信用评级公告

联合〔2021〕5658 号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 嘉投 01”“20 国投 01”和“20 国投 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
2021 年公司债券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
20 嘉投 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 国投 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 国投 02	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
20 嘉投 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/3/17
20 国投 01	8.00 亿元	8.00 亿元	2025/1/16
20 国投 02	12.00 亿元	12.00 亿元	2025/1/16

注：1.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；2.“20 国投 02”发行期限为 3+2 年

评级时间：2021 年 6 月 29 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

评级观点

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”）作为嘉兴市市属国有资本运营平台，跟踪期内，公司外部发展环境良好，在燃气、水务、高速公路运营以及基础设施建设等业务板块持续具有区域专营优势，且在资金注入以及财政补贴方面得到大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司有息债务规模不断增长、债务负担有所加重以及投资活动现金流持续大额净流出等不利因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着嘉兴市经济的持续发展，公司业务开展空间较大，业务规模有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 嘉投 01”“20 国投 01”和“20 国投 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1．**公司外部发展环境良好。**嘉兴市区位优势明显，经济保持较快增长，公司外部发展环境良好。

2．**获得外部支持力度大。**公司是嘉兴市市属国有资本运营平台，跟踪期内公司在资金注入以及财政补贴等方面得到支持力度大。

3．**区域专营优势。**公司在燃气、水务、高速公路运营以及基础设施建设等业务板块持续具有区域专营优势。

关注

1．**投资活动现金持续净流出。**公司在建项目投资支出规模较大，2020 年公司投资活动现金持续大额净流出。

2．**公司有息债务不断增长，债务负担有所加重。**截至 2020 年底，公司全部债务较上年底增长 26.36%，公司资产负债率、长期债务资本化比率以及全部债务资本化比率分别较上年底增长 1.85 个、3.39 个以及 4.75 个百分点，债务负担有所加重。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AAA
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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师

张婧茜　　登记编号（R0040218040014）

韩晓罡　　登记编号（R0150221010018）

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

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	76.61	87.57	132.99
资产总额（亿元）	1053.99	1112.32	1287.91
所有者权益（亿元）	395.83	429.63	473.62
短期债务（亿元）	127.30	131.62	142.09
长期债务（亿元）	322.49	343.97	458.86
全部债务（亿元）	449.79	475.59	600.95
营业收入（亿元）	124.74	127.23	162.20
利润总额（亿元）	4.72	14.63	2.66
EBITDA（亿元）	33.91	48.99	39.84
经营性净现金流（亿元）	18.22	1.20	-34.99
营业利润率（%）	8.86	5.40	6.36
净资产收益率（%）	0.98	2.49	0.31
资产负债率（%）	62.44	61.38	63.23
全部债务资本化比率（%）	53.19	52.54	55.93
流动比率（%）	198.14	199.84	218.65
经营现金流动负债比（%）	6.04	0.40	-11.07
现金短期债务比（倍）	0.60	0.67	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	2.28	1.60
全部债务/EBITDA（倍）	13.26	9.71	15.08
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	108.79	140.89	241.70
所有者权益（亿元）	99.84	122.91	163.60
全部债务（亿元）	1.40	9.97	69.75
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.00	0.01	0.16
资产负债率（%）	8.23	12.76	32.32
全部债务资本化比率（%）	1.38	7.50	29.89
流动比率（%）	11.14	272.48	855.46
经营现金流动负债比（%）	13.64	21.51	-674.26

注：1. 本报告中，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. 本报告将公司其他流动负债以及长期应付款中有息部分纳入有息债务核算；

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
20 嘉投 01 20 国投 01 20 国投 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/19	高朝群 李乃鹏	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
20 嘉投 01	AAA	AAA	稳定	2020/2/12	袁琳 徐汇丰	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
20 国投 01	AAA	AAA	稳定	2019/7/3	尹丹 袁琳	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
20 国投 02	AAA	AAA	稳定	2019/7/3	尹丹 袁琳	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	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均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
2021 年公司债券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，根据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”）与浙江省财务开发有限责任公司（以下简称“浙江财务开发公司”）签订的股权无偿划转协议，嘉兴市国资委将拥有的公司 4.0429%的股权无偿划转给浙江财务开发公司，公司已于 2020 年 11 月 30 日完成工商变更。此外，公司当年通过资本公积转增实收资本方式增加实收资本 20.90 亿元。截至 2020 年底，公司注册资本为 50.36 亿元，实收资本为 43.26 亿元，其中嘉兴市国资委持股 95.9571%，浙江财务开发公司持股 4.0429%，公司实际控制人仍为嘉兴市国资委。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化，截至 2021 年 3 月底，公司本部设有纪检监察部、资本运营财务部、风险管控部、战略投资部、人力资源部、党群工作部和行政综合部 7 个职能部门；纳入合并范围的一级子公司共 9 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 1287.91 亿元，所有者权益 473.62 亿元（含少数股东权益 115.42 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 162.20 亿元，利润总额 2.66 亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市南湖区广益路 819 号 1301 室；法定代表人：鉏新良。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至本跟踪评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券如下表所示，合计金额 30.00 亿元，截至目前募集资金均已全部使用。跟踪期内，上述债券均已按时足额支付当期利息。

表1　本次跟踪评级债券概况（单位：亿元，年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 嘉投 01	10.00	10.00	2020/03/17	5
20 国投 01	8.00	8.00	2020/01/16	5
20 国投 02	12.00	12.00	2020/01/16	3+2
合计	**30.00**	**30.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下

降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性**减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不

断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、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中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约束地方政府及其融资平台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中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露

出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 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/会议名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中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，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域环境

跟踪期内，嘉兴市经济稳步发展，一般公共预算收入持续上升，公司发展的外部环境良好。

嘉兴市为浙江省下辖地级市，位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，是长江三角洲重要城市之一，下辖 2 区 2 县 3 县级市，陆地面积 3915 平方公里。

根据《2020 年嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，嘉兴市生产总值（GDP）5509.52 亿元，比上年增长 3.5%。其中，第一产业增加值 124.18 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 2861.09 亿元，增长 2.8%；第三产业增加值 2524.25 亿元，增长 4.3%。三次产业结构调整为 2.3：51.9：45.8。

