信用等级公告

联合〔2020〕2441 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主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持嘉兴市城市投资发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 嘉兴城投 MTN001”“20 嘉兴城投 MTN001”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

二〇二〇年七月十六日

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 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
16 嘉兴城投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 嘉兴城投 MTN001	AA+	稳定	AA+	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
16 嘉兴城投 MTN001	6 亿元	6 亿元	2021/04/15
20 嘉兴城投 MTN001	10 亿元	10 亿元	2023/04/03

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 16 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

跟踪期内，嘉兴市经济持续增长，嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）在嘉兴市燃气供应、旅游开发以及嘉兴市中心城区基础设施建设方面具有区域专营优势，并持续获得在项目资本金以及政府补贴等方面的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存货占比较大、资产流动性较弱以及未来计划投资规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着公司多元化经营板块的不断发展，公司经营前景良好。

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“16嘉兴城投MTN001”和“20嘉兴城投MTN001”信用等级均为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2019 年嘉兴市地区生产总值为 5370.32 亿元，同比增长 7.0%，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **业务专营优势明显。**公司在嘉兴市燃气供应、旅游开发以及嘉兴市中心城区基础设施建设方仍具有区域专营优势。
3. **外部支持持续有力。**2019 年，公司获得财政补助 2.75 亿元，同比上年增加 1.44 亿元，外部支持持续有力。

关注

1. **资产质量一般。**公司资产中存货占比较大，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，公司整体资产流动性较弱。
2. **面临一定的项目投资压力。**公司未来计划投资规模较大，将面临一定的资金支出压力。
3. **房地产板块收入持续性有待提高。**跟踪期内，公司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。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	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		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.79	13.72	11.31	29.77
资产总额(亿元)	252.81	274.71	277.51	294.08
所有者权益(亿元)	131.38	132.19	134.67	134.99
短期债务(亿元)	5.76	7.64	4.74	5.54
长期债务(亿元)	17.92	32.02	38.18	39.31
全部债务(亿元)	23.68	39.66	42.92	44.84
营业收入(亿元)	24.21	29.41	30.10	5.01
利润总额(亿元)	2.49	0.70	1.82	-0.43
EBITDA(亿元)	5.60	3.11	4.10	--
经营性净现金流(亿元)	42.50	-20.32	-25.80	7.47
营业利润率(%)	14.53	8.34	3.95	0.18
净资产收益率(%)	1.80	0.32	1.19	-0.32
资产负债率(%)	48.03	51.88	51.47	54.10
全部债务资本化比率(%)	15.27	23.08	24.17	24.94
流动比率(%)	249.67	253.81	275.59	252.44
经营现金流动负债比(%)	48.08	-21.24	-28.66	--
现金短期债务比(倍)	3.96	1.80	2.39	5.38
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	1.31	2.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.23	12.73	10.48	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	83.02	107.55	118.61	135.69
所有者权益（亿元）	74.74	76.93	76.62	77.10
全部债务(亿元)	7.41	26.71	36.73	37.06
营业收入(亿元)	--	--	0.06	--
利润总额(亿元)	0.25	0.27	0.39	-0.02
资产负债率（%）	9.96	28.47	35.41	43.18
全部债务资本化比率(%)	9.02	27.86	32.41	32.46
流动比率（%）	873.00	760.90	907.61	300.01
经营现金流动负债比(%)	598.75	-265.38	-555.91	--

注：公司 2020 年一季报未经审计

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 嘉兴城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/03/19	张宁 李思卓	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	阅读全文
16 嘉兴城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/07/24	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
16 嘉兴城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2016/01/20	周潇 喻宙宏	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

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

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。

嘉兴市城市投资发展集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）及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，公司股东及实际控制人未发生变化，公司股东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”，是嘉兴市国有资产监督管理委员会直属的投资型国有独资企业，），公司实际控制人为嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 22.50 亿元。

