信用等级公告

联合〔2020〕 609号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴市城市投资发展集团有限公司及其拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定嘉兴市城市投资发展集团有限公司主体长期信用等级为AA+，嘉兴市城市投资发展集团有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年三月十九日

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
http://www.lhratings.com

嘉兴市城市投资发展集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA^+

本期中期票据信用等级：AA^+

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行规模 3 亿元，发行规模上限 10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于项目建设、偿还债务本息以及补充流动资金

评级时间：2020 年 3 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa^+	评级结果		AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为嘉兴市重要的燃气供应、旅游开发以及嘉兴市中心城区基础设施建设主体，具有一定区域专营优势，近年持续获得在债务置换、财政拨款等方面的外部支持。“煤改气”政策推进后公司燃气销量大幅增加，营业收入快速增长。同时，联合资信也关注到，公司存货占比较大、资产流动性较弱以及公司面临一定投资压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

近年来，嘉兴市地方经济持续增长，财政实力有所增强。随着公司多元化经营板块的不断发展，公司经营前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. **外部环境良好。**近年来，嘉兴市经济持续稳定增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. **持续获得多方面外部支持。**近年，公司持续获得在债务置换以及财政补贴等方面的外部支持。2016 年以来，公司主要获得政府债务置换 49.36 亿元。2016—2018 年以及 2019 年 1—9 月，公司分别收到嘉兴市财政局拨付的财政补贴 2.55 亿元、2.65 亿元、1.32 亿元和 0.57 亿元。
3. **区域业务专营优势。**公司在嘉兴市燃气供应、旅游开发以及中心城区基础设施建设方面持续具有区域专营优势。

分析师：张 宁 李思卓
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. **项目投入占比大，公司资产流动性较弱。**公司市政代建工程项目规模大，截至2019年9月底，公司“存货-受托代建”共有177.70亿元市政代建工程、棚户区改造以及其他项目，变现能力受政府以及嘉兴市嘉城资产实业有限公司拨款效率影响较大，公司资产流动性较弱。
2. **面临一定资金支出压力。**截至2019年9月底，公司主要拟建项目尚需投资规模较大，将面临一定的资金支出压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
现金类资产(亿元)	17.43	22.79	13.72	14.65
资产总额(亿元)	230.22	253.86	274.71	281.98
所有者权益(亿元)	122.83	132.79	132.19	136.74
短期债务(亿元)	19.41	5.76	7.64	4.93
长期债务(亿元)	38.42	17.92	32.02	36.54
全部债务(亿元)	57.83	23.68	39.66	41.47
营业收入(亿元)	18.40	24.10	29.41	20.95
利润总额(亿元)	1.93	2.27	0.70	0.29
EBITDA(亿元)	5.05	5.39	3.11	-
经营性净现金流(亿元)	14.31	42.50	-20.32	-17.69
营业利润率(%)	18.13	14.13	8.34	4.30
净资产收益率(%)	1.55	1.62	0.32	--
资产负债率(%)	46.65	47.69	51.88	51.51
全部债务资本化比率(%)	32.01	15.13	23.08	23.27
流动比率(%)	370.42	250.46	253.81	267.19
现金短期债务比(倍)	0.90	3.96	1.80	2.97
经营现金流动负债比(%)	25.68	48.00	-21.24	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.22	2.41	1.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.44	4.40	12.73	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额(亿元)	95.23	84.40	107.55	114.68
所有者权益(亿元)	75.99	76.13	76.93	81.16
全部债务(亿元)	15.16	7.41	29.71	32.32
营业收入(亿元)	--	--	--	--
利润总额(亿元)	0.16	0.15	0.27	0.26
资产负债率(%)	20.20	9.80	28.47	29.23
全部债务资本化比率(%)	16.63	8.87	27.86	28.48
流动比率(%)	169.64	1046.62	760.90	3059.05
经营现金流动负债比(%)	128.57	598.75	-265.38	-

注：公司2019年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019/7/24	张宁、李思卓	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA+	稳定	2015/6/26	陈茜、叶青	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
AA	稳定	2012/5/30	王紫临、刘俊宏	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

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

声　明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

嘉兴市城市投资发展集团有限公司
2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）前身系1994年成立的嘉兴市市区旧城改造指挥部，负责嘉兴市老城区内的旧城改造工作。2000年上半年，嘉兴市市区旧城改造指挥部与相关机构合并，组建成立了嘉兴城市建设投资有限公司（以下简称“嘉兴城建”）。2003年4月，在嘉兴城建基础上整合组建了嘉兴市城市发展投资集团有限公司（以下简称“嘉兴城发”）。2007年3月，经嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）批复，嘉兴城发、嘉兴市南湖名胜发展有限公司、嘉兴湘家荡开发建设有限公司优化重组为嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“文化名城”）。2009年12月，公司承接文化名城除湘家荡区域外所有资产，并由文化名城全资控股。2018年12月，根据嘉国资〔2018〕123号文件，嘉兴市国资委将其持有的嘉兴市交通投资集团有限责任公司100%股权、嘉兴市实业资产投资集团有限公司100%股权、嘉兴市水务投资集团有限公司87.67%股权、嘉兴市原水投资有限公司26.77%股权划转至公司股东文化名城，同时将文化名城更名为浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“嘉兴国投”）。截至2019年9月底，公司注册资本和实收资本均为22.50亿元。公司股东为嘉兴国投，公司实际控制人为嘉兴市国资委。

公司经营范围：实业投资；基础设施建设；旅游资源开发；资产经营管理；物业服务。

截至 2019 年 9 月底，公司内设办公室、纪检监事室、党群人事部、总师室、财务部、投资发展部和质量安全部共计 7 个职能部门，拥有 16 家一级子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 274.71 亿元，所有者权益 132.19 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 29.41 亿元，利润总额 0.70 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 281.98 亿元，所有者权益 136.74 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 20.95 亿元，利润总额 0.29 亿元。

公司注册地址：嘉兴市环城西路 333 号四层；法定代表人：鉏新良。

二、本期中期票据概况

公司已于2019年注册总额度为20.00亿元的中期票据，本次计划发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额基础发行规模 3 亿元，发行规模上限 10 亿元，期限3年；本期中期票据按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金用于项目建设、偿还债务本息以及用于补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

1. 经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长 6.1%，为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长

6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三第四季度同比增长 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1　2016－2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模。

（1）消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

（2）工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点,运行于近 10 年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长 3.5%。12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

（3）居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

（4）财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增

长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较上年同期大增 2.91 万元。

（5）就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年 31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

（1）新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长

在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

（2）受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加。

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于,下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复业，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

（3）积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。

财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债限额 8480 亿元（其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50%给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人保部、国家医保局和城乡建设部，陆

续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工副业，稳定社会就业。

（4）稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。

央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 利率， 2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10BP，5 年期报价 4.75，下调 5BP，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3－4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，作为地方政府基础设施建设运营主体，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）行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多

项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
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》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用

关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

2. 区域经济环境

近年来，嘉兴市经济总量较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司在嘉兴市燃气供应、旅游开发以及中心城区基础设施建设方面具有区域专营性优势。嘉兴市的经济水平对公司发展有较大影响。

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，地处上海、环太湖、杭州湾三大经济圈的交汇点，东邻上海、西南连杭州、北接苏州，与三大城市形成了一小时经济圈，区位优势明显。全市陆地面积3915平方公里，海域面积4650平方公里；下辖南湖、秀洲两个区，平湖、海宁、桐乡三个市（县级市）和嘉善、海盐两个县；2018年底全市常住人口472.60万人，比上年底增加7.0万人。