2020 年，嘉兴市固定资产投资比上年增长 3.0%；当期交通运输投资比上年增长 17.5%，高新技术产业投资、民间项目投资、生态环保城市更新和水利设施投资分别下降 2.2%、14.0%、5.9%。

2020 年全市一般公共预算收入 598.80 亿元，增长 5.9%，一般公共预算支出 712.18 亿元，财政自给率为 84.08%；政府性基金预算收入 804.67 亿元。2020 年底，嘉兴市地方政府债务余额 1169.84 亿元，嘉兴市政府债务负担一般。

六、基础素质分析

公司在资本注入以及财政补贴方面得到政府大力支持。

公司是嘉兴市市属国有资本运营平台，跟踪期内，公司仍承担着嘉兴市燃气供应及管网建设、旅游资源开发与经营、交通运营与管理、水务运营与管理、嘉兴城市规划区内综合开发等重要职能，业务包括公用事业、商贸流通、交通运营、造纸业、城市运营、旅游产业等。

货币增资方面，根据公司股东会审议通过的《关于公司资本公积金转增实收资本的议案》，以资本公积转增实收资本 20.90 亿元。同期，公司收到财政拨款 36.82 亿元，增加资本公积。

财政补贴方面，2020 年，公司及子公司收到的计入“其他收益”科目核算的政府补贴金额为 14.60 亿元。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：91330402749802777W），截至 2021 年 6 月 17 日，公司本部无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 6 月 7 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度以及高级管理人员方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务发展多元化，由于城市运营和商贸流通收入的大幅增长，公司营业收入规模较上年大幅增长，综合毛利率水平较上年变化不大。

公司已实现多元化发展，收入仍主要来源于公用事业板块、商贸流通板块、交通运营板块、造纸业板块和城市运营板块，同时旅游等其他板块对公司收入形成重要补充。2020 年，公司实现营业收入 162.20 亿元，较上年增长 27.49%，主要来自于城市运营和商贸流通收入的大幅增长。2020 年，公司实现城市运营收入 19.76 亿元，同比大幅增长 204.94%，主要来自于新纳入报表合并范围子公司长三角（嘉兴）规划设计集团有限公司所形成的工程收入。

从毛利率水平看，2020 年，公司综合毛利率较上年下降 0.35 个百分点，变化不大；其中交通运营板块受疫情影响，较上年下降 8.97 个百分点；由于工程施工获利空间较低，城市运营板块毛利率较上年下降 5.97 个百分点；造纸业板块毛利率较上年增长 4.91 个百分点。

表 4　2019－2020 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目		2019 年			2020 年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
公用事业	天然气、燃气及配套销售	255432.49	20.08	2.49	189522.82	11.68	2.71
	水务运营	91608.50	7.20	-6.94	114311.47	7.05	6.51
	公共交通	6064.91	0.48	-384.82	2771.44	0.17	-1102.14
	加油站经营	111715.64	8.78	11.47	131289.34	8.09	12.97
	小计	**464821.54**	**36.53**	**-2.27**	**437895.07**	**27.00**	**-0.21**
商贸流通	混凝土销售	6923.35	0.54	8.88	6855.63	0.42	10.22
	商品销售	328185.54	25.79	0.52	571533.50	35.24	0.71
	小计	**335108.90**	**26.34**	**0.69**	**578389.13**	**35.66**	**0.82**
交通运营	通行费	189064.66	14.86	30.18	178968.91	11.03	22.08
	服务区	3627.65	0.29	37.95	4163.15	0.26	17.17
	运输劳务	13442.44	1.06	-73.63	9069.76	0.56	-134.66
	小计	**206134.75**	**16.21**	**23.55**	**192201.81**	**11.85**	**14.58**
造纸业	纸制品销售	134568.51	10.58	17.01	131637.04	8.12	21.92
	小计	**134568.51**	**10.58**	**17.01**	**131637.04**	**8.12**	**21.92**
城市运营	受托代建	29455.54	2.32	4.63	3974.97	0.25	1.26
	工程施工	2551.17	0.20	-98.99	139688.10	8.61	1.72
	土地整理	--	--	--	24450.48	1.51	51.82
	房屋销售	24487.96	1.92	44.24	20594.05	1.27	51.18
	房屋出租	8279.20	0.65	50.77	8904.07	0.55	54.72
	小计	**64773.87**	**5.09**	**21.42**	**197611.67**	**12.18**	**15.45**
旅游产业	旅游服务	25413.58	2.00	13.00	20193.05	1.24	-17.83
	小计	**25413.58**	**2.00**	**13.00**	**20193.05**	**1.24**	**-17.83**
其他	驾驶培训	6349.46	0.50	4.78	5559.54	0.34	8.00
	加油站出租	153.88	0.01	86.58	171.43	0.01	83.99
	市政规划设计收入	--	--	--	25762.86	1.59	49.25

	其他	34991.33	2.75	22.20	32581.45	2.01	31.21
	小计	**41494.67**	**3.26**	**27.08**	**64075.28**	**3.95**	**36.59**
合计		**1272315.82**	**100.00**	**7.20**	**1622003.06**	**100.00**	**6.85**

注：本表为会计合并口径且考虑抵消后的审计数据，与下文各业务形成收入略有差异
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）公用事业板块

天然气、燃气及配套销售业务

公司天然气业务具有区域专营优势，受疫情影响，2020 年该业务板块收入规模有所下降。

嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“嘉城集团”）下属子公司嘉兴市天然气管网经营有限公司（以下简称“管网公司”）负责嘉兴市燃气管道建设和燃气供应业务，管网公司特许经营期限共计 25 年（自 2008 年至 2032 年），负责区域范围为嘉兴市区和下属县级市（除海盐、海宁以外），具有区域专营优势。

管网建设方面，截至 2021 年 3 月底，管网公司建设并投入运营的天然气管道共计 1264.50 公里，较上年底增长 5.63%，其中城市中低压管网长度为 1099.80 公里。管网公司主要的在建项目分别是嘉兴市区 2018 年度天然气中低压输配工程、嘉兴市区 2019 年度天然气中低压输配工程、嘉兴市南郊-T3 高压管道燃气工程和 2020 年天然气居民用户配套工程。截至 2021 年 3 月底，累计投资 1.50 亿元，未来三年计划投资 1.38 亿元；拟建项目方面，管网公司目前拟建项目为海盐分输站至港区信汇厂区天然气供气专线、秀洲 LNG 应急气源站、T7 高中压调压站，未来三年计划投资金额为 2.09 亿元。