截至2020年3月底，公司本部内设办公室、纪检监察室、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 15 家全资一级子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 277.51 亿元，所有者权益 134.67 亿元；2019 年，公司实现营业收入 30.10 亿元，利润总额 1.82 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 294.08 亿元，所有者权益 134.99 亿元；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.01 亿元，利润总额-0.43 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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年6月底，联合资信所评“16嘉兴城投MTN001”“20嘉兴城投MTN001”分别尚需偿还债券余额6.00亿元及10.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付“16嘉兴城投MTN001”债券利息。“20嘉兴城投MTN001”尚未到付息日。

截至2020年6月底，“16嘉兴城投MTN001”募集资金已全部用于置换银行贷款。“20嘉兴城投MTN001”募集资金用于芦席汇历史街区保护性开发建设项目（该项目仍处于在建状态，计划于2021年完工）、偿还债务本息以及补充流动资金，目前已按用途使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 嘉兴城投 MTN001	6.00	6.00	2016/04/15	5 年
20 嘉兴城投 MTN001	10.00	10.00	2020/04/03	3 年

资料来源：联合资信整理

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

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资

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

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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

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

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩

大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

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

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

2019 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系

2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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

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

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

2. 区域经济

公司在嘉兴市燃气供应、旅游开发以及嘉兴市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影响较大。

2019 年，嘉兴市经济总量及固定资产投资保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《嘉兴市2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年嘉兴市全市生产总值5370.32亿元，比上年增长7.0%。其中，第一产业增加值120.89亿元，增长2.1%；第二产业增加值2892.55亿元，增长5.9%；第三产业增加值2356.88亿元，增长8.5%。三次产业结构调整为2.2:53.9:43.9。按常住人口计算，全年人均生产总值112751元（按年平均汇率折算为16344美元），增长5.4%。

2019 年，嘉兴市实现固定资产投资 3607.66 亿元，同比增长 11.3%。同期，嘉兴市全年房地产开发投资为 980.14 亿元，同比增长 2.9%，其中住宅投资增长 1.8%。2019 年嘉兴市房屋施工面积 5364.57 万平方米，同比增长 14.00%；房屋竣工面积 626.80 万平方米，同比增长 51.4%，商品房销售面积 1069.19 万平方米，同比下降 7.70%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，股东为嘉兴国投，实际控制人仍为嘉兴市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，嘉兴市一般公共预算较快增长，财政自给能力一般。公司持续获得了政府在项目建设资金以及项目补贴方面的外部支持。

2019 年，嘉兴市地方一般公共预算收入

565.7 亿元，同比增长 9.1%；一般公共财政预算支出 766.89 亿元，同比增长 30.2%，自给率 73.77%，自给能力一般。

2019 年，浙江省财政厅核定嘉兴市地方政府债务限额 988.00 亿元，其中市级 166.72 亿元。2019 年底嘉兴全市地方政府债务余额 987.22 亿元，其中，市级 166.32 亿元。全市新增政府债务限额 93.30 亿元，其中用于建设项目 20.80 亿元，用于置换存量或有债务转化政府债务 72.50 亿元。

2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别收到市政代建工程项目资金 7.52 亿元和 2.20 亿元，计入存货冲减项，不产生额外收益。此外，2019 年收到政府财政补贴款 2.75 亿元，计入“其他收益”。

3. 企业信用记录

跟踪期内，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 7 月 7 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 7 月 7 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构以及管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

公司高层人员新增 1 名，简历如下。厉瑛栋，男，汉族，1972 年 4 月生，浙江嘉兴人，2000 年 11 月加入中国共产党，1991 年 12 月参加工作，大学学历。曾任嘉兴市秀洲区检察院反贪局局长助理、法纪检察科科长、渎职侵权检察科科长、反贪污贿赂局局长、党组成员、政治处主任，嘉兴市秀洲区纪委常委、案件检查室主任、纪委副书记、监察局局长、监委副主任，现任嘉兴市城市投资发展集团有限公司党委委员、纪委书记。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，收入结构仍以燃气、商品房销售、旅游相关业务为主，燃气板块相关收入占比不断提升；综合毛利率下降明显。