2016－2018 年，嘉兴市生产总值不断增长，根据《嘉兴市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年嘉兴市实现生产总值 4871.98 亿元，同比增长 7.60%。其中第一产业增加值 115.03 亿元，同比增长 0.10%；第二产业增加值 2624.49 亿元，同比增长 8.40%；第三产业增加值 2132.46 亿元，同比增长 7.10%。三次产业结构调整为 2.3:53.9:43.8。按常住人口计算，全年人均生产总值 10385 元，同比增长 6.30%。2016－2018 年，嘉兴市实现固定资产投资 2790.16 亿元、3009.64 亿元和 3241.38 亿元。2018 年，嘉兴市全年房地产开发投资为 952.52 亿元，同比增长 31.60%，房屋施工面积 4705.99 万平方米，同比增长 8.50%；房屋竣工面积 413.97 万平方米，同比下降 41.90%，商品房销售面积 1158.54 万平方米，同比增长 9.40%。

根据嘉兴市统计局数据，2019 年，嘉兴市经济运行总体平稳。全市规模以上工业增加值 2080.92 亿元，增长 6.8%，高于全省(6.6%)0.2 个百分点。全市固定资产投资增长 11.3%，增幅高于全省平均 1.2 个百分点。其中工业投资增长 13.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 22.50 亿元。公司股东为嘉兴国投，实际控制人为嘉兴市国资委。

2. 企业规模及竞争力

嘉兴市下辖主要有六大平台，各经营平台拥有的经营资源较为优质，相关产业区域垄断优势明显，业务经营竞争力很强且业务均无明显交叉，其控股股东均为嘉兴国投。其中，嘉兴市交通投资集团有限责任公司主要承担嘉兴市市委、市政府下达的各项交通基础设施的投资、建设与营运管理任务。嘉兴市原水投资有限公司主要负责嘉兴市域外引水工程的投资、建设和运行管理。嘉兴市水务投资集团有限公司从事嘉兴市范围内的供水、排水、污水处理及城市防洪、河道整治等业务。嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司主要承担湘家荡区域内的征迁安置、土地开发、基础设施建设、旅游

及现代农业等相关产业的投融资和国有资产运营职能。嘉兴市实业资产投资集团有限公司以授权的国有资产为依托，发展金融业和轻工业等业务，产业范围较广，主要业务板块为造纸业、贸易收入和房地产开发等。公司作为嘉兴市重要的燃气供应和旅游经营实体以及嘉兴市中心城区基础设施建设主体，主营业务包括燃气、房地产、旅游等市场化运作的经营性业务，无论从资产的规模和质量，还是从承担基础设施建设项目的数量和重要性等方面，都在嘉兴市具有较为突出的地位。

表 3　截至 2018 年底嘉兴市平台情况（单位：亿元）

企业名称	资产总额	所有者权益	收入规模
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	445.73	146.54	32.39
嘉兴市水务投资集团有限公司	52.64	16.75	7.52
嘉兴市原水投资有限公司	32.18	32.05	--
嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司	190.30	88.66	6.20
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	137.69	53.08	49.23
公司	274.71	132.19	29.41

注：嘉兴市原水投资有限公司成立于 2017 年，2018 年尚未实现收入

资料来源：公司提供

3．人员素质

公司高管人员大多具有国企及事业单位工作经历，管理经验丰富；公司员工素质较高，能满足公司目前经营需要。

截至 2019 年 9 月底，公司本部高层管理人员 8 人。其中，董事长兼总经理 1 名，党委副书记 1 名，副总经理 5 名。

鉏新良，中共党员，历任嘉兴市郊区（秀洲区）水利局水利勘察设计所副主任、嘉兴市秀洲区水利局水利科副科长、质监站副站长，秀洲工业园区油车港分区管委会主任，区北部生态湿地公园开发建设管委会副主任，嘉兴市秀洲区王江泾镇党委书记，嘉兴•中国纺织城管委会主任，嘉兴市秀洲区委常委、王江泾镇党委书记、嘉兴•中国纺织城管委会主任等职务，现任公司党委书记、董事长、总经理及南湖风景名胜区管委会主任（兼）。

何宇健，中共党员，历任嘉兴市港航管理局党办干事、办公室秘书，嘉兴市交通投资集团有限责任公司办公室主任、总经理助理、副总经理、党委委员等职务，现任公司党委委员、副总经理、南湖风景名胜区管委会副主任（兼）。

朱建华，中国共产党，曾任嘉兴市城市发展投资集团有限公司办公室副主任、办公室主任，嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司办公室主任、党委委员、工会主席，嘉兴市湘家荡区域开发建设管委会副主任等职，现任公司党委委员、副总经理、南湖风景名胜区管委会副主任（兼）。

吴虹兴，中共党员，历任嘉兴市水利局工程管理处副处长，城郊河道管理站站长，嘉兴市水利局河道管理处副处长，嘉兴市兴禹水利工程建设有限公司总经理，公司党委委员、总工程师。现任公司副总经理、党委委员，南湖风景名胜区管委会副主任（兼）。

徐炯，中共党员，历任商贸旅游科副科长、平湖市政府办公室商贸旅游科科长、平湖市政府办公室农业经济科科长、平湖市政府办公室副主任、平湖市新埭镇党委副书记、镇长、平湖市行政服务中心管委会主任、党委书记、市公共资源交易管委会办公室主任、平湖市城市发展投资（集团）有限公司董事长、党委书记，市新农村建设投资有限公司董事长，现任公司副总经理、党委委员，南湖风景名胜区管委会副主任（兼）。

朱鸿涛，中共党员，历任嘉兴市医药集团有限公司财务资产管理处副处长，嘉兴市药品监督管理局办公室副主任，嘉兴市药品监督管理局（嘉兴市食品药品监督管理局）办公室副主任、主任科员，嘉兴市城乡规划建设管理委员会计划财务处（预算会计核算中心）处长（主任）等职务，现任公司副总经理、党委委员，南湖风景名胜区管委会副主任（兼）。

谢晓民，中共党员，历任嘉兴市嘉城房屋拆迁公司副总经理（嘉兴市城市投资发展集团

有限公司前期部副经理）、总经理、支部书记、嘉兴市房屋征收服务中心主任（兼）、公司党委委员，现任公司党委委员、副总经理、南湖风景名胜区管委会副主任（兼）。

截至2019年9月底，公司职工人数342人，其中集团领导8人，中层干部39人，其余为各级子公司管理人员和业务人员；所有职工中，研究生及以上学历的约占0.88%、本科学历的约占66.08%、大专学历的约占24.27%；35岁以下人员占35.38%，35-50岁人员占53.51%，51岁及以上人员占11.11%。

4. 外部支持

近年，嘉兴市财政收入稳定增长，财政自给能力较强。公司持续获得在债务置换、财政拨款、财政补贴等方面的大力支持。

2016－2018年嘉兴市一般公共预算收入不断增长，分别为387.93亿元、443.79亿元和518.55亿元，其中税收收入分别为347.98亿元、411.97亿元和473.45亿元，在一般预算收入中占比分别为89.70%、92.83%和91.30%。2018年，嘉兴市一般公共预算支出588.87亿元，自给率88.06%，自给能力一般。

2016—2018年，嘉兴市政府性基金收入分别为306.54亿元、693.76亿元和835.81亿元；其中市本级基金收入分别为97.31亿元、206.93亿元和237.18亿元。随着土地成交量及价格上升，基金收入快速增长。

根据《2019年嘉兴市经济运行简况》，2019年，嘉兴市实现一般公共预算收入565.49亿元，一般公共预算支出766.89亿元，财政自给率73.74%。

政府债务方面，2018年，浙江省财政厅核定嘉兴市地方政府债务限额909.35亿元，其中市级105.61亿元。预计2018年末嘉兴全市地方政府债务余额894.70亿元，其中市级105.13亿元。

资金支持

2016－2018年，公司分别收到财政拨款资金0.46亿元、1.79亿元、0.81亿元，计入“专项应付款”，用于专项项目建设。2018年，公司收到财政拨款资金0.21亿元，计入“资本公积”。2019年1－9月，公司收到股东注资4.09亿元增加“资本公积”。2016－2018年以及2019年1－9月，公司分别收到嘉兴市财政局拨付的财政补贴2.55亿元、2.65亿元、1.32亿元和0.57亿元。