燃气采购方面，2020 年 3 月 31 日，管网公司与浙江省天然气开发有限公司、浙江浙能天然气管网有限公司三方签署合同主体变更协议，管网公司天然气唯一采购源由浙江省天然气开发有限公司变更为浙江浙能天然气管网有限公司。管网公司采购价按省物价部门核发的届时天然气价格确定，2020 年，管网公司采购量为 82921.03 万方米，同比减少 18.70%，合同总价为 19.52 亿元，同比减少 27.54%。

燃气销售方面，管网公司将燃气销售给嘉兴市燃气集团股份有限公司（以下简称“燃气集团”）及部分直供单位，若销售给燃气集团则由燃气集团销售给嘉兴市区内的终端用户。2020 年，公司产销差价（采购和销售单价的差价）未发生变化仍为 0.06 元/立方米。同期，受疫情影响，管网公司实现天然气销售收入（不含税）18.40 亿元，同比减少 27.01%，销售量为 8.26 亿立方米，同比减少 18.62%。

此外，管网公司燃气业务板块还包括少量燃气配套销售业务，该业务收入规模很小，对公司收入影响有限。2020 年，管网公司天然气、燃气配套销售板块毛利率为 2.71%，较上年小幅下降 0.22 个百分点，基本持平。

表 5　2019－2020 年公司天然气销售情况

项目	2019 年	2020 年
天然气销售收入（万元）	252123.78	183983.37
天然气销售量（万立方米）	101481.03	82624.49
天然气平均销售价格（元/立方米）	2.48	2.35

注：以上价格均为不含税价格
资料来源：公司提供

水务业务

跟踪期内，公司供水业务发展平稳，管网漏损率有所下降；公司污水处理量较上年有所下降；2021 年在建供水及污水处理项目投入面临较大资金压力；公司原水供应市域外配水工程处于建设期，未来投入运营后有助于水务板块营收规模的增长；公司水务板块毛利率 2020 年扭亏为盈。

供水业务方面，嘉兴市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）是嘉兴市唯一的市级供水单位，已形成了以嘉兴市区供水为主，涵盖南湖、秀洲两区十个镇的城乡供水经

营一体化体系，业务具有较强的区域专营优势。截至2021年3月底，公司供水管网长度为4100公里，服务区域968平方公里。

表6　水务集团自来水供应业务运营数据

项目	2019年	2020年
自来水厂数量（个）	2	2
供水能力（万吨/日）	55.00	55.00
平均供水量（万吨/日）	38.56	38.46
供水总量（万吨）	14075.27	14075.59
售水总量（万吨）	12065.01	12229.68
管网漏损率（%）	8.24	6.92

资料来源：公司提供

截至2020年底，水务集团拥有的水厂和日供水能力未发生变化。随着用户数量增长，水务集团售水量保持增长，售水结构以居民生活用水和工商业用水为主，分别占48.10%和48.58%。同时，水务集团加强了管理，定期和不定期地进行巡检，使得管网漏损率呈下降趋势。

污水处理业务方面，水务集团下属子公司嘉兴市联合污水处理有限责任公司（以下简称“污水公司”）负责嘉兴市区和嘉善县、平湖市、海盐县、嘉兴港区的污水处理业务，具有较强的区域专营性。跟踪期内，公司污水输送管网长度137.00公里，较上年未有变化。

表7　污水公司污水处理业务运营情况

项目	2019年	2020年
污水排放总量（万吨）	20841.80	18412.80
污水处理总量（万吨）	20841.80	18412.80
污水管网长度（公里）	137.00	137.00
平均污水处理率（%）	95.17	100.00

资料来源：公司提供

2020年，污水公司污水处理总量较上年有所下降，平均污水处理率较上年增加4.83个百分点至100.00%。

供水价格方面，2020年至今，嘉兴市供水价格未发生变化。污水处理价格方面，自2021年1月1日起，嘉兴市物价局对联合污水与各相关污水处理公司入网污水处理结算价格进行上调，上调幅度在0.57~1.56元/吨之间，上调价格在1.65~3.57元/吨之间。2020年，公司水务运营板块合计实现收入11.43亿元，同比增长24.78%，毛利率扭亏为盈。

截至2021年3月底，水务集团自来水供应及污水处理在建项目共5个，计划总投资共计144.60亿元，累计投资金额94.30亿元，2021年4－12月预计投入50.07亿元。截至2021年3月底，水务集团自来水供应及污水处理拟建项目5个，计划总投资26.98亿元，2021年4－12月，计划投资3.23亿元。总体看，水务集团面临较大资金支出压力。

为进一步提升嘉兴市水源质量，更好推进市域外配水工程，嘉兴市实施了市域外配水工程，并组建成立了嘉兴市原水投资有限公司（以下简称“原水公司”），承担工程建设管理职能。由于原水公司目前仍处于前期投资建设期，暂未开展实际运营活动。该项目工程输水线路总长171.60公里，其中杭州市境内23.1公里，嘉兴市境内148.50公里。项目设计工期36个月，计划总投资约128亿元，其中资本金占比60%。项目建成后将主要通过供水销售实现收入，根据项目可行性研究报告，项目正常生产期为50年，生产期内，项目预计实现供水销售收入合计221.78亿元，有助于水务板块营收规模的增长。

加油站经营业务

2020年，公司加油站经营业务收入规模较上年有所增长，毛利率水平较为稳定。

公司的商品销售业务板块主要为子公司嘉兴市国鸿石油天然气经营有限公司（以下简称“嘉兴油气公司”）下属4座加油站、嘉兴市交通石油有限公司（以下简称“嘉通石油公司”）的下属9座加油站以及嘉兴交投石油有限公司（以下简称“交投石油公司”）下属4座加油站产生的相关收入。此外公司还有1座加油站待选址建设。

