偿还条款，在一定程度上降低了公司的集中兑付压力。

未来随着区域内城市基础设施建设的持续推进，公司业务开展及收入形成可持续性较好。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. **外部发展环境良好。**近年来，嘉兴市及秀洲区经济稳步发展，一般公共预算收入不断增长，2019年，秀洲区实现地区生产总值468.36亿元，同比增长6.3%；完成一般公共预算收入27.27亿元，同比增长29.12%。

2. **持续获得外部支持。**公司是秀洲区重要的土地整理、城市基础设施建设和安置房建设主体，在资本金及资产注入、财政补贴及债务置换等方面得到了当地政府的持续支持。

3. **资产及收入规模持续增长。**近年来，随着项目持续建设及业务范围拓展，公司资产及收入规模持续增长，整体债务负担尚可。

4. **增信措施。**嘉兴现代对本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的偿付安全性。

关注

1. **未来投资压力较大。**公司土地整理及安置房建设尚需投入规模较大；基建收入整体回款质量一般，存在较大投资压力。

2. **资产流动性较弱。**公司资产中其他应收款对资金形成一定占用，土地资产及项目投入规模大，且土地主要为划拨地，尚未办理权证；公司整体资产流动性较弱。

3. **短期偿债压力较大。**近年来，公司短期债务规模快速增长，2020年存在较大短期偿债压力。

4. **存在或有负债风险。**公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

5. **募投项目收益实现存在不确定性。**本期债券还本付息资金的首要来源为募投项目的销售和出租收入，其收入的实现情况易受项目建设进度及实际租售情况影响，存在不确定性。

主要财务数据：

发行人（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	66.80	76.06	88.86
所有者权益（亿元）	40.24	41.47	42.32
长期债务（亿元）	20.60	24.67	27.80
全部债务（亿元）	21.60	28.60	39.01
营业收入（亿元）	4.38	5.63	10.65
利润总额（亿元）	1.56	1.34	0.99
EBITDA（亿元）	1.72	1.46	1.22
经营性净现金流（亿元）	-8.61	-7.03	-2.60
营业利润率（%）	28.74	28.26	10.05
净资产收益率（%）	7.37	3.04	2.02
资产负债率（%）	39.75	45.47	52.37
全部债务资本化比率（%）	34.93	40.81	47.97
流动比率（倍）	12.61	8.19	4.88
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.05	0.03
EBITDA 利息倍数（倍）	1.50	0.45	0.54
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.34	0.29	0.24

发行人（母公司/本部）

资产总额（亿元）	29.33	38.85	50.04
所有者权益（亿元）	24.07	24.76	25.55
全部债务（亿元）	0.54	6.59	10.61
营业收入（亿元）	1.09	3.36	3.59
利润总额（亿元）	0.43	0.76	0.90
资产负债率（%）	17.94	36.27	48.94
全部债务资本化比率（%）	2.19	21.02	29.34
流动比率（倍）	2.93	2.44	1.73

担保方（合并）

资产总额（亿元）	358.66	342.82	369.31
所有者权益（亿元）	124.01	123.45	127.02
营业收入（亿元）	16.34	14.27	12.98
净利润（亿元）	1.39	1.27	1.25
资产负债率（%）	65.42	63.99	65.61

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，系四舍五入造成的；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他应付款中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、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。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

符江丰

一、主体概况

嘉兴市闻川城市投资建设有限公司（以下简称“公司”）由嘉兴市莲泗荡新农村投资建设有限公司（以下简称“莲泗荡新农村投建”）于 2013 年 7 月 31 日出资 12,000 万元成立。2013 年 12 月，根据嘉兴市秀洲区国有资产管理委员会《关于同意嘉兴市闻川城市投资建设有限公司股权划转的批复》，莲泗荡新农村投建将其持有的公司 100% 股权全部无偿划转至嘉兴市秀洲区国有资产监督管理局（以下简称“秀洲区国资局”）。2018 年 12 月，根据《嘉兴市秀洲区国有资产管理委员会关于同意嘉兴市闻川城市投资建设有限公司股权无偿划转的批复》（秀洲国资委〔2018〕56 号），嘉兴市秀洲区国有资产管理委员会同意秀洲区国资局将持有的公司 100% 股权无偿划转至嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司（后更名为嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司，以下简称“嘉秀集团”）。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 12,000 万元，嘉秀集团持有公司 100% 股权，为公司唯一股东，公司实际控制人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”）。

公司的经营范围主要包括基础设施建设、土地整理及安置房建设等。

截至 2019 年底，公司内设工程部、运营部、后勤部、财务部和人事部 5 个职能部门，纳入合并范围的子公司 9 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 88.86 亿元，所有者权益 42.32 亿元，全部为归属于母公司的所有者权益；2019 年，公司实现营业收入 10.65 亿元，净利润 0.84 亿元，全部为归属于母公司的净利润；经营活动产生的现金流量净额-2.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 38.19 万元。

公司注册地址：嘉兴市秀洲区王江泾镇荷花村；法定代表人：龚建佐。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2020 年嘉兴市闻川城市投资建设有限公司公司债券”。本次债券发行规模 5.00 亿元，期限为 7 年。本次债券采用固定利率，按年付息，分期还本；公司在债券存续期的第 3~7 年末每年还本 20%。

本次债券由嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司（以下简称“嘉兴现代”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券拟募集资金 5.00 亿元，其中 3.80 亿元用于项目建设，1.20 亿元用于补充公司流动资金。募集资金投资项目情况见下表：

表 1 募投项目资金用途概况（单位：亿元，%）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金	拟使用资金占总投资比例
嘉北街道南陶浜拆迁安置房项目	1.86	1.20	64.52
王江泾沙河景园安置房项目	2.15	0.20	9.30
王江泾沙河景园二期安置房项目	2.40	1.60	66.67
宇泗浜村花甲圩新社区一期工程	1.17	0.80	68.38
合计	7.58	3.80	--

资料来源：公司提供

（1）嘉北街道南陶浜拆迁安置房项目

项目建设内容

嘉北街道南陶浜拆迁安置房项目位于嘉兴市秀洲区王江泾镇，用地范围：东至穆河溪沿河50米绿化，南至市水利投资有限公司地界，北至公交停车场用地界，西至禾兴北路，总用地面积约为24,481平方米。总建筑面积62,860.64平方米，其中住宅建筑面积46,642.84平方米，商业及服务配套建筑面积3,470.6平方米，储藏室建筑面积2,998.42平方米，地下建筑面积9,748.7平方米。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市国土资源局出具的《项目用地的预审意见》（嘉（开）土预字〔2015〕-06号）、嘉兴市环境保护局经济技术开发区分局出具的《关于南陶浜村拆迁安置房工程建设项目环境影响报告表审查意见的函》（嘉环分建函〔2015〕64号）、嘉兴经济技术开发区管委会出具的《关于同意嘉北街道南陶浜村拆迁安置小区工程可行性研究报告的批复》（嘉开管项〔2016〕22）、嘉兴经济技术开发区（国际商务区）建设交通局出具的《节能审查意见书》（浙建节嘉经节2016003号）、嘉兴市城乡规划建设管理委员会出具的《建设用地规划许可证》（地字第330401201610005号）和《建设项目选址意见书》（选字第330401201510016号）及嘉兴市秀洲区王江泾镇人民政府出具的《关于王江泾镇嘉北街道南陶浜村拆迁安置小区工程社会稳定风险评估报告的意见》（王政〔2015〕194号）等批复文件。

项目进度

该项目计划总投资1.86亿元，其中拟使用本次债券募集资金1.20亿元，占项目总投资64.52%。该项目已于2016年开工，截至2019年底已完成投资0.51亿元，投资进度为27.42%。

（2）王江泾沙河景园安置房项目

项目建设内容

王江泾沙河景园安置房项目位于嘉兴市秀洲区王江泾镇07省道西侧，大沙河塘北侧，用地面积35,213平方米，地块呈东西向狭长状。总建筑面积为76,065平方米，其中多层住宅建筑面积21,671平方米，高层住宅面积33,033平方米，公建配套用房面积3,823平方米，地下建筑面积13,210平方米。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市国土资源局出具的不动产权证书（土地证）（浙（2017）嘉秀不动产权第0009685号、0009687号）、嘉兴市秀洲区环境保护局出具的《关于王江泾沙河景园工程项目环境影响报告表审查意见的函》（秀洲环建函〔2013〕134号）、嘉兴市秀洲区发展和改革局出具的《关于王江泾沙河景园项目可行性研究报告的批复》（秀洲发改〔2014〕160号）、嘉兴市秀洲区住房和城乡建设局出具的《节能审查意见书》（浙建节秀洲2014009号）《建设项目选址意见书》（选字第330411201400003号）《建设用地规划许可证》（地字第330411201400028号）以及嘉兴市秀洲区王江泾镇人民政府出具的《关于王江泾镇沙河景园拆迁安置小区工程社会稳定风险评估报告的意见》（王政〔2015〕192号）等批复文件。