股权划拨

根据嘉国资资产〔2010〕63号文件及文化名城2016年出具的文件，同意将股东持有的嘉兴银行6%的股权划转至公司，增加“资本公积”1.50亿元。

债务置换

根据嘉国资〔2016〕89号文件，嘉兴市国资委同意子公司嘉兴城市建设投资有限公司（以下简称“嘉兴城建”）将地方政府债券从负债方调整到所有者权益方，增加资本公积38.73亿元。根据嘉南财〔2016〕350号文件，同意子公司嘉兴市银地新农村开发投资有限公司（以下简称“嘉兴银地新农村”）将地方政府债券置换金额调整至权益科目，增加资本公积1.93亿元。2017年，子公司嘉兴城建收到地方政府债券8.70亿元转增资本公积。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版专业版）》，（机构信用代码：G1033040200303500P），截至2020年3月10日，公司无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2020年3月10日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，运

行情况良好。

按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层；董事会是公司的决策机构，公司董事会成员 5 人，其中职工董事 1 人，除职工董事外，董事会成员由嘉兴国投委派，公司董事长 1 名，由嘉兴国投从董事会成员中指定。公司设总经理 1 人，行使董事会授予的职权，并对董事会负责。公司监事会成员 3 人，其中 1 人由嘉兴国投委派，2 人为职工代表，监事会主席由嘉兴国投从监事会成员中指定。监事会每年定期召开一次，监事可提议召开临时监事会议。截至目前，上述人员已全部到位。

2. 管理水平

公司内部管控制度健全，并形成了有效的风险监督管理体系，综合管理水平较高。

公司根据自身特点，在财务管理、投融资管理、对外担保管理等方面公司制定了管理办法。对公司重大事项进行决策和管理。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度，对公司内部财务机构的设置及各级岗位的职责进行了明确，并制订了内部牵制制度，从岗位分工、业务办理流程、稽核方法等方面来保证会计信息质量和财产物资的安全，查错防弊；此外，该制度中设立的内部稽核制度中对内部稽核工作主要任务和要求、人员职权、工作主要程序等做了明确规定，以加强内部控制和监督，改善经营管理。

投融资管理方面，公司制定了对外投资管理制度和融资管理制度，从对外投资决策、执行、处置、监督检查等环节做了明确规定。公司及下属子公司的投融资行为，均由公司统一由财务管理中心资金资产管理科负责运作。公司及所属各企业应将投资风险防控纳入企业全面风险管理体系，从公司治理、组织结构、内控系统、信息管理、企业文化等各方面，建立有利于风险识别、风险控制、风险化解的风险管理体系，完善各种制度预案。

对外担保方面，公司制定了对外担保管理办法，经决策机构按公司章程或“三重一大”审批制度规定，公司讨论通过并作出形成同意担保决议会议纪要后方可实施。为规定之外的国有企业其他特殊情况提供担保的，由公司（管委会）提出明确意见，报市国资委审核后经市长办公会议或常务会议审批后方可实施。

此外，公司还制定了全面预算管理制度、招标投标管理制度、内部审计工作制度、安全生产管理制度、子公司管理制度、突发公共事件应急管理制度等一系列管理制度，公司内部管控制度健全。

七、经营分析

1. 经营概况

近三年，公司营业收入规模快速增长，收入构成以燃气、房地产、旅游等市场化运作的经营性业务为主，业务结构较为多元，综合毛利率主要受毛利率较低天然气、燃气及配套销售占比不断增长影响，不断下降。

2016－2018 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 26.42%。2018 年，公司营业收入为 29.41 亿元，同比增长 22.02%，主要来自天然气、燃气及配套销售收入的增长。从收入构成来看，公司收入以天然气、燃气及配套销售收入为主，近三年收入占比持续上升，2018 年收入占比上升至 74.75%。此外，商品房销售以及旅游、客房、餐饮、租金也对公司收入形成一定补充，2018 年上述业务收入占比分别为 12.40%和 10.12%。近三年，公司其他业务板块收入有所波动，主要由管道疏通以及检测等业务构成，2018 年为 7220.98 万元，同比增长 28.99%，主要系管道疏通费以及检测费收入增加所致。整体看，公司收入构成较为多元。2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 20.95 亿元，系 2018 年全年的 71.23%，收入构成仍以天然气、燃气及配套销售为主，收入占比上升至 85.75%。

毛利率方面，2016－2018 年，公司综合毛

利率不断下降，分别为 20.02%、15.74%和 9.33%，主要系毛利率较低的天然气、燃气及配套销售收入占比不断提高所致。受此影响，2019 年 1—9 月，公司营业毛利率持续下降至 4.84%，较上年下降 4.49 个百分点。

表 4　2016－2018 年及 2019 年 1－9 月公司营业收入变动情况　（单位：万元、%）

业务类型	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	3183.84	1.73	9.09	2280.86	0.95	3.64	810.48	0.28	-1.18	860.20	0.41	-50.55
商品房销售	52264.86	28.40	32.01	69142.76	28.69	23.70	36458.66	12.40	32.14	1664.38	0.79	62.01
天然气、燃气及配套销售	99841.16	54.26	2.37	140934.74	58.48	4.01	219827.97	74.75	2.66	179653.00	85.75	1.37
旅游、客房、餐饮、租金	21309.30	11.58	64.50	23031.67	9.56	52.58	29747.04	10.12	27.00	17072.22	8.15	37.51
其他	7412.49	4.03	49.97	5597.95	2.32	66.21	7220.98	2.46	25.38	10261.77	4.90	6.64
合计	**184011.65**	**100.00**	**20.02**	**240987.97**	**100.00**	**15.74**	**294065.13**	**100.00**	**9.33**	**209511.58**	**100.00**	**4.84**

注：其他业务主要系保安费、讲解员服务费等
资料来源：公司财务报告

2. 业务经营分析

近年来，受“煤改气”影响，公司天然气采购量和销售量均有所增加，天然气销售收入大幅增长。随着未来中、低压管网建设的不断推进，公司燃气业务收入有望持续增长。

公司是嘉兴市重要的燃气管道建设和燃气供应业务经营主体，覆盖区域涉及嘉兴市以及除海盐以及海宁以外的县级市，公司在燃气供应领域具有区域专营优势。燃气业务主要由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”）经营。管网公司主要负责燃气输送管网的投资建设、燃气的批量采购以及向嘉兴市燃气集团股份有限公司（以下简称“燃气集团”）燃气集团等大型集团销售。

燃气输送管网铺设方面，2019 年 9 月底，公司燃气管道长度增加至 1170.70 公里。其中，高压管线已全部建成，完成长度 164.70 公里。中、低压管线仍不断完善，已建长度 1006.00 公里，计划于 2021 年前建设完毕。截至 2019 年 9 月底，燃气管道项目总投资 1.10 亿元，已投资 0.31 亿元，未来尚需投资规模小。

燃气采购方面，浙江省天然气开发有限公司（以下简称“省天然气公司”）是管网公司燃气唯一的采购来源，采购合同按年签订。采购价格按照省物价部门核发的届时天然气价格确定，近三年天然气平均采购价格（含税）略有波动，但总体较为平稳，2018 年为 2.31 元/立方米，同比增长 6.94%；随着采购数量的不断增长相应合同总价不断增长，2018 年为 23.26 亿元，同比增长 57.27%。

表 5　近年公司天然气采购含税情况

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
采购数量（万立方米）	46684.80	68188.16	100609.62	71058.11
平均采购价格（元/立方米）	2.27	2.16	2.31	2.65
合同总价（万元）	105982.06	147835.50	232569.25	188061.42