2020年，公司加油站经营业务实现收入13.13亿元，同比增长15.78%，实现毛利率12.97%，较上年变化不大，盈利水平较为稳定。

（2）商贸流通板块

2020 年，公司商品销售收入规模大幅增长，收入结构仍以煤炭贸易为主，毛利率变动不大。

公司商贸流通板块收入主要由商品销售收入构成。商品销售业务主要系公司子公司嘉兴市实业资产投资集团有限公司（以下简称“嘉实集团”）下属的嘉兴民丰集团有限公司（以下简称“民丰集团”）负责运营，主要为煤炭贸易业务以及少量纸浆贸易业务。2020 年，公司实现商品销售收入 57.15 亿元，同比增长 74.13%，其中煤炭贸易收入占比超过 80.00%，煤炭贸易毛利率为 0.71%，毛利率变动不大。

煤炭贸易业务模式方面，民丰集团采取先寻找下游客户，根据客户的需求向上游供应商询价，按照供应商的报价加上一定的佣金作为销售价格与下游客户签订销售协议，以销定产、锁定价差的业务模式。在销售结算方面，民丰集团与客户基本通过银行转账结算，一般给予客户 30 天左右的付款信用期，但热电企业的实际付款周期通常在 40 天左右。2020 年，民丰集团煤炭贸易采购前五大供应商及销售前五大供应商集中度分别为 63.13%和 98.89%，集中度高，且于上游采购商未发生业务违约，与下游客户合作关系稳定，整体公司煤炭贸易风险较低。

（3）交通运营板块

高等级公路经营方面，2020 年，公司所经营路段除杭州湾北岸连接线一期以及新投入运行的杭州湾北岸连接线二期外，其余路段受疫情影响收入明显下降。运输劳务方面，受疫情影响，公司运输劳务收入大幅减少。

公司交通运营业务主要由下属子公司嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“嘉通集团”）负责，收入来源主要由通行费收入、运输劳务收入及高速公路衍生收入构成。

公司高等级公路建设与运营业务方面，截至 2020 年底，公司拥有的已通车道路有杭州湾跨海大桥北接线一期（24.79 公里）、杭州湾跨海大桥北接线二期（27.56 公里）、07 省道（45.60 公里）、杭浦高速（112.53 公里）、申嘉湖高速（59.10 公里）五条经营性高速公路，嘉绍高速北接线（43.26 公里）为政府还贷性高速公路。除六条控股路产外，公司参股嘉绍跨江大桥，但并未纳入合并报表。2020 年公司通行费收入同比减少 5.34%至 17.90 亿元。受疫情期间高速公路免费通行影响，公司运营的路产除杭州湾北岸连接线一期以及新投入运行的杭州湾北岸连接线二期外，收入明显下降。截至目前，公司已无在建高速路项目。

表 8　2019－2020 年公司已建成并投入运营的路产经营情况（单位：万元，辆/日）

公路名称	2019 年		2020 年	
	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量
杭州湾北岸连接线一期	14358.42	41041	18058.19	89293
杭州湾北岸连接线二期	--	--	30036.88	112568
嘉绍通道北接线	54635.99	70745	41633.32	105450
杭浦高速浙江段	68257.44	38566	51844.83	58005
申嘉湖高速嘉兴段	50392.10	54917	36755.05	73010
07 省道	1420.71	10732	640.64	7076.28
合计	**189064.66**	**216001**	**178968.91**	**445402**

资料来源：公司提供

运输劳务方面，公司运输劳务业务收入以客运收入为主，其中长途客运收入为客运收入的主要来源。受疫情影响，2020 年公司实现客运收入 0.91 亿元，同比减少 32.59%。毛利率方面，2020 年，公司运输业务毛利率亏损程度较上年扩大，为弥补亏损，公司获得财政补贴 0.99 亿元。

（4）造纸业板块

2020 年，公司实现造纸业收入较上年保持稳定，收入构成主要以卷烟纸和工业配套用纸为主。

公司造纸业板块业务主要由嘉实集团下属上市公司民丰特种纸股份有限公司（以下简称“民丰特纸”）负责，主要从事卷烟纸和工业配套用纸的生产和销售，其他纸品包括描图纸和电容器纸等。

公司主要采取“以销定产”的生产方式，

并根据市场及订单情况适当备货。目前除两年一次生产线大检修需要停产之外，基本均处于运转状态，保证了较好的产能利用率。民丰特纸销售结算方式主要是赊销以及少量的现结，根据纸品等不同账期在 30~100 天不等，平均账期为 80 天左右。2020 年，公司实现纸业制品收入 13.53 亿元，较上年基本持平，收入规模较为稳定，其中卷烟纸和工业配套用纸的比例分别为 36.66%和 56.00%。

表 9　2019－2020 年公司主要纸制品产销情况（单位：吨，%，元/吨）

日期	产品	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	平均售价
2019 年	卷烟纸	33750.00	33025.00	97.85	30894.00	93.55	1.52
	工业配套用纸	100180.00	109754.00	109.56	105599.00	96.21	0.77
	描图纸	2800.00	3079.00	109.96	2959.00	96.10	1.61
2020 年	卷烟纸	28000.00	26858.00	95.92	26650.00	99.23	1.60
	工业配套用纸	109400.00	108967.00	99.60	104676.00	96.06	0.70
	描图纸	2800.00	2898.00	103.50	3510.00	121.12	1.80

资料来源：公司提供

（5）城市运营板块

受托代建业务

嘉城集团代建业务未与政府签订相关回购或移交协议，项目投入资金为自筹，对资金占用较大。2020 年，公司委托代建业务收入全部来自于嘉湘集团。公司代建业务项目尚需投资规模较大，存在一定资金支出压力。

嘉城集团子公司嘉兴市嘉城建设发展有限公司（以下简称“嘉城发展”）负责嘉兴市二环以内及市区国际商务区高中园区共 27.50 平方公里范围内的基础设施建设，嘉城发展根据市政府下达的项目计划安排开展代建业务，项目资金为自筹，项目竣工结算后，由嘉兴市政府按照经审计的工程总造价加上融资费用支付，在未付清资金时，项目所有权归属于嘉城发展。待收到款项后，公司直接冲减“存货-委托代建”项目，不确认收入。由于政府未与嘉城发展签订相关回购或移交协议，2020 年底，嘉城集团“存货-受托代建”项目为 224.69 亿元（含土地整理等其他资产），规模较大，该类资产对资金形成较大占用。