项目进度

该项目计划总投资2.15亿元，其中拟使用本次债券募集资金0.20亿元，占项目总投资9.30%。该项目已于2014年开工，截至2019年底，该项目已完成投资1.93亿元，投资进度为89.77%。

（3）王江泾沙河景园二期安置房项目

项目建设内容

王江泾沙河景园二期安置房项目位于嘉兴市秀洲区王江泾07省道西侧，规划环北路北侧，

西临河道，北侧为农居，项目总用地面积约为26,854平方米，建设六幢11至16层住宅楼及公建配套用房和地下室机动车、储藏室。总建筑面积62,627.95平方米，其中住宅建筑面积47,448.35平方米，公建配套用房建筑面积3,500.00平方米，地下室机动车库建筑面积8,709.50平方米，储藏室建筑面积2,970.10平方米。室外道路、停车位面积14,171.10平方米，室外绿化景观面积8,057平方米。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市国土资源局秀洲区分局出具的《王江泾沙河景园二期建设项目用地预审意见》（秀洲土预字〔2014〕43号）、嘉兴市秀洲区环境保护局出具的《关于王江泾镇王江泾沙河景园二期项目环境影响报告表审查意见的函》（秀洲环建函〔2015〕66号）、嘉兴市秀洲区发展和改革局出具的《关于王江泾镇王江泾沙河景园二期可行性研究报告的批复》（秀洲发改批〔2015〕278号）和《关于同意王江泾镇沙河景园二期项目调整可行性研究报告总投资的批复》（秀洲发改批〔2016〕98号）、嘉兴市秀洲区住房和城乡建设局出具《节能审查意见书》（浙建节秀洲2015012号）、嘉兴市城乡建设规划管理委员会出具《建设用地规划许可证》（地字第330411201500044号）《建设项目选址意见书》（选字第330411201500009号）和嘉兴市秀洲区王江泾镇人民政府出具的《关于王江泾镇沙河景园二期拆迁安置小区工程社会稳定风险评估报告的意见》（王政〔2015〕195号）等批复文件。

项目进度

该项目计划总投资2.40亿元，其中拟使用本次债券募集资金1.60亿元，占项目总投资66.67%。该项目已于2016年开工，截至2019年底，项目已投资0.52亿元，投资进度为21.67%。

（4）宇泗浜村花甲圩新社区一期工程

项目建设内容

宇泗浜村花甲圩新社区一期工程选址于嘉兴市秀洲区王江泾镇新塍公路南侧，新永联路东侧，东临河道，南侧为农居。项目总用地面积约23,647.06平方米，建设8幢多层（6层）住宅楼、1个地下车库及1幢社区服务用房。总建筑面积38,942.04平方米，其中，住宅建筑面积27,856.47平方米，储藏室建筑面积2,341.26平方米，商业及服务配套建筑面积2,111.66平方米，地下室机动车库建筑面积6,550.00平方米。室外广场、道路、停车位面积10,655.43平方米、室外绿化景观面积7,094.12平方米。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市国土资源局秀洲区分局出具的《嘉兴市秀洲区王江泾镇宇泗浜村花甲圩拆迁安置区一期建设项目用地预审意见》（秀洲土预字〔2015〕12号）、嘉兴市秀洲区环境保护局出具的《关于王江泾镇宇泗浜村花甲圩新社区一期项目环境影响登记表审查意见的函》（秀洲环建函〔2015〕102号）、嘉兴市秀洲区发展和改革局出具的《嘉兴市秀洲区王江泾镇宇泗浜村花甲圩新社区一期工程可行性研究报告》（秀洲发改批〔2015〕312号）、嘉兴市秀洲区住房和城乡建设局出具的《节能审查意见书》（浙建节秀洲2015010号）、嘉兴市城乡建设规划管理委员会出具的《建设项目选址意见书》（选字第330411201500008号）《建设用地规划许可证》（地字第330411201500045号）以及嘉兴市秀洲区王江泾镇人民政府出具的《关于宇泗浜花甲圩新社区一期拆迁安置小区工程社会稳定风险评估报告的意见》（王政〔2015〕193号）等批复文件。

项目进度

该项目计划总投资 1.17 亿元，其中拟使用本次债券募集资金 0.80 亿元，占项目总投资68.38%。该项目于 2016 年开工建设，截至 2019 年底，项目已投资 0.31 亿元，投资进度为 26.50%。

三、行业及外部环境分析

1. 行业分析

(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2 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：联合评级整理

（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

公司业务集中于嘉兴市秀洲区；近年来，嘉兴市及秀洲区经济稳步发展，一般公共预算收入不断增长，公司发展的外部环境良好。

（1）嘉兴市经济概况

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，是长三角城市群的重要城市。嘉兴市地理位置优越，与上海、杭州、宁波等城市距离近，且作为沪杭、苏杭交通干线中枢，交通便利，成为城市发展的优势。嘉兴市陆地面积 3,915 平方公里，下辖两个市辖区（南湖区、秀洲区），3 个县级市（平湖市、海宁市、桐乡市）和两个县（嘉善县、海盐县）。

根据《嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，嘉兴市经济总量持续增长，地区生产总值（GDP）分别为 4,355.24 亿元、4,871.98 亿元和 5,370.32 亿元。2019 年嘉兴市

GDP 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 2,892.55 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 2,356.88 亿元，增长 8.5%。三次产业结构为 2.2:53.9:43.9。

2019 年，嘉兴市工业增加值 2,576.03 亿元，比上年增长 6.9%，占全市生产总值的 48.0%。2019 年，嘉兴市固定资产投资比上年增长 11.3%。全年房地产开发投资比上年增长 2.9%，其中住宅投资增长 1.8%。

根据《嘉兴市财政预算执行情况报告》和《嘉兴市 2019 年 1—12 月财政收支情况》，2017—2019 年，嘉兴市一般预算收入分别为 443.79 亿元、518.55 亿元和 565.69 亿元，其中税收收入占比分别为 92.83%、91.30%和 90.08%，一般预算收入质量高；嘉兴市一般公共预算支出分别为 494.70 亿元、588.87 亿元和 766.89 亿元；财政自给率分别为 89.71%、88.06%和 73.76%。2017—2019 年，嘉兴市政府性基金收入分别为 693.76 亿元、835.81 亿元和 747.65 亿元。

（2）秀洲区经济概况

嘉兴市秀洲区位于浙江省北部，长江三角洲的杭嘉湖平原，东邻上海、西靠杭州、南濒杭州湾、北接苏州，与各城市距离均不超过 90 公里，是上海经济开发区的理想延伸地，被国务院列为先行规划、先行发展的重点沿海开放地区之一。秀洲区下辖 4 个街道（新城街道、高照街道、嘉北街道、塘汇街道）和 5 个镇（王店镇、洪合镇、新塍镇、王江泾镇、油车港镇）。根据《秀洲区国民经济和社会发展统计公报》显示，2017—2019 年，秀洲区地区生产总值（小口径，即不包括由嘉兴市经济开发区代管的嘉北和塘汇两街道的统计，下同）分别为 356.46 亿元、392.64 亿元和 468.36 亿元，2019 年地区生产总值按可比口径计算，同比增长 6.3%。从三次产业完成情况看：第一产业增加值为 13.20 亿元，同比增长 2.2%；第二产业增加值为 241.88 亿元，同比增长 4.8%，其中工业增加值为 214.41 亿元，同比增长 5.7%；第三产业增加值为 213.28 亿元，同比增长 8.1%。三次产业比重为 2.8：51.7：45.5。

2017—2019 年，秀洲区完成固定资产投资规模分别为 252.03 亿元、190.48 亿元和 200.92 亿元。2019 年固定资产投资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%。2019 年，秀洲区商品房销售面积 64.01 万平方米，同比下降 6.4%，其中住宅销售面积 59.63 万平方米，同比下降 1.5%；实现商品房销售额 82.69 亿元，同比增长 16.4%，其中住宅销售额 78.26 亿元，同比增长 22.6%。2019 秀洲区完成房地产开发投资 84.06 亿元，同比增长 11.1%；商品房施工面积 318.63 万平方米，同比下降 1.8%，竣工面积 24.67 万平方米，同比下降 29.1%。