注：以上价格均为含税价格
资料来源：公司提供

销售方面，管网公司从省天然气公司采购天然气后，以统一的价格销售给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。2018 年浙江省物价局对商业用户以及工业用户天然气单价价格经过两次上调后，上调至 2.904 元/立方米（含税）；受“煤改气”的影响，2018 年销售气量

上升至 100089.60 万立方米，同比增长 47.57%；随着销售气量的不断增长，2018 年，公司整体天然气销售收入（不含税）上升至 21.69 亿元，同比增长 56.72%；2019 年 4 月，根据《浙江省发展和改革委员会关于调整天然气价格等有关事项的通知》（浙发改价格〔2019〕74 号），公司天然气销售单价由非居民用户 2.55 元/立方米、商业用户及工业用户 2.904 元/立方米以统一调整为 2.64 元/立方米，公司天然气销售收入 17.97 亿元，相当于上年的 82.85%。

表 6 天然气按用户分类含税价格明细表

（单位：元/立方米）

用户分类	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
居民用户	2.55	2.55	2.64
商业用户	2.294	2.904	2.64
工业用户	2.294	2.904	2.64

注：上表价格均为结点数据，2018 年上调两次价格，2019 年上调一次价格

资料来源：公司提供

表7 近年公司天然气不含税销售情况

（单位：万元、万立方米、元/立方米）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
天然气销售收入	138406.05	216929.19	179653.00
天然气销售量	67826.34	100089.60	71887.98
天然气平均销售价格	2.04	2.16	2.50

资料来源：公司提供

此外，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。

2016—2018 年，公司天然气、燃气配套销售板块毛利率波动上升，2018 年为 2.66%，较上年下降 1.35 个百分点，主要系非居民管输差价（即采购价格和销售价格的差价）减少导致天然气销售利润空间减少所致。由于天然气价格的调整导致管输差价进一步降低，2019 年 1—9 月，该板块毛利率为 1.37%，较上年持续下降。

近年来，公司持续进行嘉兴市指定区域内的土地整理及市政代建工程业务，土地整理尚未完工并实现收入；市政项目未结算金额较大，联合资信将持续关注对市政代建工程项目回款情况。

公司土地整理业务主要由子公司嘉兴城建负责；委托代建项目主要由嘉兴市嘉城建设发展有限公司（以下简称“嘉城发展”）负责。

①自 2015 年开始，公司通过棚户区改造模式进行土地整理。根据浙江省住房和城乡建设厅《关于推荐桐庐县柴埠区块提升改造等项目为我省第三十批保障性安居工程意向性贷款项目的函》，明确嘉兴市棚户区改造项目已列入国家保障性工程 2013—2017 年 1000 万套棚户区改造计划。嘉兴市棚户区改造项目总投资约为 265.49 亿元，涉及 22 个子项目，由嘉兴市嘉城资产实业有限公司（以下简称“嘉城资产”）与嘉兴市城乡规划建设管理委员会签署《嘉兴市政府购买服务棚户区改造服务协议》进行 9 个子项目的运作，嘉城资产再与公司子公司嘉兴城建签订二级购买协议。嘉兴城建作为项目施工方，负责具体实施项目，嘉城资产则根据协议的总包费用，分期支付（具体支付进度及比例，协议未明确）。

土地整理项目投入计入“存货-受托代建”项目，嘉城资产支付的购买服务费计入“其他应付款”。待项目竣工验收结算后，嘉兴城建将“存货-受托代建项目”与“其他应付款”进行冲减，未冲减部分确认为管理费收入（截至目前未进行冲减），截至 2019 年 9 月底，公司“其他应付款”中，嘉城资产支付款项为 57.74 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司在建的土地整理项目总投资 132.21 亿元，已投资 87.25 亿元，尚需投资 44.96 亿元。截至目前，公司土地整理项目均尚未结算，未来尚未有明确结算规划。

表 8　截至 2019 年 9 月底公司在建的棚户区改造项目明细　（单位：万元）

项目	总投资	已投资
天主教堂区域棚户区改造项目	177270.00	107881.87

纺工路棚户区改造项目	168504.43	139592.21
乌桥港棚户区改造项目	116397.00	114762.97
太平桥港棚户区改造项目	235435.00	103628.80
苏州塘棚户区改造项目	244210.00	176410.55
东塔弄棚户区改造项目	227752.00	186588.62
原城隍庙区块棚户区改造项目	136063.00	28665.18
丰乐桥城中村改造项目	16440.18	14932.64
合计	**1322071.61**	**872462.84**

注：嘉兴城建负责施工的9个项目中，洪兴路棚户区改造项目未发生投资，因此未列入在建项目内；该统计口径为投资口径区别去财务口径数据

资料来源：公司提供

②公司受嘉兴市政府委托对嘉兴市二环以内及市区、国际商务区高中园区共27.5平方公里范围进行市政相关项目建设。具体模式为：公司子公司嘉城发展根据嘉兴市政府每年下达的项目计划安排开展代建业务，建设内容包括市政建设、道路建设改造等基础设施及公共配套设施建设。代建项目资金来源为自筹，项目竣工结算之后政府按照项目审计后的工程总结算造价加项目发生的融资费用进行支付，在未付清资金时，项目所有权归公司所有。

该类项目在“存货-受托代建项目”科目中体现，未来实现资金回笼后将对应项目冲减“存货-受托代建项目”，不产生额外收益。2016－2018年及2019年1－9月公司分别收到市政代建工程项目资金7.09亿元、6.32亿元、4.08亿元和1.75亿元。由于政府与公司暂未制定明确的支付计划，考虑到该科目规模较大（2018年底存货-受托代建项目162.13亿元，其中市政代建工程项目65.01亿元），实际变现情况将对公司经营能力产生一定影响，联合资信将持续关注市政代建工程项目资金的拨付情况。

截至2019年9月底，公司在建的市政代建工程项目仅有三元路（建国路-东方路）道路工程项目，总投资2.58亿元，已完成投资2.27亿元，未来尚需投资规模较小。

近三年，公司房地产开发业务收入规模呈波动下降态势，公司目前无在建房地产项目，存量房地产项目规模较小，联合资信将进一步关注该板块收入持续性。

公司房地产销售业务主要包括剩余安置房和自营性质的商品房销售。该板块业务主要由公司子公司嘉兴城建和嘉兴市城建房地产开发有限公司（以下简称“嘉城房产”）负责。

截至2019年9月底，公司的安置房和商品房项目均已建设完毕，安置房余房已全部转为商品房销售，无在建的安置房项目，“存货-开发产品”体现为已完工待销售的自建的商品房项目以及转为商品房销售的安置房项目，对应开发成本3.50亿元，存量规模较小。

2016－2018年，公司商品房销售业务收入波动下降，分别为5.23亿元、6.91亿元和3.65亿元，2018年较上年减少3.29亿元，主要由于规模较大的安置房转商品房项目已基本销售完毕。近三年，公司商品房销售毛利率波动幅度较大，2018年该板块毛利率为32.14%，较上年上升8.44个百分点，主要系利润空间较大的自建商品房销售占比较多所致。2019年1－9月，公司房地产销售实现收入0.17万元，规模较小；同期毛利率为62.01%，毛利率较上年大幅增加29.87个百分点，主要系公司销售的项目主要为早期成本较低的安置房所致。

表9 2016－2018年及2019年1－9月公司商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1－9月	
	销售面积	销售收入	销售面积	销售收入	销售面积	销售收入	销售面积	销售收入
安置房转商品房销售	7.88	4.51	7.92	5.01	1.09	0.99	0.17	0.14
自建商品房销售	1.23	0.72	3.10	1.90	3.65	2.65	0.015	0.0085
合计	**9.11**	**5.23**	**11.02**	**6.91**	**4.74**	**3.65**	**0.185**	**0.1485**

