信用等级公告

联合[2018] 1261 号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴市现代服务业发展投资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，确定维持嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“11 嘉发债”、“14 嘉兴现代 MTN001”、“15 嘉兴现代 MTN001”、“16 嘉兴现代 MTN001”及“17 嘉兴现代 MTN001”债券信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+

上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
11 嘉发债	18 亿元	2018/7/5	AA^+	AA^+
14 嘉兴现代 MTN001	5 亿元	2019/5/14	AA^+	AA^+
15 嘉兴现代 MTN001	7 亿元	2020/8/13	AA^+	AA^+
16 嘉兴现代 MTN001[1]	5 亿元	2021/2/23	AA^+	AA^+
17 嘉兴现代 MTN001[2]	15 亿元	2020/11/6	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.70	30.02	40.64	28.81
资产总额(亿元)	341.41	358.90	358.66	354.39
所有者权益(亿元)	108.27	132.23	124.01	124.00
短期债务(亿元)	16.34	11.37	38.07	26.46
长期债务(亿元)	82.79	82.36	79.66	86.83
全部债务(亿元)	99.13	93.73	117.73	113.29
营业收入(亿元)	17.59	15.82	16.34	3.64
利润总额(亿元)	1.42	1.82	1.77	0.15
EBITDA(亿元)	5.89	5.74	5.35	--
经营性净现金流(亿元)	6.77	6.14	5.50	1.52
营业利润率(%)	19.83	19.42	18.70	19.63
净资产收益率(%)	1.02	1.02	1.12	--
资产负债率(%)	68.29	63.16	65.42	65.01
全部债务资本化比率(%)	47.80	41.48	48.70	47.74
流动比率(%)	143.19	154.46	145.78	155.00
经营现金流动负债比(%)	5.07	4.66	4.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.84	16.34	22.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	1.04	0.78	--

注：1. 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算；2. 将长期应付款、其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务核算；3. 2018 年一季度财务数据未经审计。

.

[1] “16 嘉兴现代 MTN001”为可续期中票，期限为 5+N

[2] “17 嘉兴现代 MTN001”为可续期中票，期限为 3+N

评级观点

跟踪期内，嘉兴市经济不断发展，财政实力稳步增强；嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为嘉兴市本级重要的投资、建设及国有资产经营主体，持续得到嘉兴市政府在财政拨款、政府补助等方面的支持；公司多元化业务格局不断发展，商贸流通及毛纺等板块带来持续稳定的收入和现金流。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司有息债务规模增长较快、担保比率较高等因素给公司发展可能带来的不利影响。

未来，随着公司商贸流通板块优化重组的顺利推进以及自建项目经营性收益的产生，公司收入和利润规模有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“11嘉发债”由嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“嘉兴高投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，嘉兴高投主体长期信用等级为AA^+；其对“11嘉发债”的担保有效提升了“11嘉发债”的安全性，其到期不能偿付的风险低。

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“11嘉发债”、“14嘉兴现代MTN001”、“15嘉兴现代MTN001”、“16嘉兴现代MTN001”和“17嘉兴现代MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，嘉兴市经济及财政实力不断增强，公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内，公司在财政拨款、政府补助等方面得到嘉兴市政府的有力支持。
3. 公司多元化的业务格局不断发展，商贸流通及毛纺等板块为公司带来持续稳定的收入和现金流。

分析师

文 中　马 颖　马玉丹

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

关注

1. 公司资产中其他应收款占比较高，对资金占用明显，存货中土地资产占比较高，其变现能力存在不确定性，公司整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，债务负担有所加重。
3. 跟踪期内，公司期间费用持续高企，整体盈利能力偏弱，利润总额对政府补助依赖程度高。
4. 跟踪期内，公司担保规模和担保比率总体处于较高水平，大部分未设置反担保措施，公司或有负债风险较高。

声　明

一、本报告引用的资料主要由嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司（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。

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。

嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）持有公司 100%股权，是公司的实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额358.66亿元，所有者权益124.01亿元（含少数股东权益12.08亿元）。2017年，公司实现营业收入16.34亿元，利润总额1.77亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额354.39亿元，所有者权益124.00亿元（含少数股东权益12.17亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入3.64亿元，利润总额0.15亿元。

公司注册地址：嘉兴市新马路 1 号；法定代表人：陈云海。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评债券尚需偿还余额总计50.00亿元，跟踪期内公司均已按时付息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
11 嘉发债	18 亿元	2018/7/5	6.80%
14 嘉兴现代 MTN001	5 亿元	2019/5/14	7.20%
15 嘉兴现代 MTN001	7 亿元	2020/8/13	5.38%
16 嘉兴现代 MTN001	5 亿元	2021/2/23	4.80%
17 嘉兴现代 MTN001	15 亿元	2020/11/6	5.99%

资料来源：联合资信整理
注：“16 嘉兴现代 MTN001”和“17 嘉兴现代 MTN001”为可续期中票，上表中到期兑付日为行权日。

公司存续债券“11 嘉发债”于 2011 年 7 月发行，发行规模为 18.00 亿元，发行期限为 7 年，采用固定利率，按年付息，到期还本。募集资金已按约定用途使用完毕。

公司于 2014 年 5 月发行 5 亿元“14 嘉兴现代 MTN001”，2015 年 8 月发行 7 亿元“15 嘉兴现代 MTN001”，2016 年 2 月发行 5 亿元“16 嘉兴现代 MTN001”，2017 年 11 月发行 15 亿元“17 嘉兴现代 MTN001”，均采用固定利率，按年付息。募集资金均已按约定用途[3]使用完毕。

“16 嘉兴现代 MTN001”和“17 嘉兴现代 MTN001”均为可续期中票，期限分别为 5+N 和 3+N，均同时附赎回条款、调整票面利率和利息延期条款，上述中期票据依照发行条款约定赎回之前长期存续。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居