根据《嘉兴市秀洲区财政预算执行情况报告》，2017—2019 年，秀洲区分别完成一般公共预算收入 21.12 亿元、24.95 亿元和 27.27 亿元，税收收入占比分别为 88.4%、87.8%和 86.3%，秀洲区一般公共预算收入质量好。2019 年，秀洲区完成一般公共预算支出 41.32 亿元，财政自给率为 66.00%。2017—2019 年，秀洲区政府性基金收入分别为 52.93 亿元、68.19 亿元和 37.29 亿元，其中国有土地使用权出让金收入分别为 48.82 亿元、63.66 亿元和 34.99 亿元。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是秀洲区重要的土地整理、基础设施建设和安置房建设主体，与嘉兴市秀洲区其他基础设施建设主体在业务范围或业务辐射区域方面不存在重叠和明显竞争。

公司受秀洲区政府委托，承担秀洲区的土地整理、基础设施建设和安置房建设职能，并开

展商品贸易、景区运营的经营性业务。除公司外，秀洲区内还有另外 3 家主要的基础设施建设主体，分别为嘉兴市秀宏建设投资集团有限公司（主要承担秀洲区委区政府下达的区域范围内交通基础设施建设、管理职能）、嘉兴市闻源水务投资有限公司（主要承担水务类社会公益事业项目的投资建设、运营管理职能）、嘉兴市秀禾农业投资集团有限公司（重点承担农业、农村、土地开发整理等相关领域项目的投资建设、运营管理职能）。公司与嘉兴市秀洲区其他基础设施建设主体在业务范围或业务辐射区域方面不存在重叠和明显竞争。

2. 人员素质

公司高级管理人员管理经验较丰富，但目前仍存在政府兼职情况¹；员工素质基本能满足公司日常经营管理需要。

截至 2019 年底，公司高级管理人员包括董事长兼总经理 1 人、财务负责人 1 人。

公司董事长兼总经理龚建佐先生，1976 年出生，大专学历；曾先后任职于王江泾城建办、王江泾镇水利农机管理站，曾任王江泾交通管理站站长；现任王江泾镇村镇建设管理办公室主任，兼任公司董事长、总经理。

公司财务负责人陆建芳女士，1976 年出生，本科学历；历任中国人民保险公司财务、王江泾镇人民政府经管站财务、王江泾镇村镇建设管理办公室财务；现任王江泾镇国资办副主任兼任公司财务负责人。

截至 2019 年底，公司共有职工 100 人。从年龄构成看，30 岁以下占 1.00%，30~50 岁占 46.00%，50 岁以上占 53.00%；从学历构成看，本科及以上学历占 11.00%，专科占 22.00%，高中及同等学历占 11.00%，高中以下学历占 56.00%。

3. 外部支持

公司是秀洲区重要的土地整理、基础设施建设和安置房建设主体，在资本注入、资产划拨、财政补贴、债务置换等方面得到秀洲区政府的持续支持。

（1）资本注入

2016—2018 年，公司分别收到嘉兴市秀洲区国有资产管理委员会拨付的资本金 0.53 亿元、0.61 亿元和 42.61 万元，计入“资本公积”中。

（2）资产划拨

自公司成立以来，秀洲区政府先后划拨 8 宗土地至公司，划拨土地为商业用地和工业用地，合计 2,815.24 亩，暂未办理土地证，账面价值合计 13.28 亿元，计入公司“资本公积”及“存货”科目。

2013 年，秀洲区政府向公司无偿划拨 7 家子公司。

2016 年，公司获得嘉兴市秀洲区国有资产管理委员会划拨资产 345.94 万元，计入“资本公积”。

（3）财政补贴

2017—2019 年，公司分别收到秀洲区政府拨付的财政补贴 0.42 亿元、0.31 亿元和 0.52 亿元，计入“其他收益”及“营业外收入”。

（4）债务置换

根据 2014 年嘉兴市地方政府债务审计结果，公司共计 2.99 亿元债务被纳入地方政府债务。2016 年政府置换公司债券 2.99 亿元，公司相应增加“资本公积”2.99 亿元。

¹ 相关人员在公司兼职已获得有关机关批准，且其未在公司领取兼职报酬

五、管理分析

公司依法建立法人治理结构，并根据管理及业务需要制定了相应的管理制度，但制度相对简单，制度体系尚需完善。

1. 公司治理

根据公司章程，公司不设股东会，由出资人行使股东会职权，并享有资产收益，负责决定公司的重大事项。

公司依法设立董事会，董事会成员 3 人，由股东委派；董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生，董事长为公司的法定代表人。董事任期为每届 3 年，任期届满可以连任。董事会的职权包括执行股东的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案与决算方案、制定公司利润分配方案和弥补亏损方案、制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案等。

公司设监事会，成员 5 人，其中职工代表比例为三分之一（实际为 2 人），监事会成员由出资人委派，职工代表监事由职工代表大会选举产生。监事任期为每届 3 年，任期届满可连选连任。监事会设主席一名，由出资人从监事会成员中指定。监事会行使的职权包括检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设经营管理层，负责公司的日常经营管理。设总经理 1 人，对董事会负责，由董事会决定聘任或解聘。总经理负责主持公司的生产经营管理工作，并组织实施董事会决议、公司年度经营计划和投资方案，拟订公司内部管理机构设置方案、制定内部基本管理制度等。

2. 管理体制

公司内部设立了工程部、运营部、财务部、后勤部和人事部共 5 个职能部门。公司在财务管理及资金管理等方面制定了相关制度。

财务管理方面，公司制订了《嘉兴市闻川城市投资建设有限公司财务管理制度》，对财务工作岗位人员职责进行了严格规定，并针对公司交通差旅费、通讯费和车辆管理费等费用的管理进行了详细规范。

在资金管理方面，公司制订了《嘉兴市闻川城市投资建设有限公司资金管理办法及重点项目资金运作管理办法》，针对项目资金管理人员的岗位职责进行了严格规定，并针对公司银行账户管理、工程款回收管理、项目资金使用管理等进行了详细规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担秀洲区基础设施建设、土地整理和安置房建设职能，并开展景区运营、商品贸易等业务；随着贸易业务规模的扩大，公司营业收入快速增长，但毛利率水平大幅下降。

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，2019 年为 10.65 亿元，同比增长 89.20%，主要系贸易业务收入大幅增长所致。其中，基础设施建设、土地整理及贸易业务收入在营业收入中的比重分别为 36.28%、7.38%和 52.65%，为公司营业收入的主要来源。

毛利率方面，随着毛利率水平较低的贸易业务收入快速增长，公司综合毛利率下降明显，2019 年为 10.66%，同比减少 18.40 个百分点。

表 3 2017—2019 年公司营业收入及毛利率情况（万元，%）

业务	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市基础设施建设	13,999.40	31.97	16.67	29,499.41	52.38	18.03	38,656.80	36.28	16.45
土地开发整理业务	27,159.07	62.03	32.64	20,170.46	35.82	36.09	7,861.19	7.38	25.89
安置房销售	--	--	--	1,158.98	2.06	-1.52	334.01	0.31	-158.72
贸易	--	--	--	971.84	1.73	0.30	56,095.04	52.65	0.04
租金及景区门票收入	2,628.35	6.00	61.56	4,514.53	8.02	83.70	3,600.66	3.38	96.62
合计	43,786.81	100.00	29.27	56,315.23	100.00	29.06	106,547.70	100.00	10.66

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

（1）城市基础设施建设

随着结算项目规模扩大，公司基础设施建设收入持续增长，毛利率水平较稳定，收入回款质量整体一般。

公司与秀洲区人民政府签订《关于城市基础设施建设工程协议书》，受托按秀洲区人民政府批准的工程项目规模、内容和标准进行基础设施项目建设；具体负责项目的前期立项、招标、筹资以及建设管理工作。项目完工后，秀洲区政府进行验收并根据公司申报的成本金额加成 20% 与公司进行结算。实际执行过程中，相关结算资金由秀洲区财政局拨付王江泾镇财政局，由王江泾镇财政局负责相关项目的评审和结算。

2017—2019 年，公司负责建设的基础设施项目主要包括荷花镇政府、王江泾镇“荷塘月色”项目景观工程、2016 王江泾镇旧城区提升工程（南汇片、王江泾片）和运东道路工程及王江泾镇小城镇环境综合整治工程等。受结算项目规模扩大影响，2017—2019 年，公司城市基础设施建设收入持续增长，2019 年为 3.87 亿元，同比增长 31.04%。受结算模式影响，基础设施建设业务毛利率整体较稳定，2019 年为 16.45%。业务回款方面，2017—2018 年收入均已回款，2019 年收入未回款，计入“应收账款”。