注：2019年1－9年，商品房销售收入和表4合计数不一致，主要是因为表4房地产销售收入中还计入部分管理费收入

资料来源：公司提供

近年来，随着景区参观人流量不断增加公司旅游业务板块收入稳定增长；景区在建项目正常进行，未来剩余投资规模较大，投资回收周期较长，公司存在一定的筹资压力。

公司旅游板块主要围绕南湖旅游区开展，公司旅游业务板块收入主要由旅游收入（门票收入为主）和景区配套出租收入构成，此外还包括餐饮、客房等收入。

近三年景区全年参观人流量不断增加，景区开发管理业务收入稳定增长。2016－2018 年，公司旅游、客房、餐饮以及租金收入不断增长，2018 年为 2.97 亿元，同比增长 29.13%。其中，旅游收入 0.61 亿元，租金收入 1.64 亿元。2019 年 1—9 月，公司旅游业务板块实现收入 1.71 亿元，相当于上年的 57.58%。

表 10　2016－2018 年及 2019 年 1－9 月公司景区旅游及租金收入明细　（单位：万元、%）

收入	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1－9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
旅游、客房、餐饮、租金	21309.30	11.58	23031.67	9.56	29747.04	10.12	17072.22	8.15
其中:旅游	4051.50	2.20	4402.98	1.83	6130.50	2.10	3707.01	1.77
餐饮、客房	6602.34	3.59	6828.19	2.83	7252.54	2.46	5082.31	2.43
出租物管	10655.46	5.79	11800.50	4.90	16364.00	5.56	8282.90	3.95

资料来源：公司提供

毛利率方面，近三年旅游业务板块毛利率分别为 64.50%、52.58%和 27.00%，2017 年较上年下降 11.91 个百分点，主要系凭票参观人数占参观总数比例有所下降，导致旅游业务板块收入增幅小于运营成本所致。2018 年旅游业务板块毛利率为较上年下降 25.58 个百分点，主要系公司子公司嘉兴银地新农村运营成本提高拉低了该板块整体的利润空间所致。2019 年 1—9 月，公司旅游板块收毛利率为 37.51%，较上年上升 10.51 个百分点。

截至 2019 年 9 月底，公司旅游板块在建项目 3 个，总投资 25.36 亿元，已投资 12.78 亿元，尚需投资 12.58 亿元，未来剩余投资规模较大，投资回收期较长，公司将面临一定资金压力。

表 11　截至 2019 年 9 月底公司在建的旅游项目明细

（单位：亿元、年）

项目	总投资	已投资	计划完工
南湖湖滨片区开发项目	13.93	5.05	2021
芦席汇开发项目	9.13	7.12	2019
嘉兴子城遗址公园改造工程	2.30	0.61	2021
合计	**25.36**	**12.78**	--

资料来源：公司提供

公司工程结算项目建设投资和收入规模均较小，对公司整体盈利能力影响较小。

公司的工程结算业务主要为子公司环艺物业开展的园林工程施工及养护业务，收入来自园林绿化费。

2018 年，环艺物业新签合同为 775.68 万元，较上年大幅减少 1407.94 万元。2016－2018 年，公司分别实现工程结算收入 3183.84 万元、2280.86 万元和 810.48 万元，2018 年较上年大幅减少主要系当年新签合同减少所致。同期，该板块毛利率波动幅度较大分别为 9.09%、3.64%和-1.18%，其中 2018 年表现为亏损主要系绿化养护成本增加所致。2019 年 1－9 月，该板块收入为 860.20 万元，毛利率持续大幅亏损为-50.55%，主要系大部分收入在年底确认但相应成本已经结转所致。

3. 未来发展

截至 2019 年 9 月底，公司尚未开发的拟建项目以市政代建工程项目和紫英房地产项目为主，共计 7 个，预计总投资 26.46 亿元。未来公司拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

表 12　截至 2019 年 9 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目类型	项目名称	预计总投资	未来计划投资		
			2019 年 10－12 月	2020 年	2021 年
市政代建项目	中山路（环城河内段）环境整治提升工	4.00	2.00	2.00	--
	勤俭路（环城河内段）环境整治提升工程	2.00	--	0.75	1.25
	禾兴路（环城河内段）环境整治提升工程	2.00	0.05	1.80	0.15
	环城路（河）环境整治提升工程	3.00	0.18	2.82	--
	建国路（环城河内段）环境整治提升工程	2.00	--	1.5	0.5
	嘉兴市东升路（新港桥—中环东路）综合整治工程	3.02	0.41	1.30	1.31
房地产项目	华梦地块商品房	10.44	3.70	3.90	3.10
合计		**26.46**	**6.34**	**14.07**	**6.31**

资料来源：公司提供

八、财务分析

1.　财务概况

公司分别提供了 2016－2018 年度财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016－2018 年的财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年 1－9 月财务数据未经审计。

从合并范围看，2017 年公司合并范围减少 2 家一级子公司；2018 年，公司将二级子公司嘉城房产、环艺物业以及嘉兴城建提升为一级子公司。2019 年 1－9 月，公司新增一家一级子公司。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内共有一级子公司 16 家。公司新增和移出子公司的规模不大，合并范围变动对公司的财务数据影响较小，财务数据可比性较强。

2.　资产质量

近年，公司资产规模保持增长；资产中以受托代建项目投入为主的存货占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2016－2018 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 9.23%。截至 2018 年底，公司资产总额 274.71 亿元，较上年底增长 8.21%。资产以流动资产为主，占比 88.39%。

流动资产

2016－2018 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 8.45%。截至 2018 年底，公司流动资产 242.82 亿元，同比增长 9.48%，主要系存货和其他流动资产增长所致。

表 13　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.43	7.57	22.79	8.98	13.72	4.99	14.65	5.20
其他应收款	20.95	9.10	20.16	7.94	19.54	7.11	22.47	7.97
存货	159.24	69.17	165.46	65.18	192.79	70.18	209.12	74.16
其他流动资产	6.79	2.95	12.61	4.97	15.83	5.76	0.71	0.25
流动资产	**206.45**	**89.68**	**221.78**	**87.36**	**242.82**	**88.39**	**248.35**	**88.07**
可供出售金融资产	5.62	2.44	5.62	2.21	5.62	2.05	5.65	2.00
投资性房地产	5.21	2.26	11.26	4.44	10.43	3.80	10.32	3.66
固定资产	9.03	3.92	9.62	3.79	9.28	3.38	9.11	3.23
非流动资产	**23.77**	**10.32**	**32.08**	**12.64**	**31.89**	**11.61**	**33.62**	**11.92**
资产总额	**230.22**	**100.00**	**253.86**	**100.00**	**274.71**	**100.00**	**281.98**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年 3 季度财务数据整理

截至2018年底，公司货币资金13.72亿元，同比减少39.81%，主要由银行存款构成（占比99.99），受限资金为0.40亿元。

2016－2018年，公司其他应收款不断下降，年均复合下降3.42%。截至2018年底，公司其他应收款19.54亿元，较上年底下降3.08%，主要系与股东以及其他平台公司的往来款构成。公司其他应收来款累计计提坏账准备0.11亿元，计提比例低。其他应收款前五名欠款合计占比77.56%，集中度较高。

表14　截至2018年底其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账龄	期末余额	占期末余额比例
浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司	往来款	3年以内；3年以上	6.30	32.08
嘉兴湘家荡投资有限公司	往来款	3年以内；3年以上	3.09	15.75
浙江省嘉兴湘家荡开发建设有限公司	往来款	3年以内；3年以上	3.05	15.52
嘉兴市秀洲区国有资产监督管理局	保证金	3年以内	2.00	10.18
嘉兴工业园区建设发展有限公司	往来款	1年以内	0.79	4.03
合计	--	--	**15.24**	**77.56**

资料来源：公司审计报告

2016－2018年，公司存货不断增长，年均复合增长10.03%。截至2018年底，公司存货192.79亿元，较上年底增长16.51%，主要系受托代建项目持续投入所致。存货构成较上年底变化不大，其中受托代建项目占84.10%（含棚户区改造项目95.02亿元、市政代建工程项目65.01亿元、其他项目2.10亿元）、土地资产占2.66%、开发产品占1.90%，公司累计提存货跌价准备22.85万元，计提比例低。