[3] 2017 年 11 月 13 日，公司发布《关于变更嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司 2017 年度第一期中期票据募集资金用途的公告》，将原募集说明书中约定用于偿还公司企业债券的 5 亿元募集资金变更为用于偿还公司及下属子公司银行借款。

民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对

美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业与区域经济

1. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融

会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司作为嘉兴市本级重要的投资、建设及国有资产经营主体，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市规划密切相关。

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《2017 年嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，嘉兴市生产总值(GDP)4355.24 亿元，比上年增长 7.8%。三次产业结构由上年的 3.8：50.9：45.3 调整为 3.1：53.0：43.9，第二产业占比有所提升。

2017 年，嘉兴市工业增加值 2101.79 亿元，比上年增长 9.2%，占全市生产总值的 48.3%。

2017 年，嘉兴市固定资产投资规模继续扩张，全市固定资产投资同比增长 11.2%。其中，第一产业、第二产业、第三产业投资分别增长 151.8%、10.2%、11.1%。

2017 年，嘉兴市社会消费品零售总额 1806.62 亿元，同比增长 10.3%，扣除价格因素增长 9.1%。嘉兴市电子商务网络零售额 1454.2 亿元，比上年增长 30.6%。2017 年底，嘉兴市拥有各类实体交易市场 289 个，全年成交额 2000.94 亿元，比上年增长 9.0%。

根据《关于嘉兴市 2017 年全市和市本级预算执行情况及 2018 年全市和市本级预算的报告》，2017 年嘉兴市全市一般公共预算收入 443.79 亿元，增长 13.2%；嘉兴市政府性基金预算收入 693.76 亿元，大幅增长 126.3%，主要系 2017 年嘉兴市土地市场成交价格维持在较高水平且土地成交量有所增加所致。

根据嘉兴市财政局官网数据，截至 2017 年末，嘉兴市全市地方政府债务余额 811.74 亿元，其中一般债务余额 381.16 亿元，专项债务余额 430.58 亿元。

总体看，嘉兴市地理位置优越，区域经济稳步增长，产业结构不断优化，财政实力持续增强，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

公司作为嘉兴市国资委下属六大国有企业之一，是嘉兴市本级重要的投资、建设及国有资产经营主体，跟踪期内继续得到财政拨款、政府补助等支持。

2017 年，公司收到嘉兴科技城管理委员会等财政拨款 7.29 亿元，计入“专项应付款”科目；嘉兴市国防教育基地展示长廊奖励资金等共计 0.50 亿元，计入“递延收益”科目；交通建设养护和管理资金补助、沃土工程财政补贴等财政补助 1.96 亿元，其中 1.89 亿元计入“营业外收入”科目，0.07 亿元计入“其他收益”科目。

2018 年 1~3 月，公司获得政府补助款 0.58 亿元，计入“营业外收入”科目。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1033040111093641R），截至 2018 年 5 月 3 日，公司无不良信贷记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

2017 年，公司实现营业收入 16.34 亿元，同比增长 3.24%，主要系城市基础设施建设业务收入及融资租赁收入增长所致；收入构成与上年相比未发生明显变化，商贸流通和毛纺业务依然是公司的主要收入来源，2017 年收入占比合计为 69.94%；受安置房销售情况较好影响，城市基础设施建设业务收入快速增长，收入占比小幅提升；租赁业务收入下降明显、房屋出租收入不断上升，系公司 2017 年对租赁业务收入和房屋出租收入进行重新划分所致。

毛利率方面，2017 年公司毛利率 21.10%，较上年变化不大。其中，城市基础设施建设业务毛利率下降明显，系该业务收入以安置性保障住房销售为主，整体毛利率较低；融资租赁业务毛利率有所上升，系资金成本下降及部分融资项目利率上升共同作用所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.64 亿元，占 2017 年营业收入的 22.26%；毛利率 22.53%，较 2017 年全年水平变化不大。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	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	7258.25	4.59	9.94	11959.48	7.32	5.54	3299.99	9.07	33.36
商贸流通	80131.40	50.64	10.11	82914.77	50.76	9.80	21701.76	59.68	11.03
毛纺	35637.99	22.52	12.91	31324.09	19.18	13.50	3708.58	10.20	14.52
融资租赁	10773.12	6.81	42.71	12298.02	7.53	46.13	3201.68	8.80	49.86
租赁	9720.35	6.14	75.29	4362.36	2.67	74.95	1712.65	4.71	69.11
提供劳务	2606.06	1.65	73.94	1666.84	1.02	69.19	475.94	1.31	96.37
房屋租赁	3682.72	2.33	64.31	6924.92	4.24	57.08	851.00	2.34	50.60
其他	8420.85	5.32	58.98	11901.17	7.28	62.19	1414.12	3.89	34.71
合计	**158230.74**	**100.00**	**21.87**	**163351.65**	**100.00**	**21.10**	**36365.72**	**100.00**	**22.53**

资料来源：公司提供

城市基础设施建设

公司城市基础设施建设业务主要由全资子公司嘉兴市南湖国有资产投资集团有限公司（以下简称“南湖国投”）和嘉兴市秀洲新区开发建设有限公司（以下简称“秀洲建设”）负责，其中南湖国投和秀洲建设分别负责南湖区及秀洲区辖区内的城市基础设施建设工作。

公司该业务板块经营模式分为两大类，一类为代建项目，建成后项目移交政府，公司获得一定的代建收入，此类项目以道路、桥梁、安置房等公益类、政府类建设项目为主；另一类为企业自营项目，建成后项目划拨给企业进

行经营管理或销售，此类项目多为园区类，含少量安置房类项目。公司的城市基础设施建设业务主要以代建项目为主，不存在单独的土地一级开发业务，土地一级开发都是作为代建和自营项目的前期准备，土地一级开发的成本后期由嘉兴市财政以专项应付款的形式返还给公司。

代建业务的盈利模式为政府按照合同的约定，支付公司代建费。自营业务的盈利模式为安置房完成安置后剩余部分房屋的销售收入、物业租赁收入和政府补贴收入及园区企业税收返还等。