子公司嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司（以下简称“嘉湘集团”）负责嘉兴湘家荡区域的开发建设，嘉湘集团与湘家荡开发建设管委会签署代建协议，自筹资金建设待工程竣工验收后移交。2020 年，公司实现的受托代建业务收入 3974.97 万元，均来自于嘉湘集团。

截至 2020 年底，公司主要在建代建项目有共 40 个，项目预计总投资 94.89 亿元，已投资 24.68 亿元，尚需投资 70.21 亿元。拟建项目有一环至二环主次干道综合改造提升工程等 8 个项目，项目总投 42.26 亿元，2021 年 4－12 月及 2022－2023 年分别计划投资 1.77 亿元、16.60 亿元和 13.89 亿元。公司代建项目尚需投资规模较大，存在一定资金支出压力。

土地整理业务

公司土地整理业务在整理项目规模较大，未来存在一定资金支出压力。

嘉城集团子公司嘉兴城市建设投资有限公司（以下简称“嘉兴城建”）负责嘉兴市二环以内以及市区特定区域内的土地拆迁整理业务。嘉城集团在上述范围内，通过旧城改造和城市有机更新，对拆迁出来的土地进行平整清理，达到土地出让的要求。嘉兴市政府根据每年的土地出让计划安排嘉兴市土地储备中心出让适量的储备地块，土地出让金进入财政专户。

嘉城集团土地整理资金先由自有资金垫资建设。嘉兴市政府根据嘉城集团当年整体土地平整的数量、规模、资金支付计划等因素，将部分政府收入按规定扣除规费后作为建设资金返还给嘉城集团，由此实现滚动开发。截

至目前，嘉城集团土地整理项目基本尚未结算。截至 2020 年底，嘉城集团负责的在建土地整理项目有天主教堂区域改造项目等 8 个，项目总投资 132.21 亿元，已投资 87.25 亿元，尚需投资 44.96 亿元，尚需投资规模较大。

嘉湘集团是湘家荡区域唯一的土地整理主体，其整理完成的土地移交至嘉兴市土储中心，并将嘉兴市土储中心拨付的土地收储款确认收入。2018－2020 年及 2021 年 1－3 月，由嘉湘集团开发整理并由嘉兴市土储中心完成出让的土地共计 281.00 亩，确认土地开发收入共计 3.88 亿元。截至 2021 年 3 月底，嘉湘集团受湘家荡管委会委托已整理完成待出让的土地共计 1876.49 亩，嘉湘集团在整理的土地面积合计 5333.00 亩，已投资金额 44.81 亿元，2021 年 4－12 月，预计投资 6.99 亿元。

房地产业务

2020 年，公司房地产销售收入较上年基本持平，毛利率维持在较高水平。

公司房地产开发业务主要包括剩余安置房和自营性质的商品房开发。该板块业务主要有嘉城集团和嘉湘集团负责建设并运营。

剩余安置房销售方面，嘉湘集团与嘉城集团已完工安置房已基本销售完毕，目前暂无拟建及在建项目。公司目前房地产业务主要集中在商品房销售方面，截至 2021 年 3 月底，公司已完工在售商品房项目总投资 17.71 亿元，已实现销售回款 12.40 亿元。在建商品房项目为华梦地块商品房 24.30 亿元，已投资额 1.64 亿元，尚需投资 22.66 亿元。

2020 年，公司实现房屋销售收入 2.06 亿元，较上年基本持平；房地产销售毛利率 51.18%，较上年提高 6.94 个百分点，毛利率仍维持在较高水平。

3. 未来发展

公司作为嘉兴市市属国有资本运营平台，在嘉兴市国企改革中地位突出，未来将致力于促进国有资本合理流动、优化国有资本投向、推动国有经济布局优化和结构调整、提高国有资本配置和运营效率、为各国资公司实施重大建设项目资金需求发挥有效补充作用。公司的长期发展目标为落实嘉兴市政府战略决策部署，优化国有资本布局；整合交通、城市经营、金融等产业，进一步推进分类改革；培育核心子公司做大资产规模，提高核心竞争力；深化国有资本改革，推动市场化运作。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 年审计报告经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。

合并范围变更方面，2020 年，公司合并范围新增 32 家子公司，减少 3 家子公司。截至 2020 年底，公司合并范围内一级子公司 9 家，新纳入或划出的子公司规模不大，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

随着经营规模的扩大，公司资产规模有所增长且结构较为均衡，货币资金充裕，基建类存货和应收类款项规模大，对资金占用明显。

截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 15.79%，主要系货币资金和存货增长所致。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

表 10　公司主要资产构成情况（单位：亿元，%）

科目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**602.76**	**54.19**	**691.39**	**53.68**
货币资金	86.23	7.75	130.91	10.16
应收账款	12.46	1.12	18.38	1.43
其他应收款	82.65	7.43	43.59	3.38
存货	399.64	35.93	480.49	37.31
非流动资产	**509.56**	**45.81**	**596.52**	**46.32**
可供出售金融资产	51.91	4.67	52.32	4.06
长期股权投资	38.54	3.47	57.02	4.43
投资性房地产	18.75	1.69	22.59	1.75
固定资产	19.62	19.74	27.89	21.27
在建工程	98.87	8.89	104.56	8.12
其他非流动资产	62.02	5.58	62.20	4.83
资产总计	**1112.32**	**100.00**	**1287.91**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 14.70%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底增长 51.81%，其中受限资金规模为 2.52 亿元，受限比例低。公司应收账款较上年底增长 47.48%，主要系应收煤炭油品销售款增加所致；应收账款前五大欠款方合计金额为 9.94 亿元，占比为 52.52%，集中度一般，应收账款前五名中，应收民企款项 8.58 亿元，其余为应收政府及相关单位款项。公司其他应收款较上年底减少 47.27%，主要系公司将子公司浙江科技孵化开发建设有限公司划出，应收嘉兴市秀洲新区开发建设有限公司和浙江嘉兴秀洲工业园区管理委员会款项减少所致；公司其他应收款前五名合计金额 23.94 亿元，占比 52.33%，集中度一般，其他应收款前五名中应收绿地控股集团有限公司款项 5.89 亿元，其余均为应收政府及相关单位往来款；公司其他应收款账龄主要集中在一年以内，账龄较短，占比为 83.32%。公司存货较上年底增长 20.23%，主要系开发成本和受托代建项目增加所致；从构成来看，公司存货-受托代建项目 224.69 亿元，主要由嘉城集团市政基础设施项目和土地整理项目构成，公司存货-开发成本 216.35 亿元，主要由嘉湘集团代建项目建设成本和土地开发业务成本构成。