2016－2018年，公司其他流动资产不断增长，年均复合增长52.73%。截至2018年底，公司其他流动资产15.83亿元，较上年底增长25.53%，主要系公司购买的理财产品增加所致。

非流动资产

2016－2018年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长15.83%。截至2018年底，公司的非流动资产31.89亿元，较上年底减少0.60%。

2016－2018年，公司可供出售金融资产未发生变化。截至2018年底，公司可供出售金融资产5.62亿元，主要由对嘉兴银行股份有限公司投资1.50亿元以及嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司投资2.50亿元构成。

2016－2018年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长41.44%。截至2018年底，公司投资性房地产10.43亿元，较上年底减少7.43%，全部为房屋及建筑物构成，公司投资性房地产累计计提折旧和累计摊销1.81亿元，未计提减值准备。

2016－2018年，公司固定资产相对稳定，年均复合增长1.37%。截至2018年底，公司固定资产9.28亿元，较上年底增长6.57%，主要由房屋及建筑物和业务运营所需的各类设备组成。其中，房屋及建筑物为3.79亿元、专用设备9.28亿元；固定资产累计计提折旧4.48亿元，未计提减值准备。

截至2019年9月底，公司合并资产总额281.98亿元，较上年底增长2.65%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年变化不大。其中，存货209.12亿元，较2018年底增长8.47%，主要系受托代建项目持续投入所致，公司“存货-受托代建”共有177.70亿元市政代建工程、棚户区改造以及其他项目；其他流动资产0.71亿元，较2018年底减少95.54%，主要系理财产品减少所致；无形资产2.80亿元，较上年底增长114.22%，主要系开发旅游业务新购入土地所致。截至2019年9月底，公司受限资产全部由货币资金0.40亿元构成，受限比例低。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益规模波动增长，所有者权益稳定性较强。公司有息债务规模波动下降，债务结构仍以长期债务为主，目前债务负担较轻；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2016－2018，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 3.74%。截至 2018 年底，公司所有者权益 132.19 亿元，较上年底减少 0.45%，较上年基本持平。公司所有者权益主要由资本公积和实收资本构成，所有者权益稳定性强。

2016－2018 年，公司实收资本保持稳定，截至 2018 年底为 22.50 亿元，全部由股东注资构成。

2016－2018 年，公司资本公积年均复合增长 3.74%。截至 2017 年底，公司资本公积 90.29 亿元，较上年底增长 9.49%，主要系政府债券置换转增资本公积 8.70 亿元、芦席汇地块收回减少资本公积 1.03 亿元所致。截至 2018 年底，公司资本公积 88.74 亿元，较上年底减少 1.72%，主要系审计调整所致。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 136.74 亿元，较上年底长 3.44%，主要系嘉兴国投公司注资导致资本公积增长所致。

2016－2018 年，公司负债总额不断增长，年均复合增长 15.20%。截至 2018 年底，公司负债总额 142.52 亿元，较上年底增长 17.71%，系应付债券和其他应付款大幅增长所致。公司负债以流动负债为主，但占比波动下降。

表 15 公司主要负债及权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.20	2.05	1.24	1.02	2.25	1.58	1.20	0.83
其他应付款	27.16	25.29	78.40	64.75	84.39	59.21	84.66	58.29
一年内到期的非流动负债	17.20	16.02	4.53	3.74	4.94	3.47	3.73	2.57
流动负债	**55.73**	**51.90**	**88.55**	**73.13**	**95.67**	**67.13**	**92.95**	**64.00**
长期借款	26.71	24.87	8.02	6.62	3.72	2.61	4.63	3.19
应付债券	11.70	10.89	9.90	8.18	28.30	19.86	31.91	21.97
长期应付款	0.94	0.88	0.69	0.57	0.31	0.22	0.31	0.21
专项应付款	9.56	8.90	10.82	8.94	11.08	7.77	11.57	7.97
非流动负债	**51.66**	**48.11**	**32.53**	**26.87**	**46.85**	**32.87**	**52.29**	**36.00**
负债总额	**107.39**	**100.00**	**121.08**	**100.00**	**142.52**	**100.00**	**145.24**	**100.00**
实收资本	22.50	18.32	22.50	16.94	22.50	17.02	22.50	16.45
资本公积	82.46	67.13	90.29	67.99	88.74	67.13	93.00	68.01
未分配利润	17.72	14.43	19.87	14.96	20.84	15.77	21.08	15.42
所有者权益	**122.83**	**100.00**	**132.79**	**100.00**	**132.19**	**100.00**	**136.74**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年 3 季度财务数据整理

2016－2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 31.02%。截至 2018 年底，公司流动负债 95.67 亿元，较上年底增长 8.04%，主要系其他应付款等增加所致。

2016－2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 1.13%。截至 2018 年底，公司短期借款 2.25 亿元，较上年底增长 81.78%，全部为信用借款。

2016－2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 76.28%。截至 2018 年底，公司其他应付款 84.39 亿元，较上年底增长 7.65%，主要系收到嘉城资产的棚改项目融资款项以及其他平台公司的往来款增加所致。

表16 截至2018年底公司其他应付款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位	余额	占比
嘉兴市嘉城资产实业有限公司	58.63	69.47
土地储备中心	7.55	8.95
嘉兴科技城投资发展集团有限公司	1.15	1.36
嘉兴市秀源路通公路工程有限公司	1.12	1.33
嘉兴工业园区管理委员会财政办公室	0.90	1.07
合计	**69.36**	**82.18**

资料来源：公司审计报告

2016－2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 46.39%。截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债 4.94 亿元，较上年底增长 9.22%，主要由一年内到期的长期借款 3.04 亿元和应付债券 1.90 亿元构成。

2016－2018 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合减少 4.77%。截至 2018 年底，公司非流动负债 46.85 亿元，较上年底增长 44.03%，主要系应付债券增加所致。

2016－2018 年，公司长期借款快速下降，年均复合下降 62.67%。截至 2018 年底，公司长期借款 3.72 亿元，较上年底减少 53.59%，主要由保证借款 1.97 亿元，地方政府债券 1.26 亿元构成。

2016－2018 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 55.52%。截至 2018 年底，公司应付债券 28.30 亿元，较上年底增长 185.85%，主要系公司于 2018 年发行 20.34 亿元境外债所致。

2016－2018 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 42.25%。截至 2018 年底，公司长期应付款 0.31 亿元，较上年底减少 54.38%，主要由污水处理二期本金构成。

2016－2018 年，公司专项应付款有所增长，年均复合增长 7.66%。截至 2018 年底，公司专项应付款 11.08 亿元，较上年底增长 2.42%，主要由用于基础设施建设的财政拨款构成。

有息债务方面，2016－2018 年，公司全部债务波动幅度较大，年均复合减少 17.66%，截至 2018 年底，公司全部债务 39.66 亿元，较上年底增长 67.48%，债务结构以长期债务为主（占比 80.74%）。从债务指标来看，2016－2018 年公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，截至 2018 年底，公司上述指标分别为 23.08%和 19.50%。近三年，公司资产负债率不断增长，截至 2018 年底为 51.88%，较上年底上升 4.19 个百分点。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额 145.24 亿元，较上年底增长 1.91%，主要系非流动负债增长所致。公司流动负债 92.95 亿元，较上年底下降 2.84%，主要系短期借款和一年内非流动负债下降所致；公司非流动负债 52.29 亿元，较上年底增长 11.61%，主要系长期借款和应付债券增长所致，其中应付债券 31.91 亿元，较上年底增长 12.75%，系发行“19 嘉兴城投 SCP001”5.00 亿元所致。公司负债仍以流动负债为主，结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 41.47 亿元，较上年底增长 4.56%，其中短期债务 4.93 亿元，占比 11.88%，长期债务 36.54 亿元，占比 88.12%。同期，公司资产负债率较上年底有所下降，为 51.51%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均较上年底有所增长，分别为 21.09%和 23.27%，公司整体债务负担变化不大。公司分别需于 2019 年 10－12 月、2020 年以及 2021 年兑付 0.81 亿元、9.80 亿元和 27.40 亿元有息债务。总体看，公司将于 2021 年存在一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