2017年，公司城市基础设施建设板块实现营业收入1.20亿元，均来源于安置房销售收入，也因此整体毛利率较低。

表 4　截至 2017 年底公司城市基础设施建设板块主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目类型	工程进度	总投资	截至2017年底已投资	未来投资计划		
					2018 年	2019 年	2020年后
双溪花园安置房二期	代建	已完工	12347.47	13479.00	--	--	--
庆丰苑安置房三期	代建	已完工	14600.00	12238.00	--	--	--
南湖区可持续发展公园	代建	已完工	11400.00	7016.67	1000.00	2806.37	--
中港路小学	代建	40%	23000.00	8360.00	6000.00	7000.00	--
中科院三期北区	代建	已完工	38238.50	48179.45	--	--	--
亚澳花苑安置房	代建	已完工	8770.00	9099.00	--	--	--
水马南苑安置房	代建	已完工	19350.00	14368.00	2000.00	2000.00	1000.00
中和苑安置房	代建	已完工	57996.00	33271.00	6000.00	6000.00	13000.00
南祥苑安置房	代建	已完工	12078.00	8215.00	1000.00	2000.00	
中科院二期	代建	已完工	37800.00	37800.00	--	--	--
南湖区污水管网一、二期工程	代建	已完工	16906.05	16906.05	--	--	--
南湖区污水管网三期工程	代建	已完工	12233.10	8555.79	--	--	--
天明安置房一二期工程	代建	已完工	15274.00	14927.00	--	--	--
湖滨小区安置房	代建	已完工	13000.00	13335.00	--	--	--
十八里花苑	代建	已完工	8768.00	7776.00	500.00	300.00	--
秀园路道路桥梁工程	代建	已完工	32000.00	17096.40	--	--	--
秀湖中央生态花园	代建	已完工	29000.00	12682.93	--	--	--
北区综合	代建	已完工	15000.00	13277.60	--	--	--
东升大桥	代建	已完工	2231.00	2294.22	--	--	--
东升西路延伸段	代建	已完工	33996.00	20193.45	--	--	--
合计	--	--	**413988.12**	**319070.56**	**16500.00**	**20106.37**	**14000.00**

资料来源：公司提供
注：1. 公司大部分项目已完工但尚未完成全部工程款的支付，后续投资计划系工程款支付计划。2. 部分项目无未来投资计划，系项目总投资额缩减或工程款已全部支付完毕所致。

截至2017年底，公司城市基础设施建设板块主要在建项目总投资41.40亿元，已投资金额31.91亿元，未来尚需投入9.49亿元；考虑到部分项目总投资缩减或工程款已全部支付完毕，公司该业务板块未来投资规模不大，对外融资压力较小。

嘉兴市政府根据公司的前期投入划拨资金进行补贴，公司城市基础设施建设项目获得的财政资金划拨情况如下表所示：

表 5　公司城市基建项目政府支持情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
财政拨款	14.35	10.41
财政扶持资金（补贴）	2.67	1.88
合计	**17.02**	**12.29**

资料来源：公司提供
注：1. 2017 年财政拨款 10.41 亿元，包括明确作为项目支持的资金 6.94 亿元，公司计入“专项应付款”以及其他支持类资金 3.47 亿元，公司计入“其他应付款”。2. 2017 年，公司计入“专项应付款”的财政拨款合计 7.29 亿元，除城市基建项目获得的 6.94 亿元外，还包括其他板块的 0.35 亿元（红船学校 3500 万元以及网球场建设经费 50 万元）。

根据孙公司嘉兴市秀洲区土地投资管理有限责任公司（以下简称“秀洲土投”）与嘉兴

秀洲高新技术产业开发区管理委员会签订的国有资产无偿划转协议，秀洲土投将其名下19宗收储用地账面价值共计约9.61亿元整体无偿划转给嘉兴秀洲高新技术产业开发区管理委员会，公司减少存货-开发成本9.61亿元。

商贸流通业务

公司商贸流通业务主要由全资子公司嘉兴市戴梦得购物中心有限公司（以下简称“戴梦得”）负责经营。

戴梦得成立于1999年10月，注册资本5000万元，截至2017年底，戴梦得经营面积80000平方米，下属直营连锁超市已拓展至63家。戴梦得主要经营模式分为联营和直营两块，其中联营模式占公司营业收入的70%以上，是公司的主要经营模式。

受电子商务等线上销售竞争冲击以及实体经济下滑等因素影响，跟踪期内，戴梦得营业收入继续下降，2017年为6.16亿元，亏损局面未能改善，同期利润总额为-0.20亿元；分产品看，所经营的钟表首饰、化妆品、食品百货等部分商品毛利较上年略有下降，如下表所示：

表6　2016~2017年戴梦得分产品经营情况（单位：%）

商品品种	2016 年		2017 年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
化妆品	4.34	9.56	4.65	9.35
钟表首饰	24.72	11.25	26.25	10.48
服装	22.19	15.40	21.87	16.42
家电运动品	15.72	12.58	14.85	12.72
食品百货其它	33.03	13.88	32.38	13.64
合计	**100.00**	**13.17**	**100.00**	**13.08**

资料来源：公司提供

2018年5月，根据公司“十三五”发展战略规划，公司将嘉兴市农业发展投资有限公司、嘉兴市戴梦得购物中心有限公司、嘉兴市食品肉类有限公司等公司重组为嘉兴市嘉心菜农业发展集团公司，实现从种植、质量控制、配送到销售终端的产销一体化，未来将在百货行业不景气的情况下，侧重菜蓝子产业规划发展。

租赁及房屋租赁业务

公司租赁业务板块主要包括嘉兴市国际会展中心、嘉兴汽车商贸园、农产品交易中心、体育中心、嘉兴大厦等项目的建设经营。

租赁业务主要由各子公司负责实施，其分别从事相关领域内项目投资建设及国有资产经营管理。各子公司项目建设资金主要依靠政府项目建设资金拨款及自筹解决，通过运营获取收入满足项目日常运营费用及部分银行贷款偿还需要。嘉兴市汽车商贸园建设开发项目、农产品交易中心和体育中心项目的土地出让金返还部分用于偿还项目先期投入资金。