2019 年，公司营业收入为 30.10 亿元，同比增长 2.34%，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，公司收入仍以燃气、房地产、旅游等业务收入为主。其中，2019 年天然气、燃气及配套销售收入占比上升至 84.87%。2019 年，公司其他业务板块收入主要由管道疏通费以及检测费等收入构成，2019 年为 1.74 亿元，同比增长 141.24%，主要系管道疏通费以及检测费收入增加所致。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.01 亿元，相当于 2019 年全年的 16.64%。其中，天然气、燃气及配套销售收入占比上升至 92.41%。

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率为 4.67%，较上年下降 4.66 个百分点，主要系毛利率较低的天然气、燃气及配套销售收入占比提高以及旅游板块相关业务毛利率下降所致。受此影响，2020 年 1－3 月，公司综合毛利率持续下降至 0.66%，较上年下降 4.01 个百分点。

表 3　2018－2020 年 3 月公司营业收入变动情况　（单位：万元、%）

业务类型	2018 年			2019 年			2020 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
天然气、燃气及配套销售	219827.97	74.75	2.66	255432.49	84.87	2.49	46269.13	92.41	0.70
商品房销售	36458.66	12.40	32.14	2610.07	0.87	51.07	1258.04	2.51	51.57

工程结算	810.48	0.28	-1.18	1137.85	0.38	14.49	152.77	0.31	54.10
旅游、客房、餐饮、租金	29747.04	10.12	27.00	24351.01	8.09	14.28	2222.69	4.44	-38.87
其他	7220.98	2.46	25.38	17420.20	5.79	15.66	164.46	0.33	84.56
合计	**294065.13**	**100.00**	**9.33**	**300951.62**	**100.00**	**4.67**	**50067.09**	**100.00**	**0.66**

资料来源：公司审计报告及公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）天然气、燃气及配套销售业务

跟踪期内，公司天然气采购量和销售量均有所增加，同时受单价提高影响，天然气销售收入较快增长。随着未来中、低压管网建设的不断推进，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天然气供应业务经营主体，覆盖区域涉及嘉兴市和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、天然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”）等大型集团销售天然气。

燃气输送管网铺设方面，截至 2020 年 3 月底，公司燃气管道长度增加至 1242.70 公里。其中，高压管线完成长度 164.70 公里，中、低压管线仍不断完善，已建长度 1078.00 公里。截至 2020 年 3 月底，公司在建燃气管道项目总投资 1.00 亿元，已投资 0.45 亿元，未来尚需投资规模小。

天然气采购方面，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，2019 年平均采购价格为 2.64 元/立方米，同比增长 14.29%，增幅较为明显；随着采购数量的不断增长相应合同总价不断增长，2019 年为 26.94 亿元，同比增长 15.85%。

表 4　近年公司天然气含税采购情况

项　目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
采购数量（万立方米）	100609.62	101990.61	17014.02
平均采购价格（元/立方米）	2.31	2.64	2.67
合同总价（万元）	232569.25	269424.41	45579.94

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以及部分直供单位，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。2019 年浙江省物价局对居民用户、商业用户以及工业用户天然气单价价格上调至 2.71 元/立方米（含税）；2019 年销售气量上升至 101481.03 万立方米，同比增长 1.39%；随着销售气量的不断增长，2019 年，公司整体天然气销售收入（不含税）上升至 25.21 亿元，同比增长 16.22%；2020 年 1－3 月为 4.62 亿元，相当于上年的 18.33%。

表 5　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	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
居民用户	2.55	2.71	2.62
商业用户	2.29	2.71	2.62
工业用户	2.29	2.71	2.62

资料来源：公司提供

表6　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	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
天然气销售收入	216929.19	252123.78	46209.70
天然气销售量	100089.60	101481.03	18121.93
天然气平均销售价格	2.16	2.48	2.55