截至 2019 年底，公司基础设施代建项目累计确认收入 11.46 亿元，已累计回款 7.60 亿元，整体回款质量一般。

表 4 截至 2019 年底公司已确认收入的代建项目（单位：万元）

项目名称	总投资额	截至 2019 年底已确认收入	截至 2019 年底已回笼资金
污水处理站提标改造	13,000.00	215.15	215.15
运东道路工程	11,200.00	7,268.08	4,264.48
2016 年王江泾镇旧城区提升工程（南汇片、王江泾片）	11,000.00	1,941.22	1,941.22
王江泾镇小城镇环境综合整治工程	65,795.65	64,523.47	43,498.81
王江泾镇长虹-荷花-民主联网公路道路桥梁工程	3,832.00	1,253.04	1,253.04
王江泾镇区道路改造工程	3,500.00	877.53	877.53
王江泾镇北荷至南汇农村公路	3,000.00	2,618.85	2,618.85
运河东路、高桥路道路工程	2,975.33	3,570.40	3,570.40
横三路工程	2,051.80	2,729.41	2,729.41
荷花镇政府	1,750.53	2,100.63	2,100.63
花家圩小区	1,284.95	1,541.94	1,541.94
长虹公园建设项目	1,000.00	191.77	191.77
2017 年农村道路改造提升	9,600.00	1,474.81	1,474.81
秀洲区现代渔业特色园	9,010.00	4,114.12	895.29

项目名称	总投资额	截至 2019 年底已确认收入	截至 2019 年底已回笼资金
王江泾镇“荷塘月色”项目景观工程	890.36	1,068.43	1,068.43
太平、长虹联排区	882.97	1,059.56	1,059.56
农技校房子	877.23	1,052.67	1,052.67
纵三路工程	869.11	1,042.93	1,042.93
纵二路工程	755.46	906.56	906.56
横二路工程	696.09	835.30	835.30
王江泾居委会	652.12	782.54	782.54
王江泾镇人民政府交通安全检查站	586.24	703.48	703.48
北部湿地现代农业综合区	416.54	499.85	499.85
横一路工程	363.41	436.09	436.09
横四路工程	343.90	412.68	412.68
田乐幼儿园新建工程	1,998.00	986.49	0.00
镇实验学校综合科技实验楼主体工程	7,155.59	2,617.23	0.00
王江泾镇派出所土建工程	3,199.25	1,747.20	0.00
王江泾镇供电所工程	3,142.41	1,472.11	0.00
07 省道（收费站-沙河荡）两侧景观整治工程	4,100.86	2,413.18	0.00
待摊费用	--	2,173.50	0.00
合计	165,929.80	114,630.22	75,973.42

资料来源：公司提供

除上述以委托建设方式承担的市政基础设施建设项目外，公司同时以政府购买服务方式承担城中村改造项目的建设。2018 年底公司承担的城中村改造项目为嘉兴市秀洲区王江泾城中村改造项目；公司与王江泾镇人民政府签署《政府购买服务协议》，根据王江泾镇人民政府的授权及委托，负责项目前期工作及建设；项目资金来源为公司自筹及融资，王江泾镇人民政府分期支付购买服务费用，购买服务费用纳入政府财政预算管理。王江泾城中村改造项目建设内容为闻川社区和新桥社区的 4 个区块，征收建筑面积 3.48 万平方米，征收涉及户数 204 户，采取实物补偿方式，由公司统筹购买安置住房。项目周期 3 年，其中建设期 1 年（2018 年 5 月至 2019 年 4 月），回报期 2 年（2019 年 5 月至 2021 年 4 月）；总投资概算 3.85 亿元，截至 2019 年底，公司已投资 1.90 亿元，主要为购买安置住房运河大公馆的投入（计入“存货”）；协议约定项目购买服务资金总额 5.00 亿元，其中第 1~3 年分别支付 1.00 亿元、2.00 亿元和 2.00 亿元。截至 2019 年底，公司收到购买服务资金 2.00 亿元，计入“预收款项”。

截至 2019 年底，公司在建及拟建基础设施项目计划总投资合计 8.28 亿元，已累计投资 2.88 亿元，整体资金压力不大。

表5 截至2019年底公司在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	模式	协议签署对手方	计划总投资	截至 2019 年底已投资
镇实验学校综合科技实验楼主体工程	委托建设	秀洲区人民政府	0.72	0.26
田乐幼儿园新建工程	委托建设	秀洲区人民政府	0.20	0.09
王江泾镇双桥村建业路等综合整治提升工程	委托建设	秀洲区人民政府	0.14	0.05
王江泾镇青荷路工程	委托建设	秀洲区人民政府	0.12	0.03
嘉兴市秀洲区王江泾城中村改造项目	购买服务	王江泾镇人民政府	3.85	1.90
王江泾镇供电所工程	委托建设	秀洲区人民政府	0.31	0.18
王江泾镇派出所土建工程	委托建设	秀洲区人民政府	0.32	0.15
07 省道（收费站-沙河荡）两侧景观整治工程	委托建设	秀洲区人民政府	0.41	0.22
合计	--	--	6.07	2.88

资料来源：公司提供

表6 截至2019年底公司拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	计划工期
王江泾镇污水零直排区创建项目	5,021.22	2020.04-2020.12
王江泾镇“污水零直排区”二期创建项目	3,000.00	2020.04-2020.12
沈家桥土地全域整治	5,800.00	2020-2021
嘉兴运河湾湿地公园景区村庄建设	4,000.00	2020.04-2020.12
王江泾镇民主至南汇农村道路、虹阳公路两侧景观提升整治工程（EPC）总承包	2,500.00	2020-2021
王江泾镇道路大中修工程	1,800.00	2020-2021
合计	22,121.22	--

资料来源：公司提供

（2）土地开发整理

近年来，公司土地出让规模波动较大，土地开发收入持续下降，毛利率有所波动。未来，土地整理业务面临较大的资金支出压力；同时土地出让易受政策及市场行情影响，存在不确定性。

嘉兴市秀洲区人民政府与公司签订《合作开发土地协议》，委托公司对嘉兴市秀洲区范围内的指定地块进行整理。公司负责所开发土地的征用、拆迁、补偿及人员安置；土地一级开发完成后按国家规定进行土地交易，政府按照土地出让收入的一定比例（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%）与公司结算。实际执行过程中，相关结算资金由秀洲区财政局拨付王江泾镇财政局，由王江泾镇财政局负责相关项目的评审和结算。

表7 公司土地出让情况（单位：亩、万元、万元/亩）

年份	土地出让面积	土地出让总价	确认收入	土地出让均价
2017 年	208.10	46,045.76	27,159.07	221.27
2018 年	491.25	33,732.96	20,170.46	68.67
2019 年	195.78	31,910.31	7,861.19	162.99

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司土地出让面积波动较大，土地开发收入持续下降；2019 年，受土地市场需求及出让进度影响，公司出让土地面积同比下降 60.15%至 195.78 亩；出让地块主要为商住等经营性用地，因当年出让地块用于重点项目建设，需缴纳重点项目建设资金（出让总地价的 25%，财政从与公司当年的结算资金中直接扣除），此外部分地块出让金分次缴纳，综合导致当年公司确认的土地开发收入大幅下降 61.03%至 0.79 亿元；受此影响，当期毛利率为 25.89%，同比减少 10.20 个百分点。回款方面，2019 年公司确认的土地开发收入未收到回款，计入“应收账款”。

截至 2019 年底，公司正在整理的土地面积合计 1323.20 亩，计划总投资 25.54 亿元，已投资 9.62 亿元，已累计回笼资金 0.14 亿元，资金回笼较慢，公司存在较大的资金支出压力。

表8 公司土地整理及出让计划（单位：亩）

年份	计划土地整理面积	计划土地出让面积
2020 年	500	400
2021 年	400	500
2022 年	450	350

资料来源：公司提供

根据公司计划，2020—2022 年，公司土地整理及出让将维持较大规模，能够形成稳定的土地开发收入，但联合评级关注到土地出让易受政策及市场行情影响，存在一定不确定性。

（3）安置房业务

近年来，公司确认的安置房销售收入规模较小，毛利率水平较低；同时，公司在建安置房项目较多，未来尚需投资规模较大，且安置房未来收入及回款的实现受实际销售情况以及市场行情影响大，存在不确定性。

公司安置房业务模式主要有自建和外购两种：自建模式下，公司通过自筹资金及对外融资进行安置房建设开发，通过销售安置房、储藏室、商业配套及出租机动车库等实现收入；外购模式下，公司直接购买安置房用于满足因承接的土地整理或城中村改造项目拆迁安置需要，相关购买成本计入对应的土地整理或城中村改造项目成本，主要通过销售、土地整理或城中村改造项目产生的收益进行平衡。