跟踪期内，由于农产品交易中心出租率有所提升，2017年各子公司租金收入增加至0.74亿元。详情见下表。

表7　2016~2017年各子公司租赁业务情况（单位：万元、平方米）

投资公司	项目名称	项目总投资金额	政府资金拨款	截至 2017 年底项目已投资金额	租赁面积	租金收入	
						2016 年	2017 年
嘉兴市国际会展中心有限公司	嘉兴市国际会展中心工程	15800.00	12000.00	14800.00	17776.00	427.66	410.66
嘉兴市汽车商贸园投资有限公司	嘉兴汽车商贸园项目	80000.00	18300.00	79900.00	72790.00	1309.83	1376.78
嘉兴市体育产业发展投资有限公司	体育中心	34300.00	27300.00	34300.00	30000.00	850.71	890.84
	中央公园	8900.00	2000.00	7900.00			
	七一广场	5700.00	0.00	5700.00			
上海秀水实业有限公司	上海市嘉兴大厦	9300.00	0.00	9300.00	15317.45	1713.83	1707.1
嘉兴农产品交易中心开发建设有限公司	农产品交易中心市场	37800.00	0.00	37800.00	62000.00	1396.39	1682.74
嘉兴市农业发展投资有限公司	嘉兴市粮食油、粮油副市场	10200.00	0.00	10400.00	36045.00	1406.20	1350.44

投资公司	项目名称	项目总投资金额	政府资金拨款	截至2017年底项目已投资金额	租赁面积	租金收入	
						2016年	2017年
合计		202000.00	59600.00	200100.00	233928.45	7104.62	7418.56

资料来源：公司提供

注：2017年公司对各子公司租金收入进行重新划分，将其中属于投资性房地产租赁收入的部分作为公司营业收入中的租赁收入核算，将其他资产的租赁收入调整至公司营业收入中的房屋租赁收入核算。

毛纺业务

毛纺业务主要由子公司浙江兰宝毛纺集团有限公司（以下简称“兰宝毛纺”）负责经营。

兰宝毛纺主要产品为毛绒纱制品、毛衫制品和呢绒制品系列，主要采用按订单生产的经营策略。

从销售渠道来讲，公司毛纺制品的销售分为内销和外贸两块，两部分占比分别为70%和30%。国内销售的主要区域有浙江、上海、深圳、北京、广东等地；国外出口的主要地区为日本、欧美、香港及其他，出口部分基本采用电汇或信用证支付模式，回款率较好。

受公司新厂房搬迁，设备升级、产品结构调整影响，跟踪期内，毛衫仅销不产，且单价和销量均有所下降；呢绒单价上涨、销量下降，羊绒纱量价齐升，如下表所示。

表8　2016~2017年公司毛纺板块经营情况

产品类别	指标	2016年	2017年
羊绒纱	销量（吨）	978.00	1205.00
	产销率（%）	102.00	105.80
	平均价格（元/吨）	93615.00	98810.00
毛衫	销量（件）	46500.00	3313.00
	产销率（%）	250.00	--
	平均价格（元/件）	89.51	52.22
呢绒	销量（米）	546700.00	305380.15
	产销率（%）	103.15	108.59
	平均价格（元/米）	43.77	46.13

资料来源：公司提供

跟踪期内，兰宝毛纺的整体搬迁进程已大部分完成，目前已正常生产，兰宝毛纺新厂项目总投资8.79亿元，截至2017年底已投资7.50亿元。受市场行情影响，跟踪期内毛纺业务的收入小幅下降，2017年为3.13亿元；毛利率略有提升，为13.50%。

融资租赁业务

公司融资租赁业务主要由子公司恒华融资租赁有限公司（以下简称“恒华融资租赁”）负责。截至2018年3月底，恒华融资租赁已取得融资租赁、机械设备租赁、商业保理、股权投资等多项业务资质，主要业务模式包括售后回租、直租、商业保理、融资租赁咨询服务等；已参与82个项目放款，租赁规模达33.88亿元，主要投资方向为医疗设备、不动产、物流、工业装备等项目。2017年及2018年1~3月，公司融资租赁业务分别实现收入1.23亿元和0.32亿元。

主要自建在建项目

公司主要自建项目总投资21.59亿元，截至2017年底已投资13.41亿元，2018~2019年预计分别投资3.45亿元和1.77亿元。公司在建项目主要有兰宝毛纺整体搬迁、全民体育健身中心等，总投资规模较大，未来面临一定的融资压力。详情见下表。

表9　截至2017年底公司主要自建项目投资情况（单位：万元）

项目名称	项目类型	工程进度	总投资	截至2017年底已投资	未来投资计划		
					2018年	2019年	2020年后
怀昌路	自建	已完工	2501.95	2177.08	--	--	--
北渚路工程	自建	已完工	1200.00	1173.80	--	--	--
货运码头	自建	已完工	32376.35	23620.00	--	--	--
综合物流园专用码头完善配套	自建	已完工	5382.06	2993.72	--	--	--
兰宝集团整体搬迁发展项目	自建	已完工	87866.00	74967.65	--	--	--
二手车生活馆项目	自建	前期工程	5582.00	650.52	4300.00	500.00	131.48
科技城加速器C区	自建	2.70%	19998.00	647.43	10000.00	5000.00	4449.39
全民体育健身中心	自建	44.88%	44300.00	19550.00	11800.00	12211.34	--
农综项目	自建	50.00%	16735.00	8367.50	8367.50	--	--

项目名称	项目类型	工程进度	总投资	截至2017年底已投资	未来投资计划		
					2018年	2019年	2020年后
合计	--	--	215941.36	134147.70	34467.50	17711.34	4580.87