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。

毛利率方面，2019 年，公司天然气、燃气配套销售板块毛利率为 2.49%，较上年下降 0.17 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。2020 年 1－3 月，该板块毛利率为 0.70%，较上年大幅下降，主要系受疫情影响，导致收入有所下滑但成本相对刚性所致。

（2）土地整理及市政代建业务

跟踪期内，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资金的拨付情况。

公司土地整理业务主要由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。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，嘉城资产则根据工程进度拨付项目服务费。

棚户区改造项目主要为土地整理项目，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 年底，公司“其他应付款”中，嘉城资产支付款项为 57.44 亿元。

截至 2019 年底，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，公司土地整理均尚未结算。

表 7　截至 2019 年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，除以上 8 个项目外，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

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。2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别收到市政代建工程项目资金 7.52 亿元和 2.20 亿元。考虑到该科目规模较大（2019 年底存货-受托代建项目 185.63 亿元，其中市政代建工程项目 76.00 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 2020 年 3 月底，公司在建的市政代建工程项目共 4 个，总投资 45.02 亿元，规模较上年增长较大，已完成投资 4.15 亿元，未来仍需投资 40.87 亿元。

表 8　截至 2020 年 3 月公司在建市政代建工程项目

（单位：万元）

项目	总投资	已投资	未来投资计划
中山路（环城河内段）环境整治提升工程	132415.63	35042.36	97373.27
禾兴路（环城河内段）环境整治提升工程	35070.09	500.00	34570.09
环城路（河）环境整治提升工程	252500.01	1815.00	250685.01
嘉兴市东升路（新港桥—中环东路）综合整治工程	30209.72	4173.00	26036.72
合计	**450195.45**	**41530.36**	**408665.09**

资料来源：公司提供

（3）商品房销售业务

跟踪期内，商品房销售业务收入大幅下降，公司在建商品房项目数量较少，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 2020 年 3 月底，公司有 1 个在建商品房项目，无在建安置房项目。在建商品房项目总投资 24.00 亿元，目前已投资 12.07 亿元。“存货-开发产品”体现为已完工待销售的自建商品房项目以及转为商品房销售的剩余安置房项目，对应开发成本 13.30 亿元，存量规模较小。

表 9　截至 2020 年 3 月公司在建商品房项目

（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	计划完工
华梦地块商品房	24.00	12.07	2022 年

资料来源：公司提供

由于规模较大的安置房转商品房项目已基本销售完毕，2019 年公司实现商品房销售业务收入 0.26 亿元，较上年减少 3.38 亿元。2019 年，公司商品房销售毛利率为 51.07%，较上年增长 18.93 个百分点，主要系利润空间较大的自建商品房销售占比增加所致。2020 年 1—3 月，公司房地产销售实现收入 1258.04 万元，相当于上年的 48.20%，同期毛利率为 51.57%，较上年变化不大。

表 10　2018－2019 年及 2020 年 1—3 月公司商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1—3 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
安置房转商品房销售	1.09	0.99	0.27	0.25	0.01	0.09
自建商品房销售	3.65	2.65	0.01	0.01	0.03	0.04
合计	**4.74**	**3.65**	**0.28**	**0.26**	**0.04**	**0.13**

资料来源：公司提供

（4）旅游服务业务

跟踪期内，由于景区参观人流量减少，公司旅游业务板块收入下降；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。

由于景区全年参观人流量有所下降，2019 年公司旅游、客房、餐饮以及租金收入

为 2.44 亿元，同比下降 18.14%。其中，旅游收入 0.58 亿元；租金收入 0.86 亿元，主要由嘉城集团所有的月河、梅湾街历史街区、南湖景区、芦席汇以及其他部分商铺的出租物管收入构成。毛利率方面，2019 年旅游业务板块毛利率为 14.28%，较上年下降 12.72 个百分点，主要系旅游业务收入减少，固定成本相对稳定，导致当期毛利率下降。2020 年 1－3 月，公司旅游板块收入 0.22 亿元，相当于上年的 9.13%。同期毛利率为-38.87%，较上年下降 53.15 个百分点，主要系一季度为旅游淡季，同时受疫情影响，导致利润较低。