截至 2019 年底，公司外购的安置房有运河大公馆、锦绣江南和龙泽园，其中运河大公馆系为安置王江泾城中村改造项目所涉及拆迁居民而购买，公司已支付购买价款 1.90 亿元，计入城中村改造项目投入，未来通过政府购买服务进行平衡；锦绣江南及龙泽园项目系为安置公司土地整理项目所涉及拆迁居民而购买，公司分别已支付购买价款 1.84 亿元和 0.86 亿元（均计入“存货”），未来主要通过按照政府指导价销售及土地出让后收益返还进行资金平衡。

2018—2019 年公司分别确认安置房销售收入 1,158.98 万元和 334.01 万元，主要为王江泾镇北虹小区销售收入，毛利率分别为-1.52%和-158.72%。2019 年受交房数量较少影响，确认收入规模大幅下降；由于以往年度部分成本于 2019 年确认，导致当期毛利率水平大幅下降。王江泾镇北虹小区项目总投资 6,673.73 万元，建筑面积 3.64 万平方米，已累计销售 2.65 万平方米。此外，公司因土地整理征迁安置需要建设的安置房还有王江泾镇太平桥南侧拆迁安置房工程项目，总投资 1,574.75 万元，建筑面积 7,620.68 平方米，尚未进行安置销售。

截至 2019 年底，公司在建及拟建安置房项目主要为嘉北街道南陶浜村拆迁安置房项目、王江泾镇沙河景园一期和二期安置房项目、宇泗浜村花甲圩新社区一期等，计划总投资 18.08 亿元，已完成投资 3.54 亿元，尚需投资规模较大。

表9 截至2019年底公司在建及拟建的安置房情况（单位：亿元、%）

项目名称	总投资	模式	已投资	尚需投资
嘉北街道南陶浜拆迁安置房	1.86	自建	0.51	1.35
王江泾沙河景园安置房	2.15	自建	1.93	0.22
王江泾沙河景园二期安置房	2.40	自建	0.52	1.88
宇泗浜村花甲圩新社区一期	1.17	自建	0.31	0.86
宇泗浜二期	0.62	自建	0.07	0.55
沈家桥安置房	4.93	自建	0.20	4.73
莫家村安置房	4.00	自建	0.00	4.00
一里街棚户区改造	0.95	自建	0.00	0.95
合计	18.08	--	3.54	14.54

资料来源：公司提供

（4）贸易业务及其他

2019 年公司大力开拓贸易业务，贸易收入大幅增长，但毛利率水平低；租赁及景区运营业务较稳定，整体收入规模较小。

2018 年公司新增贸易业务，承做主体主要包括子公司嘉兴市王江泾南方纺织经营管理有限公司（以下简称“南方纺织公司”）、浙江嘉兴长江四大家鱼原种场有限公司（以下简称“家鱼公司”）和嘉兴市闻名市政管理有限公司（以下简称“市政公司”）。其中南方纺织公司主要贸易品种为涡流短纤、粘胶纤维，上游供货单位主要为江阴丰华合成纤维有限公司、赛得利（九江）纤维有限公司两家公司，下游客户主要是嘉兴市天之华喷织有限公司、宜宾天之华纺织科技有限公司等。家鱼公司主要销售鱼苗、鱼产品，上游客户主要为嘉兴市科强农业开发有限公司，下游客户主要为嘉兴市南湖区农业农村和水利局。市政公司分别与上下游企业签订供销合同，开展煤炭贸易业务；上游供应商为嘉兴市凤新投资开发有限公司，下游客户为浙江物产环保能源股份有限公司及巨化集团物资装备分公司。2019 年，公司实现贸易收入 5.61 亿元，包括短纤贸易收入 1.52 亿元、鱼产品销售收入 0.02 亿元和煤炭贸易收入 4.07 亿元。公司贸易收入较 2018 年大幅增长，主要系煤炭贸易量大幅增长所致；业务毛利率水平较低。

公司其他业务主要包括租赁业务、景区运营等。公司租赁业务收入主要来自于公司南虹桥旁市经码头、南方大厦、仓库、土地使用权以及政府大楼等资产出租；2017—2019 年分别实现收入 0.17 亿元、0.30 亿元和 0.27 亿元。

公司运营景区主要为莲泗荡风景区，收入主要为门票收入；莲泗荡风景区位于嘉兴市秀洲区王江泾镇民主村南部，地理位置优越，景区占地面积 146 亩，水域面积 600 余亩，是国家级非物质文化遗产“网船会”民俗文化活动的所在地，现已成为国家 AAA 级旅游景点，门票单价为 30 元。2017—2019 年，公司分别实现门票收入 886.46 万元、1,509.41 万元和 946.11 万元，收入波动较大。

3. 其他在建与拟建项目

截至 2019 年底，除上述基础设施建设、土地整理、安置房等项目外，公司在建项目包括道路绿化工程和嘉兴运河文化旅游度假区一期工程项目；其中，道路绿化工程预计总投资为 7,308.20 万元，截至 2019 年底已投资 2,767.85 万元。嘉兴运河文化旅游度假区一期工程项目建设内容主要包括景观、绿化提升改造、旅游道路新建、停车场提升改造等，总投资概算 31,562.41 万元，其中贷款 22,000.00 万元，其余由公司自筹，计划工期为 2019 年 1 月至 2020 年 12 月，截至 2019 年底已投资 12,000.00 万元（计入“其他应收款”）；项目建成后由公司进行运营管理，通过景区门票、停车服务等实现运营管理收入。

4. 未来发展

公司作为嘉兴市秀洲区城市基础设施建设主体，目前主要承担秀洲区的部分重点民生工程、安置房、基础设施建设等项目。未来，公司将积极配合秀洲区政府统一部署，一方面，以城乡统筹规划为基础，以优化城乡发展，提高城市化水平、提高基础设施建设为重点，确保实施项目的保质保量完成；同时积极整合上下游产业链，在实现主营业务的稳步增长的基础上，进一步扩大公司业务规模，优化资产结构。另一方面，公司根据自身情况，拓宽多渠道筹融资运作，提高融资能力以增强公司经济实力；加强对外投资，使资产达到效益最大化，逐步实现市场化、规范化经营模式。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，审计结论均为标准无保留意见。

截至 2019 年底，公司拥有纳入合并范围内的子公司 9 家。2017 年，公司合并范围无变化，2018 年合并范围新增 2 家子公司，2019 年根据嘉兴市秀洲区国有资产管理委员会文件，子公司嘉兴市大运河文化旅游发展有限公司吸收合并原子公司嘉兴市莲泗荡风景区开发有限公司。总体看，合并范围变动对公司财务数据可比性影响不大。

2. 资产质量

近年来公司资产规模稳定增长，资产构成以应收类款项及项目投入、土地使用权为主；应收类款项对资金占用明显，土地主要为划拨地，且未办理权证；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019 年，受应收账款和存货增加影响，公司资产规模持续增长，年均复合增长 15.34%。2019 年底，公司资产总额 88.86 亿元，较上年底增长 16.82%；其中流动资产占 95.84%，公司资产结构以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	63.76	95.46	72.57	95.41	85.16	95.84
货币资金	6.47	9.69	4.12	5.41	4.72	5.31
应收账款	0.02	0.04	0.05	0.07	5.03	5.66
其他应收款	18.26	27.34	19.47	25.60	20.00	22.51
存货	38.88	58.20	48.71	64.04	54.85	61.73
非流动资产	3.03	4.54	3.49	4.59	3.70	4.16
投资性房地产	2.21	3.30	2.44	3.21	2.45	2.75
资产合计	66.80	100.00	76.06	100.00	88.86	100.00

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 15.56%，主要系应收账款和存货的增加所致。截至 2019 年底，公司流动资产为 85.16 亿元，较上年底增长 17.34%；主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2017—2019 年，公司货币资金有所波动，2019 年底为 4.72 亿元，主要由银行存款（占 27.98%）和其他货币资金（占 72.02%）构成，其中受限资金 3.40 亿元，系质押定期存单。

2017—2019 年，公司应收账款快速增长，分别为 0.02 亿元、0.05 亿元和 5.03 亿元，2019 年底快速增长主要系新增应收嘉兴市王江泾镇财政局土地开发及代建款项。

2017—2019 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 4.65%；2019 年底为 20.00 亿元，较上年底增长 2.73%。公司其他应收款主要为与当地政府单位或国有企业的往来款，回收风险较低，但对资金占用明显；从集中度看，前三名客户欠款金额合计 18.93 亿元，占其他应收款余额的 94.19%，集中度高。公司累计计提其他应收款坏账准备 962.73 万元，计提比例为 0.48%。

表 11 截至 2019 年底公司其他应收款前三名情况 (单位: 亿元、%)