资料来源：公司提供
注：部分自建项目已完工，但尚未完成竣工决算，故未转固定资产核算。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年合并财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务数据未经审计。

截至2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司共17家，较2016年底合并范围无变动，公司财务数据可比性强。

截至2017年底，公司资产总额358.66亿元，所有者权益124.01亿元（含少数股东权益12.08亿元）。2017年，公司实现营业收入16.34亿元，利润总额1.77亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额354.39亿元，所有者权益124.00亿元（含少数股东权益12.17亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入3.64亿元，利润总额0.15亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额358.66亿元，较上年底变动不大，其中流动资产占55.45%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**203.52**	**56.71**	**198.87**	**55.45**	**193.14**	**54.50**
货币资金	29.93	8.34	40.55	11.31	28.76	8.11
其他应收款	80.95	22.56	65.85	18.36	66.88	18.87
存货	85.51	23.82	77.88	21.71	80.10	22.60
非流动资产	**155.38**	**43.29**	**159.79**	**44.55**	**161.25**	**45.50**
固定资产	18.46	5.14	25.40	7.08	26.60	7.50
在建工程	99.03	27.59	97.59	27.21	100.45	28.34
资产合计	**358.90**	**100.00**	**358.66**	**100.00**	**354.39**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017年底，公司流动资产198.87亿元，同比下降2.28%。流动资产中，货币资金40.55亿元，同比增长35.48%，其中银行存款占90.82%，受限货币资金3.45亿元，均为质押定期存单；其他应收款65.85亿元，同比下降18.65%，系往来款回收所致，其他应收款多为与嘉兴市内政府单位或国有企业的往来款，回收风险较低，前5名欠款单位合计占66.78%，集中度较高；存货77.88亿元，同比下降8.92%，系孙公司嘉兴市秀洲区土地投资管理有限责任公司将账面价值约9.61亿元的19宗收储用地无偿划转给嘉兴秀洲高新技术产业开发区管理委员会所致，其中开发成本73.70亿元，主要包括土地资产（占49.44%）、安置房的建设支出（占45.74%）等，受托代销商品3.05亿元，存货中无受限资产。

2017年底，公司非流动资产159.79亿元，同比增长2.84%。非流动资产中，在建工程97.59亿元，主要包括嘉兴市秀洲新区工程、嘉兴市南湖新区工业园工程等，同比变动不大；固定资产25.40亿元，同比增长37.60%，主要系公司新区商务大厦等部分工程完工、兰宝毛纺整体搬迁项目室外总布以及一标段、二标段和三标段完成竣工验收转入固定资产所致。

2017年底，公司受限资产账面价值11.43亿元，占净资产的9.22%。其中受限货币资金3.45亿元，固定资产、投资性房地产、在建工程和

无形资产中受限资产分别为3.52亿元、1.26亿元、2.28亿元和0.92亿元。

2018年3月底，公司资产总额354.39亿元，较上年底略有下降；主要受公司偿还债务影响，货币资金有所减少。

总体看，跟踪期内公司资产规模变动不大，流动资产中其他应收款占比较高，对资金占用明显，存货中土地资产占比较高，其变现能力受嘉兴市房地产市场影响存在较大不确定性，对公司资产流动性产生不利影响，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益124.01亿元，同比下降6.22%，主要系孙公司秀洲土投将账面价值约9.61亿元的19宗收储用地划转给秀洲高新管委会，公司相应调减资本公积所致；所有者权益主要由实收资本（占8.93%）、资本公积（占78.23%）、未分配利润（占12.11%）和少数股东权益（占9.74%）构成。

2018 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构较上年底保持稳定。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，权益结构整体稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 234.65 亿元，同比增长 3.52%，其中流动负债占 58.14%。

2017 年底，公司流动负债 136.42 亿元，同比增长 3.53%，以其他应付款（占 64.47%）和一年内到期的非流动负债（占 26.73%）为主。其中，其他应付款 87.94 亿元，同比下降 21.11%，主要系往来款减少所致；一年内到期的非流动负债 36.47 亿元，同比大幅增长 428.92%，主要系一年内到期的应付债券大幅增加所致。

2017 年底，公司非流动负债 98.24 亿元，同比增长 3.51%。其中，长期借款 34.73 亿元，同比增长 28.37%，主要为信用借款（占 18.86%）、保证借款（占 66.88%）和抵押借款（占 5.05%）；应付债券 36.92 亿元，因“11 嘉发债”即将到期转入“一年内到期的非流动负债”科目，同比下降 21.31%；长期应付款主要为有偿拆借款，2017 年底为 7.08 亿元，同比增长 18.29%；专项应付款 14.27 亿元，主要为拆迁安置补偿资金、嘉兴科技城管理委员会拨款和嘉兴工业园区管理委员会办公室建设资金拨款等，同比增长 37.39%。

2017 年底，公司全部债务 117.73 亿元，同比增长 25.61%，短期债务占比快速上升，公司有息债务仍以长期债务为主，具体见下表。

表 11　公司债务构成及债务负担情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	11.37	38.07	26.46
长期债务	82.36	79.66	86.83
全部债务	93.73	117.73	113.29
资产负债率	63.16	65.42	65.01
全部债务资本化比率	41.48	48.70	47.74
长期债务资本化比率	38.38	39.11	41.18

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从债务指标来看，2017 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 65.42%、48.70%和 39.11%，均较上年底有所上升。

从 2017 年底的存量债务来看，2018 年公司需偿付的债务规模较大，为 38.07 亿元。

2018 年 3 月底，公司负债总额 230.39 亿元，流动负债占比有所下降；全部债务 113.29 亿元，较上年底小幅下降，债务指标变动不大。

总体看，公司债务结构仍以长期债务为主，负债总额及有息债务规模均有所增加，债务负担进一步加重。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 16.34 亿元，同比增长 3.24%，同期营业成本增长 4.26%，营业利润率略有下降，为 18.70%。