表 11　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司景区旅游及租金收入明细

（单位：万人次、万元、万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
全年人流量	131.25	102.69	1.60
旅游收入	6130.50	5803.64	781.76
租金收入	16364.00	8616.00	1440.9
可出租面积	19.80	19.94	19.94
已出租面积	17.00	17.05	17.05

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司旅游板块在建项目 3 个，总投资 25.00 亿元，已投资 13.68 亿元，尚需投资 11.32 亿元，未来剩余投资规模较大，公司将面临一定资金压力。

表 12　截至 2020 年 3 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
南湖湖滨区域改造提升	13.93	5.17	2021
芦席汇历史街区保护性开发建设项目	9.13	7.51	2021
嘉兴子城遗址公园改造工程	1.93	1.00	2021
合计	**25.00**	**13.68**	--

资料来源：公司提供

（4）工程结算业务

跟踪期内，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由子公司嘉兴市嘉城环艺物业经营管理有限公司（以下简称“环艺物业”）进行园林工程施工及养护业务，收取园林绿化费。

2019 年，环艺物业新签合同为 103.87 万元，较上年大幅减少 671.81 万元。2019 年，公司实现工程结算收入 1137.85 万元，较上年增加 327.37 万元。同期，该板块毛利率为 14.49%，较 2018 年上升 15.67 个百分点，主要系 2019 年完工项目较多，推动收入确认增多所致。2020 年 1－3 月，该板块收入为 152.77 万元，相当于上年的 13.43%，毛利率为 54.10%，较 2019 年上升明显，主要系前期成本结转较多，本期结转规模相对减少所致。

3. 未来发展

截至 2020 年 3 月底，公司拟建项目以市政代建工程项目和旅游餐饮项目为主，共计 7 个，预计总投资 35.23 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 13　截至 2020 年 3 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		
			2020 年	2021 年	2022 年
市政代建项目	嘉禾北京城沿河通道整治及建筑立面改造项目	0.14	--	--	--
	建国路（环城河内段）环境整治提升工程	4.97	1.50	3.47	--
	勤俭路（环城河内段）环境整治提升工程	2.49	0.75	1.74	--
	普民路（庆丰路—南江路）道路工程	0.11	0.01	0.10	--

	中环南路（中环东路—中环西路）沿线景观提升工程	1.15	1.15	--	--
旅游餐饮业项目	嘉兴南湖湖滨高星级酒店项目	11.37	7.50	3.89	--
	湖滨国际人才公寓（公寓式酒店）	15.00	4.00	5.50	5.50
合计	--	**35.23**	**14.91**	**14.70**	**5.50**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2019 年财务报告，容诚会计师事务所（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。公司提供的 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

2019 年及 2020 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内共有一级子公司 15 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有增长；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。

截至 2019 年底，公司资产总额 277.51 亿元，较上年底增长 1.02%，公司资产仍以流动资产为主，占比 89.40%。

表14　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.72	4.99	11.31	4.08	29.77	10.12
其他应收款	19.54	7.11	18.91	6.81	17.57	5.97
存货	192.79	70.15	212.68	76.64	216.11	73.49
其他流动资产	15.83	5.76	4.71	1.70	0.76	0.26
流动资产	**242.82**	**88.39**	**248.10**	**89.40**	**264.77**	**90.03**
可供出售金融资产	5.62	2.05	4.66	1.68	4.66	1.58
投资性房地产	10.43	3.80	10.20	3.68	10.08	3.43
无形资产	1.31	0.48	2.77	1.00	2.74	0.93
在建工程	3.31	1.20	0.72	0.26	0.91	0.31
固定资产	9.28	3.38	9.07	3.27	8.90	3.03
非流动资产	**31.89**	**11.60**	**29.41**	**10.60**	**29.31**	**9.97**
资产总额	**274.71**	**100.00**	**277.51**	**100.00**	**294.08**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 248.10 亿元，较上年底增长 2.17%，主要系存货增长所致。从构成来看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。