单位名称	余额	占比	款项性质
嘉兴市王江泾财政局	10.05	49.99	往来款
嘉兴市闻源水务投资有限公司	6.97	34.67	往来款
嘉兴市王江泾基础设施投资建设有限公司	1.92	9.53	项目建设代垫款
合计	18.93	94.19	--

资料来源: 公司审计报告

随着公司基础设施、土地整理及安置房项目的持续投入, 2017—2019 年, 公司存货快速增长, 年均复合增长 18.78%; 2019 年底为 54.85 亿元, 较上年底增长 12.61%。公司存货主要由土地使用权 (占 24.22%, 8 宗土地, 账面价值 13.28 亿元, 性质为划拨地)、土地整理开发成本 (占 27.15%)、基础设施建设项目投入 (占 25.26%)、安置房投入 (占 17.31%) 和农业综合工程 (占 5.97%) 构成。公司存货未计提跌价准备, 且无抵押。

2017—2019 年, 公司非流动资产不断增长, 年均复合增长 10.46%。截至 2019 年底, 公司非流动资产 3.70 亿元, 较上年底增长 6.00%。公司非流动资产主要由投资性房地产构成。

公司投资性房地产为采用公允价值模式计量的房屋建筑物。截至 2019 年底, 公司投资性房地产 2.45 亿元, 较上年底变动不大。

截至 2019 年底, 公司受限资产合计 5.77 亿元, 占资产总额的 6.49%。其中, 受限货币资金 3.40 亿元, 受限投资性房地产 2.37 亿元, 用于抵押借款。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

近年来, 公司债务规模较快增长, 债务负担加重, 整体债务负担尚可。

2017—2019 年, 公司负债总额快速增长, 年均复合增长 32.39%, 主要来自其他应付款和长期借款的增加。截至 2019 年底, 公司负债总额 46.54 亿元, 较上年底增长 34.55%; 其中流动负债占 37.49%, 非流动负债占 62.51%, 公司负债结构以非流动负债为主。

表 12 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	5.06	19.05	8.86	25.61	17.45	37.49
短期借款	0.16	0.59	1.60	4.63	3.17	6.80
预收款项	0.28	1.05	0.92	2.65	3.30	7.09
其他应付款	1.87	7.04	2.64	7.62	7.53	16.19
一年内到期的非流动负债	0.54	2.03	2.33	6.74	1.95	4.19
非流动负债	21.49	80.95	25.73	74.39	29.09	62.51
长期借款	20.60	77.60	23.74	68.63	27.18	58.40
长期应付款	0.65	2.46	1.71	4.94	1.63	3.51
负债合计	26.55	100.00	34.59	100.00	46.54	100.00

资料来源: 公司审计报告

2017—2019 年, 公司流动负债快速增长, 年均复合增长 85.71%。截至 2019 年底, 公司流动负债 17.45 亿元, 较上年底增长 96.93%, 主要系其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

随着保证借款的增加，公司短期借款快速增长，2017—2019 年分别为 0.16 亿元、1.60 亿元和 3.17 亿元；截至 2019 年底，公司短期借款主要为保证借款（占 82.15%）和质押借款（占 17.85%）。

公司预收款项主要为预收的安置房销售款。2017—2019 年，公司预收款项快速增长，分别为 0.28 亿元、0.92 亿元和 3.30 亿元。

2017—2019 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 100.72%。2019 年底，公司其他应付款 7.53 亿元，较上年底增长 185.83%，主要系新增企业拆借款。本报告已将其其他应付款中有息部分调至短期债务计算。

2017—2019 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长为 16.35%。截至 2019 年底，公司非流动负债 29.09 亿元，较上年底增长 13.07%，主要由长期借款构成。

2017—2019 年，公司长期借款不断增长，年均复合增长 14.85%。截至 2019 年底，公司长期借款 27.18 亿元，较上年底增长 14.49%。公司长期借款主要为保证借款（占 58.64%）和保证质押借款（占 30.73%），质押物包括定期存单、政府购买服务项目协议下的应收账款以及嘉兴市大运河文化旅游发展有限公司的风景区门票收费权等。

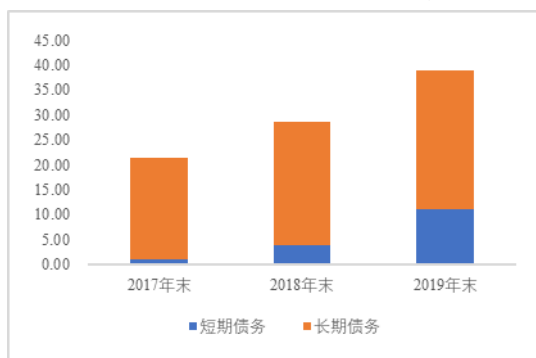
2017—2019 年，公司长期应付款有所波动，分别为 0.65 亿元、1.71 亿元和 1.63 亿元。2018 年底增长主要来自新增融资租赁借款（0.93 亿元）以及专项应付款。本报告已将长期应付款中有息部分调至长期债务。

由于增加银行借款及企业拆借款，2017—2019 年，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长 34.38%。截至 2019 年底，公司全部债务为 39.01 亿元，较上年底增长 36.42%，主要系其他流动负债中有息债务规模增加所致；其中长期债务占 71.26%，以长期债务为主。

债务指标方面，2017—2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均逐年上升，2019 年底分别为 52.37%、47.97%和 39.65%，整体债务负担尚可。

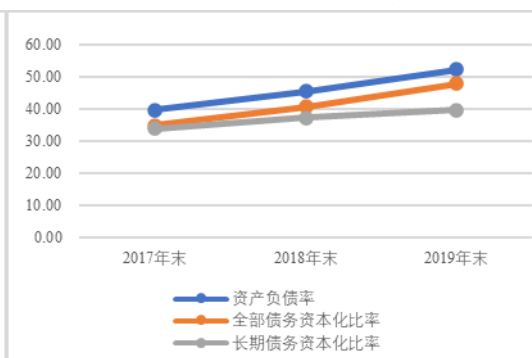
从有息债务期限分布看，2020—2022 年公司到期的有息债务规模分别为 11.21 亿元、8.77 亿元和 2.27 亿元；2020 年面临一定集中偿付压力。

图 1 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

图 2 公司负债及债务指标（单位：%）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

（2）所有者权益

近年来，公司所有者权益小幅增长，以资本公积为主。

2017—2019 年，公司所有者权益小幅增长，年均复合增长 2.54%，主要来自利润累积。截至 2019 年底，公司所有者权益 42.32 亿元，较上年底增长 2.04%，主要由资本公积（占 80.20%）构成。

2017—2019 年，公司实收资本和资本公积均保持稳定，2019 年底分别为 1.20 亿元和 33.94 亿元。其中资本公积主要由政府注入的土地、拨款以及政府债务置换形成。

4. 盈利能力

近年来，随着代建及贸易业务的开展，公司营业收入快速增长，财政补贴是公司利润的重要来源。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	4.38	5.63	10.65
营业成本	3.10	4.00	9.52
费用总额	0.18	0.54	0.58
利润总额	1.56	1.34	0.99
营业利润率	28.74	28.26	10.05
总资本收益率	4.89	2.02	1.25
净资产收益率	7.37	3.04	2.02

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 55.99%；公司营业成本持续增长，年均复合增长 75.31%；公司营业利润率持续下降。2017—2019 年，利润总额分别为持续下降，年均复合下降 20.20%，财政补贴是公司利润的重要来源，2017—2019 年分别占利润总额的 26.92%、23.13%和 52.53%。

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 79.45%。2019 年，公司期间费用总额 0.58 亿元，较上年增长 7.02%，主要系管理费用增加所致。从构成看，2019 年期间费用由销售费用（占 9.27%）、管理费用（占 73.90%）和财务费用（占 16.83%）构成。2017—2019 年，公司费用收入比波动增长，分别为 4.11%、9.61%和 5.43%。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均逐年下降，2019 年分别为 1.25%和 2.02%。

5. 现金流

近年来，随着公司土地整理及基础设施项目建设的不断投入和往来款的支出，公司经营活动现金流持续净流出；投资活动现金流规模较小；资金周转对外部筹资依赖大。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入额	10.54	15.78	20.24
经营活动现金流出额	19.16	22.81	22.84
经营活动现金流量净额	-8.61	-7.03	-2.60
投资活动现金流净额	-0.36	-0.25	-0.22
筹资活动现金流量净额	9.89	7.19	2.83
现金收入比	96.54	109.68	82.08

资料来源：公司审计报告

公司经营活动现金流入主要为经营业务收款和往来款等。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 38.55%，2019 年为 20.24 亿元，同比增长 28.24%。由于土