表 12　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	15.82	16.34
营业外收入（政府补助）	3.40	1.89
其他收益	--	0.20
利润总额	1.82	1.77
营业利润率	19.42	18.70
总资本收益率	3.04	3.40
净资产收益率	1.02	1.12

资料来源：公司审计报告，联合资信整理
注：2017 年的其他收益除公司当期收到的政府补贴外，还包含从递延收益转入的部分。

2017 年，公司期间费用为 4.64 亿元，期间费用率为 28.41%，均较上年有所下降，但仍处于较高水平。

2017 年，公司收到交通建设养护和管理资金补助、沃土工程财政补贴等政府补助款 1.96 亿元，其中 1.89 亿元计入“营业外收入”科目，0.07 亿元计入“其他收益”科目。2017 年公司利润总额 1.77 亿元，利润总额对政府补助依赖程度高。

从主要盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.40%和 1.12%，均较上年略有提升。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.64 亿元，占 2017 年公司营业收入的 22.26%；实现利润总额 0.15 亿元。

总体看，公司营业收入保持增长，期间费用持续高企，盈利指标略有改善但整体盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖程度高。

5. 现金流分析

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入 57.19 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 38.75 亿元，主要为往来款及存款利息收入和政府补助；经营活动流出的现金 51.70 亿元，主要是安置房项目投入、商贸流通业务及往来款支出；现金收入比为 111.93%，收入实现质量良好。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营活动现金流入量	58.38	57.19	8.47
经营活动现金流出量	52.24	51.70	6.96
经营活动现金流量净额	6.14	5.50	1.52
现金收入比	145.55	111.93	146.93
投资活动现金流量净额	-14.82	-11.77	-5.14
筹资活动现金流量净额	11.41	16.66	-8.37

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，由于公司城市基础设施建设业务与公司自建项目投资规模较大，公司投资性净现金流持续表现为净流出。其中，收回投资和投资支付的现金主要为赎回和购买理财产品，收到其他与投资活动有关的现金 0.92 亿元，全部为嘉兴农产品交易中心开发建设有限公司收到的土地返还款，对应科目为“专项应付款”。

从筹资活动看，由于公司经营性净现金流无法满足规模较大的投资活动需要，公司筹资活动持续表现为净流入。2017 年，公司通过银行借款和发行债券取得现金 36.94 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 3.38 亿元，包括单位借款 2.33 亿元等。

2018年1~3月，由于公司偿付债务本息较多，公司筹资性净现金流为负；同期，公司安置房销售收款较多，经营性净现金流为1.52亿元，现金收入比上升至146.93%；城市基础设施建设业务保持较高的投资规模，投资性净现金流为-5.14亿元。

总体看，公司投资规模较大，经营性净现金流无法覆盖当期投资支出，公司筹资活动持续表现为净流入。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底公司流动比率和速动比率分别为145.78%和88.69%，均较上年底有所下降。同期，公司经营现金流动负债比略有下降，为4.03%，对短期债务保障能力下降。2017年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产37.19亿元，相当于短期债务的0.98倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017年公司

EBITDA为5.35亿元，同比下降6.80%，全部债务/EBITDA为22.02倍，较2016年有所上升，公司长期偿债能力有所弱化。但考虑到嘉兴市及各区政府对公司的综合支持，公司长期偿债能力尚可。

截至2017年底，公司共获得银行授信82.80亿元，其中已使用额度32.49亿元，未使用额度50.31亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对外担保余额80.72亿元（担保客户明细见附件2），较上年底下降10.00%，担保比率为65.09%，较上年底下降2.74个百分点，但仍处较高水平。其中，公司对民营企业担保余额合计5.37亿元，被担保企业多为南湖区各园区内政府扶持企业，相对分散，单笔金额较低；公司对国有企业担保余额合计75.34亿元。目前大多数被担保企业经营情况正常，部分企业存在收入规模小等情况，公司或有负债风险高。

十、存续债券保障能力分析

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券余额合计 50.00 亿元，2018 年“11 嘉发债”到期需兑付本金 18.00 亿元，为公司未来单年将面临的最大偿付本金金额。

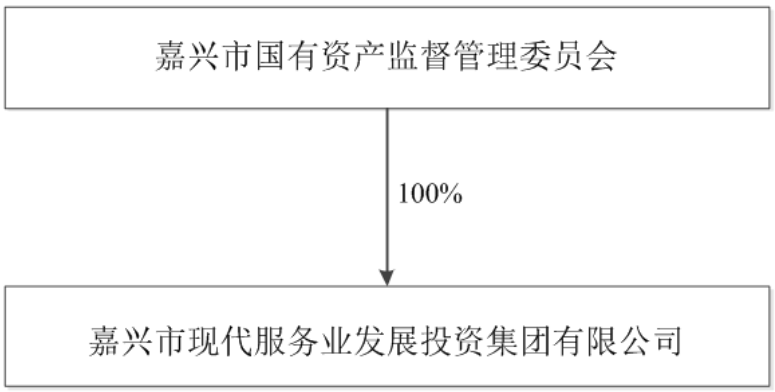
以 2017 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续债券余额合计（50.00 亿元）的保护倍数分别为 0.06 倍、1.14 倍和 0.11 倍；为未来最大偿付本金（18.00 亿元）的 0.16 倍、3.18 倍和 0.31 倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续债券余额合计的保障能力一般，对未来最大偿付本金的保障能力较好；经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续债券余额合计以及对未来最大偿付本金的覆盖程度偏低。

考虑到公司作为嘉兴市本级重要的投资、建设及国有资产经营主体，外部支持力度较大，持续性好；随着公司各项业务的逐步推进，收入规模有望逐年增加。同时“11 嘉发债”由嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“嘉兴高投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，嘉兴高投主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，其对“11 嘉发债”的担保有效提升了“11 嘉发债”的安全性，其到期不能偿付的风险低。