近年，公司营业收入快速增长，但营业利润率有所下降；公司期间费用控制能力有所增强，利润总额对财政补贴依赖较大，公司整体盈利能力较弱。

2016－2018 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 26.42%。2018 年，公司实现营业收入 29.41 亿元，同比增长 22.02%。同期，公司营业成本不断增长，年均复合增长 34.60%，2018 年为 26.66 亿元，同比增长 31.31%。

2016－2018 年，公司期间费用年均复合减

少 9.62%。2018 年，期间费用 3.48 亿元，同比下降 15.06%，主要系财务费用下降所致。2016－2018 年，公司期间费用率分别为 23.18%、17.02%和 11.85%。2018 年期间费用率较上年降幅较大，公司费用控制能力有所增强。

非经常性损益方面，公司 2016－2018 年获得财政补贴 2.55 亿元、2.65 亿元和 1.32 亿元。2016－2018 年，公司利润总额分别为 1.93 亿元、2.27 亿元和 0.70 亿元，利润总额不断下降，对财政补贴依赖较大。

盈利指标方面，2016－2018 年，公司营业利润率不断下降，2018 年为 8.34%，同比下降 5.79 个百分点，2016－2018 年公司总资本收益率和净资产收益率呈波动下降趋势，2018 年分别为 0.87%和 0.32%，分别同比下降 1.84 个百分点和 1.30 个百分点，公司整体盈利能力较弱。

2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 20.95 亿元，相当于 2018 年的 71.23%，收入结构仍以天然气、燃气销售收入、房地产收入和旅游收入为主，收入结构变化不大，实现利润总额 0.29 亿元。盈利能力方面，2019 年 1－9 月，公司营业利润率为 4.30%，较上年下降 4.04 个百分点，主要系燃气板块业务毛利率较上年下降所致。

5. 现金流分析

近三年，公司经营活动产生的现金流入持续增加，现金收入质量较好，2018年，公司经营活动产生的现金净流量表现为大额净流出；公司投资活动现金流受理财产品的买入和收回影响较大；随着在建项目的推进，公司未来存在一定融资压力。

2016－2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金呈上升趋势，分别为 21.06 亿元、25.35 亿元和 31.30 亿元。收到其他与经营活动有关的现金大幅波动，分别为 26.63 亿元、63.21 亿元和 10.83 亿元，主要为公司收到嘉城实业的棚改项目融资往来款、贴息补助资金及市政代建工程项目支付资金拨付款。2016－2018 年，公司在建项目投入支出不断加大，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 18.64 亿元、35.12 亿元和 54.88 亿元。2016－2018 年，公司经营活动现金净额分别为 14.31 亿元、42.50 亿元和-20.32 亿元，2018 年由于购买商品、提供劳务支付的现金大幅增长，公司经营性净现金流由正转负。从现金收入实现质量来看，2016－2018 年，公司现金收入比分别为 114.47%、105.20%和 106.45%，现金收入实现质量较好。

2016－2018年，公司投资活动现金流入分别为14.54亿元、6.88亿元和12.60亿元，呈波动下降趋势，主要来自收回理财产品投资收到的现金。2016－2018年，公司投资活动现金流出分别为8.78亿元、13.87亿元和16.55亿元，主要系投资支付的现金，为公司购买理财产品的现金支出。2016－2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为5.76亿元、-6.99亿元和-3.95亿元。

2016－2018 年，公司筹资活动现金流入呈波动下降趋势，分别为 36.66 亿元、3.73 亿元和 25.18 亿元，主要是公司通过银行借款获得的现金以及收到政府债务置换现金。2016－2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 52.85 亿元、33.94 亿元和 10.32 亿元，主要系偿还当年借款本息支出的现金。2016－2018 年，公司筹资活动现金净额分别为-16.19 亿元、-30.21 亿元和 14.85 亿元，2018 年由于偿还借款本息支出较上年减少，公司筹资活动转为净流入。

2019 年 1－9 月，公司代建项目投入加大，经营活动产生的现金流量净额为-17.69 亿元，持续表现为净流出，其中经营活动现金流入主要以销售商品、提供劳务收到的现金为主，为 23.79 亿元，经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，为 38.42 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 13.40 亿元，主要系收回理财产品收到的现金流入 20.73 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.22 亿元，筹资活动现金流入以取得借款收到的现金 8.89 亿元为主，吸收投资收到的现金 4.08 亿元，

系嘉兴国投注资；筹资活动现金流出主要由偿还债务支付的现金构成。

6. 偿债能力

相对于短期债务规模，公司现金类资产较充裕，公司短期债务支付能力较强，公司长期偿债能力较强，考虑到公司得到股东在资金等方面的支持，公司总体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2016－2018年，公司近三年流动比率呈波动下降趋势，分别为370.42%、250.46%和253.81%；速动比率分别为84.71%、63.60%和52.30%，呈持续下降趋势。截至2019年9月底，公司现金类资产为14.65亿元，为短期债务的2.97倍，对短期债务保障能力尚可。总体看，公司短期偿债压力较小。

从长期偿债能力看，2016－2018 年，公司 EBITDA 分别为 5.05 亿元、5.39 亿元和 3.11 亿元，2018 年同比减少 42.16%，主要系利润总额减少所致。公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 11.44 倍、4.40 倍和 12.73 倍，公司 EBITDA 对全部债务保障能力较强。考虑到，公司得到股东在资金等方面的支持，公司总体偿债能力很强。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信 64.10 亿元，未使用额度 57.90 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额 3.26 亿元，担保比率为 2.38%。被担保公司主要为嘉兴国资控股公司，经营情况良好，公司或有负债风险较小。

7. 母公司财务分析

母公司资产总额占合并口径比例较小，主要由长期股权投资和其他应收款构成，整体资产质量一般。母公司负债总额占合并口径比例较低，主要由应付债券构成，母公司债务负担较低。母公司所有者权益稳定性较好。

截至2018年底，母公司资产总额107.55亿元，其中其他应收款17.30亿元（占比16.09%），长期股权投资76.28亿元（占比70.92%），母公司资产质量一般。母公司资产总额占合并报表资产总额的39.15%，占比较小。

截至 2018 年底，母公司负债总额 30.62 亿元，其中应付债券 26.30 亿元。资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 28.47%、25.77%和 27.86%，债务负担低。母公司负债占合并报表负债的 21.49%，占比较小。

截至2018年底，母公司所有者权益76.93亿元，其中实收资本22.50亿元，占比29.25%；资本公积53.36亿元，占比69.37%。母公司所有者权益稳定性较好。母公司所有者权益占合并报表权益总额的58.20%，占比较高。

2018 年，由于母公司主要对子公司进行协调管理，行使管理职能，母公司无营业收入。

截至2019年9月底，母公司资产总额114.68亿元，较上年底增长6.63%，主要系其他应收款的增长所致。母公司负债总额33.52亿元，较上年底增长9.47%，主要系应付债券的增长所致。母公司所有者权益81.16亿元，较上年底增长5.51%，主要系资本公积增长所致。整体来看，母公司资产、负债和权益结构均变化不大。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行金额基础发行规模 3 亿元，发行规模上限 10 亿元，若按10.00亿元计算，相当于公司2018年底全部债务和长期债务的25.21%和31.23%，本期中期票据的发行对公司现有债务总额有一定影响。