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 17.07%，主要来自于在建工程、长期股权投资和固定资产的增长。公司可供出售金融资产较上年底基本持平，主要由公司持有的企业股权构成。公司长期股权投资较上年底增长 47.95%，主要系嘉实集团通过股权置换得到嘉兴高新集团有限公司股权 19.55 亿元。公司投资性房地产较上年底增长 20.51%，全部由房屋建筑物构成，其中 3.00 亿元房屋建筑物正在办理产权证书。公司固定资产较上年底增长 26.43%，主要系道路资产较上年增长所致；从构成来看，公司固定资产主要由房屋建筑物 33.99 亿元以及道路资产 202.37 亿元构成。公司在建工程较上年底增长 5.76%，主要由嘉兴市域外配水工程（杭州方向）项目、快速路一期工程以及有轨电车在建项目构成。公司其他非流动资产较上年底基本持平，主要由不产生经营收益的基础设施建设项目和土地使用权（划拨地）构成。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 27.37 亿元，其中货币资金 2.52 亿元、存货 11.72 亿元、投资性房地产 0.75 亿元、在建工程 2.07 亿元、固定资产 2.42 亿元、无形资产 0.26 亿元以及可供出售金融资产 7.64 亿元，公司资产受限比例为 2.13%，受限比例低。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

受益于股东注资和划拨资产的影响，公司所有者权益有所增长，所有者权益稳定性尚可。

截至 2020 年底，公司所有者权益较上年底增长 10.24%，主要来自于实收资本增长，公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，所有者权益稳定性尚可。公司实收资本较上年底增长 93.47%，其中资本公积转入 20.90 亿元，嘉兴国资委将 2.04 亿元股权划给浙江财务开发公司持有。公司资本公积较上年底增长 4.16%，其中公司收到财政拨款 36.82 亿元，转入实收资本 20.90 亿元，其余主要为子公司划入划出以及公司及子公司权益法下被投资单位的其他权益变动导致。

表11　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元，%）

科目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	22.36	5.20	43.26	9.13
资本公积	252.10	58.68	262.59	55.44
其他综合收益	6.18	1.44	5.16	1.09
未分配利润	43.79	10.19	46.80	9.88
少数股东权益	104.82	24.40	115.42	24.37
所有者权益	**429.63**	**100.00**	**473.62**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）负债

公司债务规模大幅增长，债务负担有所加重，存在一定的短期偿债压力。

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 19.28%，主要系长期借款及应付债券较上年底增加所致。公司负债以非流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底增长 4.84%。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款以及一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款较上年底增长 19.87%，其中保证借款占 72.94%，信用借款占 21.84%。公司其他应付款较上年底基本持平，主要为与关联单位及嘉兴市政府部门的往来款构成。公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 12.78%，其中一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券分别占 20.29%和 76.48%。其他流动负债较上年底增长 145.43%，主要系公司发行的短期融资券、超短期融资券等，本报告将有息债务部分调整至短期债务。

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 30.07%，主要系长期借款及应付债券较上年底增长所致。公司长期借款较上年底增长 24.27%，其中信用借款 19.22 亿元、质押借款 58.92 亿元、保证借款 45.38 亿元和质押、保证借款 68.72 亿元。应付债券较上年底增长 49.29%，主要系公司当年发行多期公司债以及中票所致。公司长期应付款上年底下降 18.90%，主要系部分租赁款到期所致；公司长期应付款主要包括应付国家开发基金有限公司、应付中国农发重点建设基金有限公司的款项及应付融资租赁款；本报告已将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算。公司专项应付款较上年底减少 9.91%，主要由基础设施建设拨款以及 PPP 项目股权出资资金构成。

表12　公司主要负债构成情况（单位：亿元，%）

科目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	**301.62**	**44.18**	**316.21**	**38.83**
短期借款	46.25	6.77	55.44	6.81
其他应付款	127.99	18.75	123.36	15.15
一年内到期的非流动负债	67.08	9.83	58.51	7.19
其他流动负债	8.34	1.22	20.47	2.51
非流动负债	**381.07**	**55.82**	**498.08**	**61.17**
长期借款	166.04	24.32	206.34	25.34
应付债券	158.74	23.25	236.99	29.10
长期应付款	19.30	2.83	15.65	1.92
专项应付款	21.05	3.08	18.96	2.33
负债合计	**682.69**	**100.00**	**814.29**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 600.95 亿元，较上年底增长 26.36%，其中短期债务占 23.64%，长期债务占 76.36%，公司债务结构仍以长期债务为主。从债务负担来看，公司资产负债率、长期债务资本化比率以及全部债务资本化比率分别较上年底增长 1.85 个、3.39 个以及 4.75 个百分点，债务负担有所加重。截至 2021 年 3 月底，公司 1 年内到期的债务 145.58 亿元，1~3 年内到期的债务 118.57 亿元，其他均为 3 年以后到期，公司存在一定的短期兑付压力。

表 13　公司债务及债务指标情况（单位：亿元，%）

科目	2019 年底	2020 年底
短期债务	131.62	142.09
长期债务	343.97	458.86
全部债务	475.59	600.95
资产负债率	61.38	63.23
全部债务资本化比率	52.54	55.93
长期债务资本化比率	44.46	49.21

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4. 盈利能力

2020 年，受益于城市运营和商贸流通收入的大幅增长，公司收入规模大幅增长，公司利润对政府补助和投资收益依赖性大，但投资收益波动较大。

2020 年，公司营业收入同比增长 27.48%，主要来自于城市运营和商贸流通收入的大幅增长。同期，公司营业成本同比增长 27.97%。公司营业利润率为 6.36%，较上年小幅增长。

表 14 公司盈利能力情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	127.23	162.20
营业成本	118.07	151.09
费用总额	24.59	26.41
其中：销售费用	3.08	2.94
管理费用	4.54	6.30
财务费用	16.41	15.90
投资收益	22.03	6.47
利润总额	14.63	2.66
营业利润率	5.40	6.36
总资本收益率	3.04	1.74
净资产收益率	2.49	0.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从期间费用看，2020 年，公司期间费用较上年增长 7.38%，主要由财务费用（占 60.21%）和管理费用（占 23.87%）构成。2020 年，公司费用收入比为 16.28%，期间费用对利润形成侵蚀。