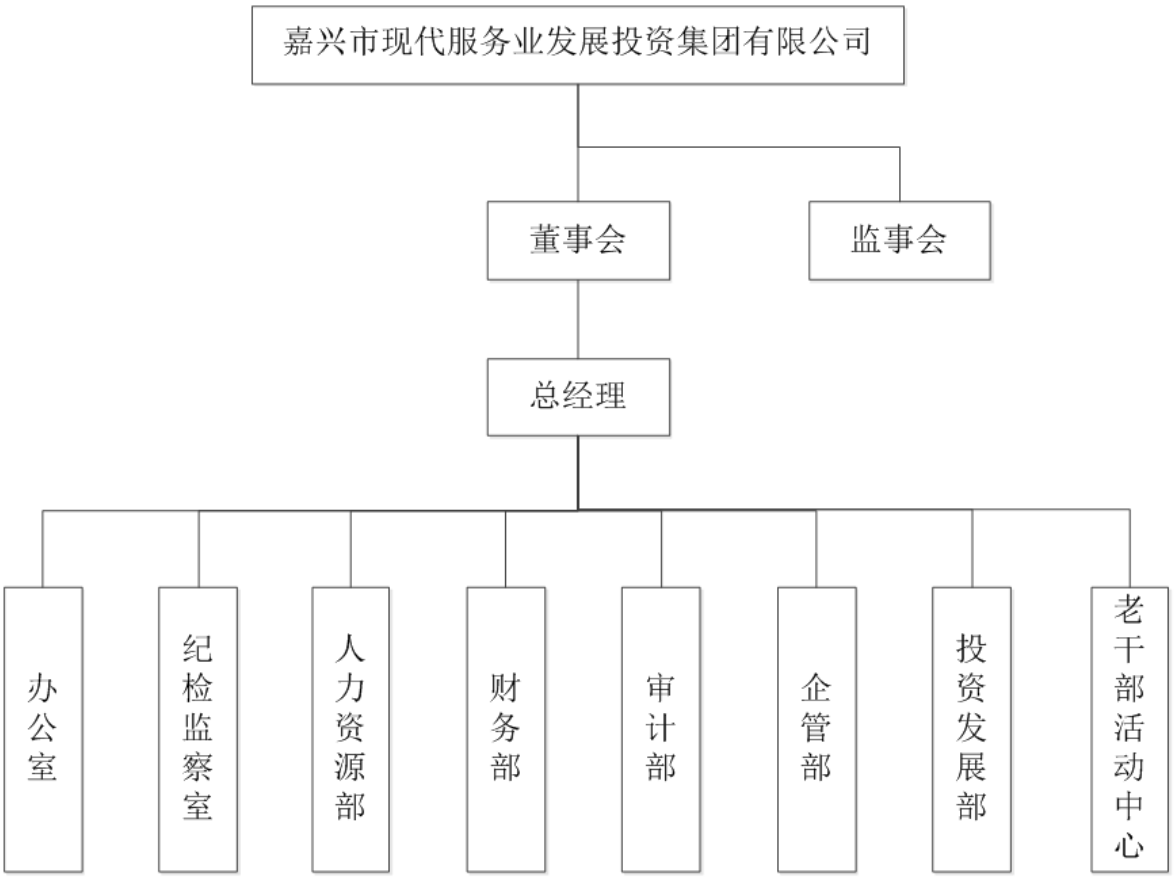
十一、结论

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“11嘉发债”、“14嘉兴现代MTN001”、“15嘉兴现代MTN001”、“16嘉兴现代MTN001”和“17嘉兴现代MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	主营业务
1	嘉兴市戴梦得购物中心有限公司	5000.00	100.00	零售业
2	上海秀水实业有限公司	1000.00	100.00	房屋出租
3	嘉兴市嘉物典当有限责任公司	10000.00	98.60	典当业
4	嘉兴国际会展中心有限公司	11736.30	63.90	展销业务
5	嘉兴市经济建设投资有限公司	10000.00	100.00	投资
6	嘉兴机场有限公司	10000.00	100.00	机场建设及服务
7	嘉兴市南湖国有资产投资集团有限公司	85000.00	100.00	投资
8	嘉兴市汽车商贸园投资有限公司	3000.00	100.00	资产经营及管理
9	嘉兴市体育产业发展投资有限公司	7500.00	17.33	体育设施开发
10	嘉兴农产品交易中心开发建设有限公司	16000.00	100.00	农产品市场开发等
11	恒华融资租赁有限公司	20000.00	51.00	融资租赁
12	嘉兴市秀洲新区开发建设有限公司	60000.00	77.00	基础设施建设及房地产开发
13	浙江兰宝毛纺集团有限公司	19000.00	100.00	投资、生产经营
14	嘉兴商业房地产开发有限责任公司	5000.00	100.00	房地产开发
15	嘉兴市民卡服务中心有限公司	3000.00	100.00	服务业
16	嘉兴市食品肉类有限公司	790.34	22.50	加工制造
17	嘉兴市农业发展投资有限公司	10000.00	100.00	投资