截至2019年底，公司货币资金11.31亿元，较上年底下降 17.54%，主要由银行存款构成，公司无受限货币资金。

截至 2019 年底，公司其他应收款 18.91 亿元，较上年底下降 3.25%，主要系与股东以及其他平台公司的往来款构成；公司其他应收款累计计提坏账准备 0.07 亿元，计提比例低。其他应收款前五名欠款合计占比 85.47%，集中度较高。

截至 2019 年底，公司存货 212.68 亿元，较上年底增长 10.32%，主要系受托代建项目持续投入所致。构成较上年底变化不大，其中受托代建项目占 87.28%（含土地开发项目 107.50 亿元、市政代建工程项目 76.00 亿元、其他项目 2.00 亿元）、开发成本占 6.10%、开发产品占 1.64%；公司累计提存货跌价准备 22.85 万元，计提比例低。

截至 2019 年底，公司其他流动资产 4.71

亿元，较上年底下降 70.28%，主要系公司购买的理财产品到期赎回所致。

截至 2019 年底，公司的非流动资产 29.41 亿元，较上年底下降 7.77%，从构成看，主要由可供出售金融资产、投资性房地产以及固定资产构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 4.66 亿元，较上年底下降 17.13%，主要系公司将嘉兴市联合污水处理有限责任公司和嘉兴市新港污水处理有限公司权益无偿划出所致。从构成看，主要由公司对嘉兴银行股份有限公司权益持有 1.50 亿元以及对嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司权益持有 2.50 亿元构成。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 10.20 亿元，较上年底下降 2.19%，从构成看，由房屋及建筑物账面价值构成；公司投资性房地产累计计提折旧和摊销 1.81 亿元，未做计提减值准备。

截至 2019 年底，公司固定资产 9.07 亿元，较上年底下降 2.30%，主要由房屋及建筑物和业务运营所需的各类设备构成。其中，房屋及建筑物为 3.64 亿元、专用设备 5.00 亿元；固定资产累计计提折旧 5.55 亿元，不计提减值准备。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 294.08 亿元，较上年底增长 5.97%。资产结构以流动资产为主，较上年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产 12.20 亿元，主要由借款抵押的存货 11.72 亿元及抵押城投置业所有者权益 0.48 亿元构成，受限比例 4.15%，受限水平较低。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模相对稳定，权益稳定性较强。

截至 2019 年底，公司所有者权益 134.67 亿元，较上年底增长 1.88%。公司所有者权益主要由资本公积和实收资本构成，所有者权益结构较为稳定。截至 2019 年底，公司实收资本为 22.50 亿元，较上年底保持不变。公司资本公积 89.39 亿元，较上年底增长 0.73%，主要系股东增资 5.88 亿元及资产划拨使资本公积减少 5.50 亿元所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 134.99 亿元，较上年底增长 0.24%，结构较上年底保持相对稳定。

表 15 公司主要所有者权益构成情况 （单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	22.50	16.94	22.50	17.02	22.50	17.06
资本公积	88.74	67.04	89.39	66.38	89.89	66.59
未分配利润	20.84	15.77	22.59	16.77	22.17	16.42
归属于母公司权益	**132.16**	**99.98**	**134.59**	**99.94**	**134.67**	**99.76**
少数股东权益	**0.02**	**0.02**	**0.08**	**0.06**	**0.31**	**0.23**
所有者权益合计	**132.19**	**100.00**	**134.67**	**100.00**	**134.99**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

跟踪期内，公司债务规模较为稳定，整体债务负担一般；公司 2021 年存在一定集中兑付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 153.77 亿元，较上年底增长 0.23%，规模较上年底保持相对稳定。公司负债以流动负债为主，但占比有所下降。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.25	1.58	2.20	1.54	5.00	3.14