2020 年，公司其他收益 14.60 亿元，同比增长 41.77%，主要由政府补助构成。同期，公司投资收益同比减少 70.62%，主要系上期公司处置股权形成大规模的投资收益所致。2020 年，公司利润总额同比减少 81.79%，主要系投资收益减少所致。总体看，公司利润对政府补助和投资收益依赖性大，但投资收益波动较大。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年有所下降。

5. 现金流

公司燃气、水务、高速公路运营等业务发展成熟，能够带来持续稳定的现金流入，公司收现质量较好。2020年，公司经营活动现金流呈现为净流出，且随着项目的持续投入，公司投资活动现金持续大额净流出，主要依赖于筹资活动。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年	2020 年
销售商品、提供劳务收到的现金	135.02	174.40
经营活动现金流入小计	53.32	53.06
购买商品、接受劳务支付的现金	140.95	236.02
经营活动现金流出小计	187.19	262.62
经营活动产生的现金流量净额	**1.20**	**-34.99**
投资活动产生的现金流量净额	**-20.50**	**-59.47**
筹资活动产生的现金流量净额	**28.28**	**139.25**
现金收入比	**106.12**	**107.52**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从经营活动看，2020 年，公司经营活动现金流入主要系项目回款、通行费及商品销售等现金流入，以及往来款、财政补贴等。公司经营活动现金流入维持上年水平。同期，公司经营活动现金流出较上年增长 40.30%，主要系当年项目投入较上年大幅增长，导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。公司经营活动现金流由上年的净流入转为净流出，且净流出规模较大。2020 年，公司现金收入比基本维持上年水平，收入实现质量较好。

从投资活动看，2020 年，公司投资活动现金流入较上年大幅减少 54.51%，以赎回理财产品产生的现金为主。同期，公司投资活动现金流出较上年减少 2.57%，主要为在建项目投入及投资支付的现金。2020 年，公司投资活动现金流净流出规模大幅增加。公司经营活动和投资活动所需资金主要依赖于筹资活动。

从筹资活动看，2020 年，公司筹资活动现金流入同比增长 86.15%，主要系借款增长所致。同期，公司筹资活动现金流出同比增长 40.60%，主要系偿还债务增长所致。2020 年，公司筹资活动现金流净流入规模大幅增加。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标尚可，考虑到作为嘉兴市市属国有资本运营平台，公司能够获得较大力度的外部支持，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

表 16　公司偿债能力指标（单位：%，倍）

项目	偿债指标	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率	199.84	218.65
	速动比率	67.34	66.70
	现金短期债务比	0.67	0.94
长期偿债能力指标	EBITDA 利息倍数	2.28	1.60
	全部债务/EBITDA	9.71	15.08

资料来源：根据公司审计报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司速动比率较上年基本持平，流动比率较上年增长 18.81 个百分点。公司现金短期债务比为 0.94 倍，公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.28倍下降至1.60倍；全部债务/EBITDA为15.08倍，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2020 年底，公司对外担保金额为 43.63 亿元（见附表），对外担保比率为 9.21%，被担保方均为国企且经营正常，公司代偿风险较低。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得授信额度 596.10 亿元，已使用授信额度 396.77 亿元，间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

公司资产、收入、债务均主要集中于子公司，母公司债务负担轻。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，截至 2020 年底，母公司资产总额为 241.70 亿元，较上年底增长 71.55%，主要系其他应收款以及长期股权投资较上年底增长所致。其中，流动资产占 29.59%，非流动资产占 70.41%。截至2020年底，母公司货币资金为0.28亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 78.11 亿元，较上年底增长 334.41%。其中，流动负债以其他应付款为主，非流动负债全部为应付债券。母公司全部债务为 69.75 亿元，均为长期债务。母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 32.32%、29.89%，债务负担轻。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 163.60 亿元，较年初增长 33.10%。其中，实收资本和资本公积分别占 26.44%和 73.51%，所有者权益稳定性强。

2020 年，母公司无营业收入，利润总额为 0.16 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流入量和流出量分别为 5.32 亿元、61.68 亿元，经营活动产生的现金流量净额-56.37 亿元；投资活动产生的现金流量净额-18.46 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 62.31 亿元。

十、存续期内债券偿还能力

截至2021年5月底，公司无一年内到期债券，公司经营活动现金流入量对未来待偿还本金峰值保障能力较强。

截至2021年5月底，公司本部存续债券本金余额95.00亿元，无一年内到期兑付债券本金。

假设含投资者回售选择权的存续债券按不行权计算，2025年将达到存续债券待偿本金峰值50.00亿元。2020年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为227.63亿元、-34.99亿元和39.84亿元，对公司存续债券保障情况如下表，公司经营活动现金流入量对未来待偿还本金峰值保障能力较高。

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元，倍）

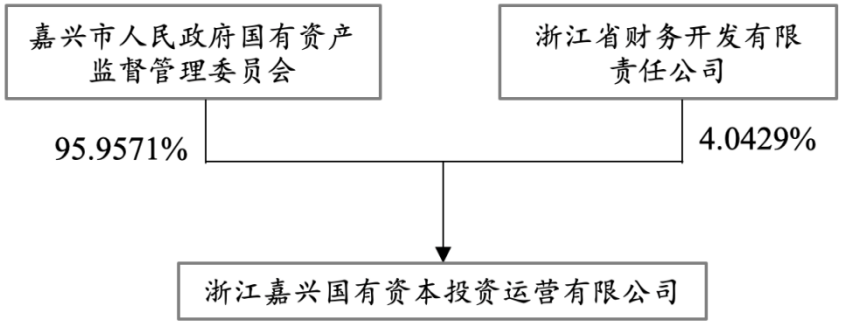
项目	保障情况
2021 年 5 月底一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	50.00
2020 年底现金类资产/一年内到期债券余额	--
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.56
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.80