注：1、公司对嘉兴市体育产业发展投资有限公司的表决权比例为 100%。2、公司对嘉兴市食品肉类有限公司的表决权比例为 85.12%。

附件 2　截至 2017 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	担保期限	是否有反担保措施
嘉兴世合新农村开发有限公司	民企	8000	2018.12.20	否
	民企	6497.13	2021.6.13	否
	民企	4550	2018.9.23	否
浙江优太新能源有限公司	民企	6200	2018.8.31	是
嘉兴市联众实业投资有限公司	民企	9500	2018.8.20	否
嘉兴中科亚美合金技术有限责任公司	民企	1380	2018.11.30	是
		2900	2019.9.17	是
浙江新力光电科技有限公司	民企	1550	2018.8.14	是
万科思自控信息（中国）有限公司	民企	2000	2018.10.26	是
嘉兴市嘉科节能科技有限公司	民企	1800	2018.8.31	是
浙江吉天建设有限公司	民企	1000	2018.3.1	是
浙江赢视科技有限公司	民企	1000	2018.9.21	是
恒祥市政园林有限公司	民企	1000	2018.11.13	否
浙江强奕建设有限公司	民企	700	2018.9.13	否
浙江亿达建设有限公司	民企	700	2018.1.6	否
浙江德汇电子陶瓷有限公司	民企	400	2018.9.25	是
浙江浚泽光电科技有限公司	民企	400	2018.5.23	是
浙江祥达建设有限公司	民企	700	2018.6.11	否
天宏建设有限公司	民企	600	2018.4.16	否
嘉兴禾润电子科技有限公司	民企	300	2018.11.8	是
浙江嘉越建设有限公司	民企	529.42	2018.11.10	否
浙江协和建设有限公司	民企	450	2018.6.11	否
嘉兴市恒泰化工科技有限公司	民企	300	2018.9.15	是
嘉兴万众物联科技有限公司	民企	300	2018.5.30	是
浙江浙健健康管理服务有限公司	民企	300	2018.9.4	是
浙江年代建设工程有限公司（即原浙江年代装饰工程有限公司）	民企	500	2018.5.22	否
行家光电（中国）有限公司	民企	100	2018.3.30	是
嘉兴市辰翔信息科技有限公司	民企	80	2018.1.4	是
小计	**民企**	**53736.55**	--	--
嘉兴市高等级公路投资有限公司	国企	71790	2020.12	否
嘉兴麟溪建设投资有限公司	国企	48000	2016.3-29-2023.2.14	否
嘉兴市星源城镇建设开发有限公司	国企	45000	2021.1.20	是
嘉兴市文化名城投资集团有限公司	国企	28000	2019.3	否
嘉兴市南湖城市建设投资集团有限公司	国企	22000	2019.11.10	否
	国企	15000	2018.4.17	否
	国企	1600	2026.9.30	否
嘉兴科技城建设投资有限公司	国企	30000	2036.10.7	否
嘉兴市三益农业开发有限公司	国企	30000	2016.11.18-2021.11.17	是
嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司	国企	28500	2019.5	否

被担保方	企业性质	担保余额	担保期限	是否有反担保措施
嘉兴七新投资发展有限公司	国企	28000	2021.8.12	否
嘉兴市秀源水务投资集团有限公司	国企	24000	2016.3.29-2023.2.14	否
	国企	20000	2015.12.14-2018.12.14	否
	国企	21000	2014.12.19-2019.12.19	否
嘉兴市南湖新市镇开发建设集团有限公司	国企	22000	2026.11.30	否
		20000	2020.6.12	否
		30000	2018.12.31	否
		5000	2018.12	否
嘉兴市南禹水利投资有限公司	国企	30000	2034.3.10	否
嘉兴市渔谣水利生态建设有限公司	国企	20000	2016.11.18-2021.11.16	否
	国企	14000	2023.12.31	否
嘉兴市秀洲区交通建设投资有限责任公司	国企	20000	2016.3.25-2023.12.31	否
嘉兴科技城投资发展集团有限公司	国企	50000	2016.9.23-2023.12.20	否
嘉兴市洪源水利建设投资开发有限公司	国企	15000	2015.9.23-2018.9.23	否
嘉兴市梅里小城市建设开发有限公司	国企	15000	2016.2.3-2018.5.26	否
		5000	2015.5.26-2018.5.26	否
嘉兴市银地新农村开发投资有限公司	国企	6450	2018.7.20	否
嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司	国企	10000	2019.11	否
嘉兴市南湖区万通新农村建设开发有限公司	国企	5000	2019.4.6	否
嘉兴市闻源水务投资有限公司	国企	8000	2015.5.28-2018.5.28	否
嘉兴市王江泾自来水有限责任公司	国企	6500	2013.2.4-2018.2.10	否
嘉兴特钢新城开发有限公司	国企	5000	2018.12.31	否
嘉兴市平林新农村投资发展有限公司	国企	2995	2020.6.13	否
	国企	4800	2019.3.13	否
嘉兴市汉塘环境技术服务有限公司	国企	3140	2018.4.17	否
嘉兴市路通建设投资有限公司	国企	2950	2027.11	否
嘉兴创意投资开发有限公司	国企	8000	2024.7.19	是
浙江嘉兴港物流有限公司	国企	1700	2017.12	否
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	国企	30000	2018.1	否
小计	**国企**	**753425**	--	--
合计	--	**807161.55**	--	--

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.70	30.02	40.64	28.81
资产总额(亿元)	341.41	358.90	358.66	354.39
所有者权益(亿元)	108.27	132.23	124.01	124.00
短期债务(亿元)	16.34	11.37	38.07	26.46
长期债务(亿元)	82.79	82.36	79.66	86.83
全部债务(亿元)	99.13	93.73	117.73	113.29
营业收入(亿元)	17.59	15.82	16.34	3.64
利润总额(亿元)	1.42	1.82	1.77	0.15
EBITDA(亿元)	5.89	5.74	5.35	--
经营性净现金流(亿元)	6.77	6.14	5.50	1.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	49.50	24.98	22.09	--
存货周转次数(次)	0.15	0.14	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	120.78	145.55	111.93	146.93
营业利润率(%)	19.83	19.42	18.70	19.63
总资本收益率(%)	4.19	3.04	3.40	--
净资产收益率(%)	1.02	1.02	1.12	--
长期债务资本化比率(%)	43.33	38.38	39.11	41.18
全部债务资本化比率(%)	47.80	41.48	48.70	47.74
资产负债率(%)	68.29	63.16	65.42	65.01
流动比率(%)	143.19	154.46	145.78	155.00
速动比率(%)	75.36	89.56	88.69	90.71
经营现金流动负债比(%)	5.07	4.66	4.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.84	16.34	22.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	1.04	0.78	--

注：1. 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算；2. 将长期应付款、其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务核算；3. 2018 年一季度财务数据未经审计。

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%
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-营业税金及附加）/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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　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　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

附件 5-3　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。