2018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51.88%、23.08%和19.50%，以公司2018年底报表财务数据为基础，预计本期中期票据全额发行后，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53.57%、27.31%和24.12%，公司债务负担有所加重。但

考虑到部分资金用于偿还有息债务，实际债务负担将低于指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

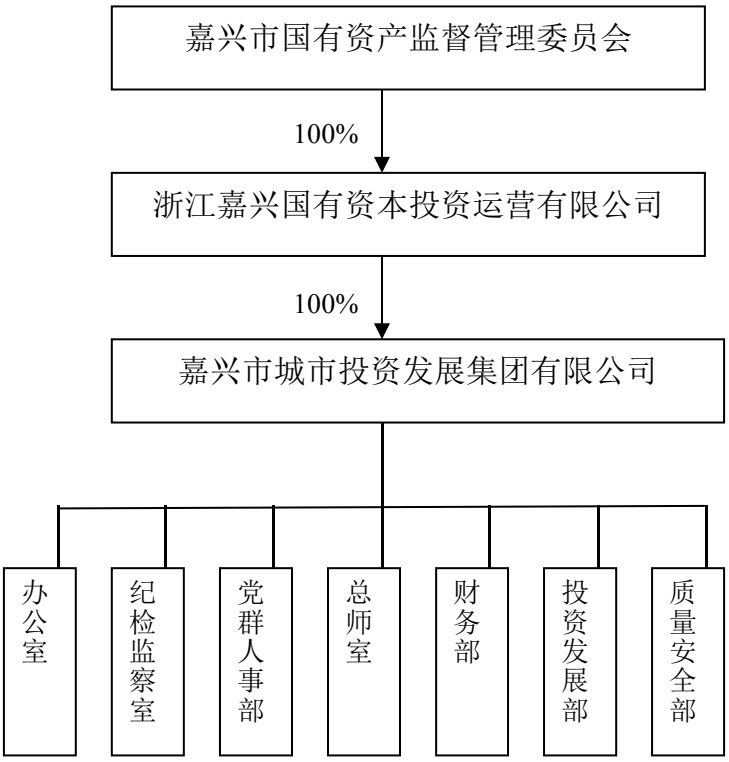
2016－2018 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模上限的 0.51 倍、0.54 倍和 0.31 倍；2016－2018 年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行规模上限的保障倍数分别为 4.77 倍、8.86 倍和 4.21 倍。2016－2018 年，公司经营净现金流经流量对本期中期票据的保障倍数分别为 1.43 倍、4.25 倍和-2.03 倍。总体看，经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

十、结论

公司作为嘉兴市重要的燃气供应、旅游经营实体以及嘉兴市中心城区基础设施建设主体，具有一定区域专营优势，近年持续获得在债务置换、财政拨款等方面的外部支持。

公司资产以流动资产为主，流动资产中受托代建项目投入为主的存货占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般；债务结构以长期债务为主，债务负担较低；受公司公共事业业务性质所限，公司盈利能力偏弱，公司利润水平对政府补贴有一定依赖。燃气业务在“煤改气”政策推进后燃气销量大幅增加，公司营业收入不断增长。本期中期票据发行会对公司现有债务产生一定影响，但考虑到部分资金用于偿还有息债务，实际影响将低于预计指标值；同时，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。综合评估，联合资信对公司的评级展望为稳定。综合看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1　公司股权结构图及组织机构图



附件 2　截至 2019 年 9 月底公司一级子公司情况

序号	子公司名称	持股比例	注册资本（万元）
1	嘉兴城市建设投资有限公司	100.00%	21322.26
2	嘉兴市南湖名胜发展有限公司	100.00%	9886.00
3	嘉兴市房屋征收服务中心	100.00%	--
4	嘉兴市嘉城房屋拆迁有限公司	100.00%	1000.00
5	嘉兴市南湖建设发展总公司	100.00%	350.00
6	旧城改造指挥部	100.00%	--
7	嘉兴市城市开发办公室	100.00%	--
8	嘉兴市银地新农村开发投资有限公司	100.00%	15000.00
9	嘉兴市南湖区交通建设投资有限责任公司	100.00%	1500.00
10	嘉兴旅游发展有限公司	100.00%	1500.00
11	嘉兴市天然气管网经营有限公司	100.00%	25000.00
12	嘉兴市秀源水务投资集团有限公司	100.00%	12000.00
13	嘉兴市嘉城环艺物业经营管理有限公司	100.00%	1500.00
14	嘉兴市嘉城建设发展有限公司	100.00%	2000.00
15	嘉兴市城建房地产开发有限公司	100.00%	7000.00
16	嘉兴海视嘉安智城科技有限公司	60.00%	2000.00

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.43	22.79	13.72	14.65
资产总额(亿元)	230.22	253.86	274.71	281.98
所有者权益(亿元)	122.83	132.79	132.19	136.74
短期债务(亿元)	19.41	5.76	7.64	4.93
长期债务(亿元)	38.42	17.92	32.02	36.54
全部债务(亿元)	57.83	23.68	39.66	41.47
营业收入(亿元)	18.40	24.10	29.41	20.95
利润总额(亿元)	1.93	2.27	0.70	0.29
EBITDA(亿元)	5.05	5.39	3.11	--
经营性净现金流(亿元)	14.31	42.50	-20.32	-17.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	34.46	200.64	235.62	--
存货周转次数(次)	0.09	0.13	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.10	0.11	--
现金收入比(%)	114.47	105.20	104.65	113.56
营业利润率(%)	18.13	14.13	8.34	4.30
总资本收益率(%)	2.22	2.71	0.87	--
净资产收益率(%)	1.55	1.62	0.32	--
长期债务资本化比率(%)	23.82	11.89	19.50	21.09
全部债务资本化比率(%)	32.01	15.13	23.08	23.27
资产负债率(%)	46.65	47.69	51.88	51.51
流动比率(%)	370.42	250.46	253.81	267.19
速动比率(%)	84.71	63.60	52.30	42.21
现金短期债务比(倍)	0.90	3.96	1.80	2.97
经营现金流动负债比(%)	25.68	48.00	-21.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	2.41	1.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.44	4.40	12.73	--

注：2019 年 1－9 月财务数据未经审计

附件 4　主要财务数据及指标（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.36	0.39	1.05	1.17
资产总额(亿元)	95.23	84.40	107.55	114.68
所有者权益(亿元)	75.99	76.13	76.93	81.16
短期债务(亿元)	7.75	0.00	3.00	0.00
长期债务(亿元)	7.41	7.41	26.71	32.32
全部债务(亿元)	15.16	7.41	29.71	32.32
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.16	0.15	0.27	0.26
EBITDA(亿元)	0.28	0.27	0.40	--
经营性净现金流(亿元)	15.21	5.16	-10.39	-16.91
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(%)	0.31	0.32	0.37	--
净资产收益率(%)	0.22	0.20	0.35	--
长期债务资本化比率(%)	8.88	8.87	25.77	28.48
全部债务资本化比率(%)	16.63	8.87	27.86	28.48
资产负债率(%)	20.20	9.80	28.47	29.23
流动比率(%)	169.64	1046.62	760.90	3059.05
速动比率(%)	169.64	1046.62	760.63	3058.16
经营现金流动负债比(%)	128.57	598.75	-265.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	2.26	2.99	--
现金短期债务比(倍)	0.05	--	0.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	54.44	27.61	74.44	0.00

注：2019 年 1－9 月财务数据未经审计；母公司无营业收入，财务指标中第 1~5 列均无数值

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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	
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

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：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

联合资信评估有限公司关于
嘉兴市城市投资发展集团有限公司
2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

嘉兴市城市投资发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

嘉兴市城市投资发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对嘉兴市城市投资发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，嘉兴市城市投资发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注嘉兴市城市投资发展集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现嘉兴市城市投资发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对嘉兴市城市投资发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如嘉兴市城市投资发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对嘉兴市城市投资发展集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与嘉兴市城市投资发展集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。