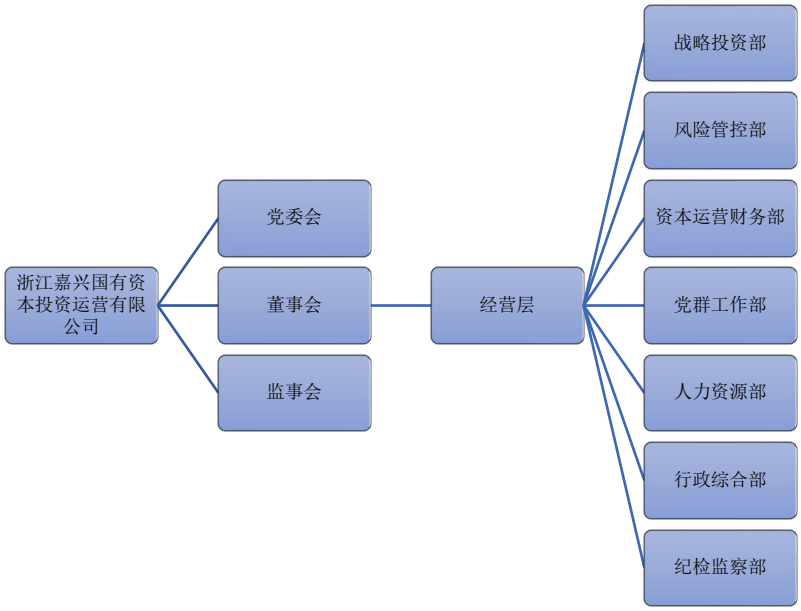
资料来源：联合资信整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 嘉投 01”“20 国投 01”和“20 国投 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2020 年底浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司股权及组织结构图





资料来源：公司提供

附件 2　浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
合并范围内一级子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	
			直接	间接
1	嘉兴市城市投资发展集团有限公司	225000.00	100.00	-
2	嘉兴市交通投资集团有限责任公司	83478.00	100.00	-
3	嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司	150000.00	100.00	-
4	长三角（嘉兴）规划设计集团有限公司	10000.00	100.00	-
5	嘉兴市铁路与轨道交通投资集团有限责任公司	100000.00	100.00	-
6	嘉兴市嘉实金融控股有限公司	100000.00	100.00	-
7	嘉兴市水务投资集团有限公司	61761.04	87.67	-
8	浙江嘉兴数字城市实验室有限公司	50000.00	51.00	-
9	嘉兴市原水投资有限公司	768000.00	26.77	-

资料来源：公司提供

附件 3　浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司

对外担保情况表（截至 2020 年底）

单位：万元

担保企业	被担保企业	被担保企业性质	被担保金额
嘉兴市东部建设开发集团有限公司	嘉兴市平林新农村投资发展有限公司	国有企业	10000.00
嘉兴市东部建设开发集团有限公司	嘉兴湘德实业发展有限公司	国有企业	61000.00
嘉兴湘家荡发展投资集团有限公司	嘉兴湘德实业发展有限公司	国有企业	22300.00
嘉兴湘家荡发展投资集团有限公司	嘉兴市南湖区南新水利城建建设有限公司	国有企业	32000.00
嘉兴湘家荡发展投资集团有限公司	嘉兴市新谐投资有限公司	国有企业	8550.00
嘉兴湘家荡发展投资集团有限公司	嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	国有企业	26916.14
嘉兴湘家荡发展投资集团有限公司	嘉兴市群英投资开发有限公司	国有企业	62000.00
嘉兴市高等级高速公路投资有限公司	嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司	国有企业	180000.00
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	嘉兴西南物流开发建设有限公司	国有企业	14500.00
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	嘉兴经济开发区投资集团有限公司	国有企业	19000.00
合计			**436266.14**

资料来源：公司提供

附件 4-1　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	76.61	87.57	132.99
资产总额（亿元）	1053.99	1112.32	1287.91
所有者权益（亿元）	395.83	429.63	473.62
短期债务（亿元）	127.30	131.62	142.09
长期债务（亿元）	322.49	343.97	458.86
全部债务（亿元）	449.79	475.59	600.95
营业收入（亿元）	124.74	127.23	162.20
利润总额（亿元）	4.72	14.63	2.66
EBITDA（亿元）	33.91	48.99	39.84
经营性净现金流（亿元）	18.22	1.20	-34.99
财务指标			
销售债权周转次数（次）	19.80	9.95	9.47
存货周转次数（次）	0.33	0.30	0.34
总资产周转次数（次）	0.17	0.12	0.14
现金收入比（%）	108.40	106.12	107.52
营业利润率（%）	8.86	5.40	6.36
总资本收益率（%）	1.93	3.04	1.74
净资产收益率（%）	0.98	2.49	0.31
长期债务资本化比率（%）	44.90	44.46	49.21
全部债务资本化比率（%）	53.19	52.54	55.93
资产负债率（%）	62.44	61.38	63.23
流动比率（%）	198.14	199.84	218.65
速动比率（%）	68.36	67.34	66.70
经营现金流动负债比（%）	6.04	0.40	-11.07
现金短期债务比（倍）	0.60	0.67	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	2.28	1.60
全部债务/EBITDA（倍）	13.26	9.71	15.08

注：1. 本报告中，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. 本报告将公司其他流动负债以及长期应付款中有息债务纳入有息债务核算；

附件 4-2 主要财务数据及指标（本部/母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.02	12.80	0.28
资产总额（亿元）	108.79	140.89	241.70
所有者权益（亿元）	99.84	122.91	163.60
短期债务（亿元）	1.40	0.00	0.00
长期债务（亿元）	0.00	9.97	69.75
全部债务（亿元）	1.40	9.97	69.75
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.00	0.01	0.16
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	1.22	1.72	-56.37
财务指标			
销售债权周转次数（次）	/	/	/
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（%）	0.00	0.02	0.25
净资产收益率（%）	0.00	0.01	0.08
长期债务资本化比率（%）	0.00	7.50	29.89
全部债务资本化比率（%）	1.38	7.50	29.89
资产负债率（%）	8.23	12.76	32.32
流动比率（%）	11.14	272.48	855.46
速动比率（%）	11.14	272.48	855.46
经营现金流动负债比（%）	13.64	21.51	-674.26
现金短期债务比（倍）	0.01	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：本报告中，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

附件 5　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%
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=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。