地开发整理、基础设施建设及安置房项目投入、贸易业务规模不断扩大，2017—2019 年，公司经营活动现金流出量有所增长，年均复合增长 9.19%，2019 年为 22.84 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为-8.61 亿元、-7.03 亿元和-2.60 亿元，呈持续净流出状态。收入实现质量方面，2017—2019 年，公司现金收入比分别为 96.54%、109.68%和 82.08%，整体收入实现质量尚可。

投资活动方面，公司投资活动现金流入流出规模较小，2017—2019 年，公司投资活动现金流净额分别为-0.36 亿元、-0.25 亿元和-0.22 亿元。

从筹资活动看，公司主要通过金融机构借款及企业拆借等方式筹集资金，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量有所下降，2019 年为 14.78 亿元。公司收到/支付其他与筹资活动有关的现金主要是企业拆借以及质押银行定期存单。2017—2019 年，为满足经营活动和投资活动需要，公司筹资活动持续呈现净流入状态，分别为 9.89 亿元、7.19 亿元和 2.83 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力较弱，但考虑到公司在秀洲区基础设施建设领域的重要地位以及秀洲区政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，2019 年底分别为 4.88 倍和 1.74 倍。2019 年底，公司现金短期债务比为 0.46 倍，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 逐年下降，2019 年为 1.22 亿元，主要由折旧（占 9.79%）、计入财务费用的利息支出（占 8.55%）和利润总额（占 81.52%）构成；EBITDA 全部债务比逐年下降，分别为 0.08 倍、0.05 倍和 0.03 倍；EBITDA 利息倍数分别为 1.50 倍、0.45 倍和 0.54 倍；公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 15.43 亿元，担保比率为 36.46%。被担保企业均为当地国有企业，公司均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 15 截至 2019 年底公司对外担保情况明细（单位：万元）

公司名称	担保余额
嘉兴市闻源水务投资有限公司	9,000.00
	4,200.00
	30,000.00
恒华融资租赁有限公司	2,700.00
嘉兴市秀源路通公路工程有限公司	60,000.00
嘉兴市虹源供水有限公司	8,000.00
	2,400.00
嘉兴市王江泾自来水有限责任公司	6,000.00
	1,000.00
嘉兴市闻荷资源处理有限公司	1,000.00
嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司	30,000.00
合计	154,300.00

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司共获得各家商业银行授信额度 35.49 亿元，已使用额度 31.44 亿元，尚未使用额度 4.05 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，中征码：3304000001912371），

截至 2020 年 5 月 21 日，公司本部无已结清或未结清的不良贷款和关注类贷款。

7. 母公司财务分析

母公司资产以流动资产为主，所有者权益稳定性好，债务负担尚可。

公司业务主要由本部开展，收入主要来自于母公司，母公司对子公司管控力度整体较强。

截至 2019 年底，母公司资产总额占合并口径资产总额的比重为 56.31%，营业收入占合并口径的比重为 33.70%，利润总额占合并口径的比重为 91.15%。

截至 2019 年底，母公司资产总额 50.04 亿元，较上年底增长 28.81%，主要来自应收账款和其他应收款的增加。其中，流动资产 33.65 亿元，占 67.25%。从构成看，流动资产主要由应收账款、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 25.55 亿元，较上年底增长 3.20%。其中，实收资本和资本公积合计占 83.66%。

截至 2019 年底，母公司负债总额较上年底增长 73.80%至 24.49 亿元，负债结构以流动负债为主。其中，流动负债主要由其他应付款构成，非流动负债主要由长期借款构成。母公司 2019 年底资产负债率为 48.94%，较上年底增加 12.67 个百分点。母公司全部债务资本化比率为 29.34%，较上年底增加 8.32 个百分点。母公司整体债务负担尚可。

2019 年，母公司实现营业收入 3.59 亿元，主要为代建收入；营业成本为 2.95 亿元，当期实现利润总额 0.90 亿元。

八、本次债券偿还能力分析

1. 本次债券对公司债务的影响

本次债券拟发行规模为 5.00 亿元，相当于 2019 年底公司长期债务的 17.99%、全部债务的 12.82%，本次债券的发行对公司整体债务规模和债务结构有一定影响。

截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.37%、47.97%和 39.65%。以 2019 年底财务数据为基础，考虑公司已发行的 8 亿元“20 闻川债”，预计本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 58.45%、55.14%和 49.09%。本次债券发行后，公司债务负担将有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2019 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 1.22 亿元，为本次债券拟发行规模（5.00 亿元）的 0.24 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；公司经营活动产生的现金流入为 20.24 亿元，为本次债券拟发行规模（5.00 亿元）的 4.05 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

本次债券设置分期还本条款，在债券存续期第 3~7 年末每年偿还 20%的本金，即 1.00 亿元。2019 年，公司 EBITDA 为本次债券分期偿还本金的 1.22 倍；公司经营活动现金流入量为分期偿还本金的 20.24 倍。公司经营活动现金流入量对分期偿还本金规模的覆盖程度高。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本次债券募集资金 5.00 亿元，其中 3.80 亿元用于募投项目建设。

根据公司提供资料，募投项目建设内容主要为安置房、配套设施及地下车库等；项目建成

后安置房、储藏室和机动车位将进行出售，商业及服务配套将进行出租，预计债券存续期内可获得收入 11.44 亿元。假设本次债券 2020 年发行，按照发行利率 7.00% 进行测算，本次债券用于项目建设部分募集资金待偿还本息合计 5.13 亿元，债券存续期内募投项目收入总额对其保障倍数为 2.23 倍；分年来看，募投项目收入对当年本息支出的覆盖倍数在 0.04 倍~10.63 倍之间。

本次债券募投项目产生的收入合计可以覆盖用于项目建设的本息支出，但部分年度项目收益无法覆盖当期还本付息支出。此外，募投项目销售价格和出租收入实现情况受市场因素及完工进度影响较大。

表 16 募投项目收入测算及对募投项目使用本次债券资金覆盖情况（单位：万元、倍）

年份	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	合计
项目收入	28,203.32	28,280.74	28,334.18	28,372.90	387.16	387.16	387.16	114,352.62
出售收入	28,009.74	28,009.74	27,985.74	27,985.74	0.00	0.00	0.00	111,990.96
出租收入	193.58	271.00	348.44	387.16	387.16	387.16	387.16	2,361.66
以用于项目建设的募集资金 3.80 亿元测算								
当期偿还本金	0.00	0.00	7,600.00	7,600.00	7,600.00	7,600.00	7,600.00	38,000.00
当期偿还利息	2,660.00	2,660.00	2,660.00	2,128.00	1,596.00	1,064.00	532.00	13,300.00
当期偿还本息和	2,660.00	2,660.00	10,260.00	9,728.00	9,196.00	8,664.00	8,132.00	51,300.00
项目收入对本息覆盖倍数	10.60	10.63	2.76	2.92	0.04	0.04	0.05	2.23

注：假设本次债券于 2020 年发行，2021 年开始付息，发行利率按 7.00% 测算
资料来源：公司提供，联合评级整理

4. 担保人担保能力分析

嘉兴现代为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本次债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

根据《担保函》，在本次债券到期之前，嘉兴现代发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、担保人提前兑付截止到兑付日的债券利息及未偿还的债券本金。

嘉兴现代是嘉兴市重要的基础设施建设和国有资产运营主体；截至 2019 年底，嘉兴现代注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，嘉兴市国资委是其唯一股东和实际控制人。

截至 2019 年底，嘉兴现代资产总额 369.31 亿元，所有者权益 127.02 亿元（含少数股东权益 11.79 亿元）。2019 年，嘉兴现代实现营业收入 12.98 亿元，利润总额 1.85 亿元。截至 2020 年 3 月底，嘉兴现代资产总额 389.65 亿元，所有者权益 126.96 亿元（含少数股东权益 11.78 亿元）。2020 年 1—3 月，嘉兴现代实现营业收入 2.17 亿元，利润总额 0.11 亿元。经联合评级评定，嘉兴现代主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定，详见《嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告》。

嘉兴现代对本次债券的担保可有效增强本次债券偿付的安全性。

九、综合评价

公司是秀洲区重要的土地整理、基础设施建设和安置房建设主体。近年来，嘉兴市及秀洲区经济平稳发展，城市基础设施建设空间较大，公司在资本金及资产注入、财政补贴及债务置换等方面得到当地政府的大力支持，公司资产及收入规模持续增长。同时，联合评级也关注到

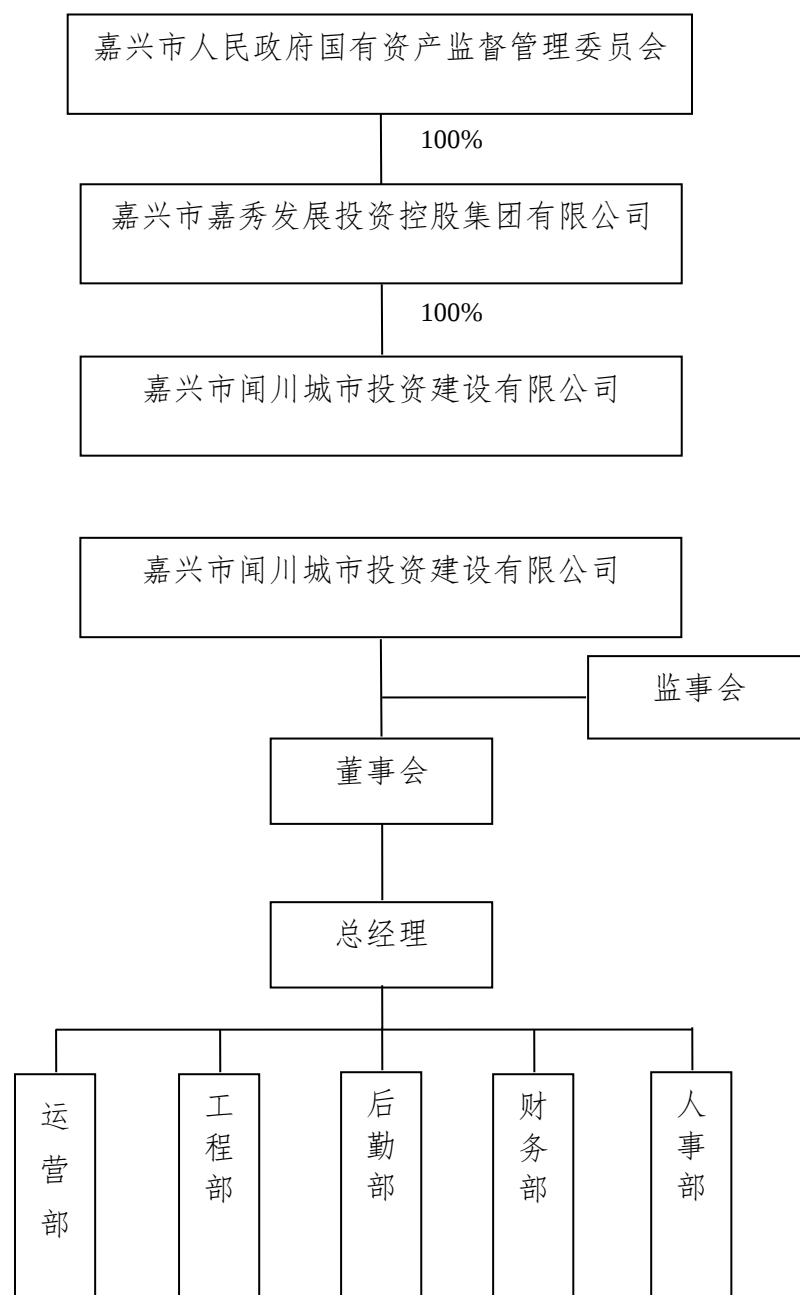
公司未来投资压力较大、资产流动性较弱、短期偿债压力较大、存在或有负债风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

本次债券募投项目产生的收入合计可以覆盖用于项目的建设本息支出，但募投项目销售价格和出租收入实现情况受市场因素及完工进度影响较大。

嘉兴现代为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可有效增强本次债券的偿付安全性。此外，分期偿还条款有利于降低公司未来的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况和本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构及组织架构图（截至 2019 年底）



资料来源：公司提供

附件 2 公司合并范围子公司情况（截至 2019 年底）

企业名称	注册地	持股比例	业务性质
嘉兴市闻名市政管理有限公司	嘉兴市	100%	基础设施、水利基础设施的建设；水环境整治；环境卫生服务；广告代理服务；绿化养护；基础设施维护服务；钢材、煤炭（无存储）的销售
嘉兴市莲泗荡新农村投资建设有限公司	嘉兴市	100%	基础设施建设、土地整理、投资管理、实业投资；市场经营管理；旅游开发；水污染治理及水利基础设施建设
嘉兴市大运河文化旅游发展有限公司	嘉兴市	100%	文化旅游项目的开发建设；旅游景点的开发管理；物业管理；水上客运；园林景观工程的设计、施工
嘉兴市三益农业开发有限公司	嘉兴市	100%	农业项目开发；受政府委托从事土地经营权流转服务；农作物的种植；农产品销售；食用农产品的初级加工；水环境治理；农村基础设施建设；苗木销售、绿化养护
嘉兴市王江泾南方纺织经营管理有限公司	嘉兴市	100%	市场经营管理；基础设施投资、建设；纺织技术信息服务；受委托从事房屋租赁；纺织原料销售
嘉兴市王江泾新农村建设投资有限公司	嘉兴市	100%	新农村基础设施开发建设
嘉兴市王江泾镇村镇建设开发有限责任公司	嘉兴市	100%	区内房地产开发及基础设施建设；市场经营管理；自由摊位租赁；建材销售
嘉兴市王江泾长虹基础设施建设投资有限公司	嘉兴市	100%	基础设施的投资及相关管理、服务
浙江嘉兴长江四大家鱼原种场有限公司	嘉兴市	100%	水产原种采集、培育、保存；水产种苗繁育、销售；水产品养殖、加工、销售；乡村旅游项目开发

资料来源：公司审计报告

附件 3-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	66.80	76.06	88.86
所有者权益（亿元）	40.24	41.47	42.32
短期债务（亿元）	1.00	3.93	11.21
长期债务（亿元）	20.60	24.67	27.80
全部债务（亿元）	21.60	28.60	39.01
营业收入（亿元）	4.38	5.63	10.65
利润总额（亿元）	1.56	1.34	0.99
EBITDA（亿元）	1.72	1.46	1.22
经营性净现金流（亿元）	-8.61	-7.03	-2.60
应收账款周转次数（次）	365.52	145.79	4.19
存货周转次数（次）	0.16	0.09	0.18
总资产周转次数（次）	0.13	0.08	0.13
现金收入比率（%）	96.54	109.68	82.08
总资本收益率（%）	4.89	2.02	1.25
净资产收益率（%）	7.37	3.04	2.02
营业利润率（%）	28.74	28.26	10.05
费用收入比（%）	4.11	9.61	5.43
资产负债率（%）	39.75	45.47	52.37
全部债务资本化比率（%）	34.93	40.81	47.97
长期债务资本化比率（%）	33.86	37.29	39.65
EBITDA 利息倍数（倍）	1.50	0.45	0.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.05	0.03
流动比率（倍）	12.61	8.19	4.88
速动比率（倍）	4.92	2.69	1.74
现金短期债务比（倍）	6.48	1.05	0.46
经营现金流动负债比率（%）	-170.30	-79.40	-14.91
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.34	0.29	0.24

注：1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司其他应付款中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款的有息部分纳入长期债务核算

附件 3-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	29.33	38.85	50.04
所有者权益（亿元）	24.07	24.76	25.55
短期债务（亿元）	0.00	2.00	5.86
长期债务（亿元）	0.54	4.59	4.75
全部债务（亿元）	0.54	6.59	10.61
营业收入（亿元）	1.09	3.36	3.59
利润总额（亿元）	0.43	0.76	0.90
EBITDA（亿元）	0.43	0.81	0.97
经营性净现金流（亿元）	-0.38	-5.41	-0.53
应收账款周转次数（次）	*	*	1.86
存货周转次数（次）	0.31	0.27	0.20
总资产周转次数（次）	0.07	0.10	0.08
现金收入比率（%）	3.93	101.73	60.32
总资本收益率（%）	3.25	2.64	2.51
净资产收益率（%）	3.33	2.81	3.15
营业利润率（%）	12.90	20.75	16.91
费用收入比（%）	0.77	6.47	4.82
资产负债率（%）	17.94	36.27	48.94
全部债务资本化比率（%）	2.19	21.02	29.34
长期债务资本化比率（%）	2.19	15.64	15.68
EBITDA 利息倍数（倍）	13.79	2.42	1.65
EBITDA 全部债务比（倍）	0.80	0.12	0.09
流动比率（倍）	2.93	2.44	1.73
速动比率（倍）	1.64	1.00	0.90
现金短期债务比（倍）	*	0.17	0.09
经营现金流动负债比率（%）	-8.06	-58.48	-2.73

注：1. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将母公司其他应付款中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款有息部分纳入长期债务核算；4. “*”表示由于分母为零等原因导致计算结果无穷大

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。