其他应付款	84.79	59.49	77.57	54.31	86.75	54.53
一年内到期的非流动负债	4.94	3.47	2.54	1.78	0.54	0.34
流动负债	**95.67**	**67.11**	**90.02**	**63.02**	**104.89**	**65.93**
长期借款	3.72	2.61	1.45	1.02	2.25	1.41
应付债券	28.30	19.87	36.73	25.71	37.06	23.29
长期应付款	11.39	8.00	10.93	7.65	11.11	6.98
非流动负债	**46.85**	**32.89**	**52.82**	**36.98**	**54.21**	**34.07**
负债总额	**142.52**	**100.00**	**142.84**	**100.00**	**159.10**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动负债 90.02 亿元，较上年底下降 5.90%，主要系其他应付款下降所致。

截至 2019 年底，公司短期借款 2.20 亿元，较上年底下降 2.01%，全部为保证借款。同期，公司其他应付款 77.57 亿元，较上年底下降 8.52%，主要系收到嘉兴市嘉城资产的棚改项目款项以及公司与其他平台公司的往来款减少所致。

截至 2019 年底，一年内到期的非流动负债 2.54 亿元，较上年底下降 48.67%，从构成看，主要由一年内到期的长期借款 0.54 亿元和应付债券 2.00 亿元构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债 52.82 亿元，较上年底增长 12.74%，主要系应付债券增加所致。公司长期借款 1.45 亿元，较上年底下降 61.13%。从构成看，主要由保证借款 1.00 亿元，质押借款 0.25 亿元及抵押借款 0.18 亿元构成。

截至 2019 年底，公司应付债券 36.73 亿元，较上年底增长 29.79%，主要系公司于 2019 年发行“19 嘉城 01”私募债券所致。同期，公司长期应付款 10.93 亿元，较上年底下降 4.07%，主要由用于基础设施建设的财政拨款构成。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 42.92 亿元，较上年底增长 8.22%，债务结构仍以长期债务为主（占比 88.96%）。将其他流动负债科目中存在的有息债务纳入短期债务考核，调整后短期债务为 9.74 亿元。截至 2019 年底，公司调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 26.24%和 22.09%，分别较上年底上升 3.16 个百分点和 2.61 个百分点。公司资产负债率为 51.47%，较上年底下降 0.41 个百分点，公司整体债务负担一般。

截至 2019 年底，公司需分别于 2020－2022 年兑付 10.50 亿元、30.90 亿元和 0.30 亿元有息债务。总体看，公司 2021 年存在一定集中兑付压力。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 159.10 亿元，较上年底增长 11.38%。同期，有息债务规模 44.84 亿元，较上年底增长 4.47%。其中，长期债务占比为 87.67%，短期债务占比为 12.33%，公司债务结构仍以长期债务为主。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.10%、28.59%和 22.55%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，营业利润率有所下降；公司期间费用有所下降，期间费用控制能力有所增强；公司对政府补贴依赖度较高，公司整体盈利能力较弱。

2019 年，公司实现营业收入 30.10 亿元，较上年增长 2.34%。同期，公司营业成本为 28.69 亿元，较上年增长 7.60%。受燃气板块及旅游板块相关业务毛利率下降的影响，2019 年公司营业利润率下降至 3.95%，较上年下降 4.39 个百分点。

2019 年，公司期间费用 2.75 亿元，较上年下降 21.08%，主要系销售费用下降所致。公司期间费占营业收入的比重下降至 9.14%，费用控制能力有所增强。

非经常性损益方面，截至 2019 年底，公司获得政府补助2.75亿元，同比增长108.78%。受此影响，同期公司利润总额为 1.82 亿元，较上年底上升 161.58%，公司对政府补贴依赖度较高。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.40%和 1.19%，分别较上年上升 0.53 个百分点和 0.87 个百分点；调整后总资本收益率为 1.36%，公司整体盈利能力较弱。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.01 亿元，相当于 2019 年的 16.64%，实现利润总额-0.43 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司受收到往来款减少以及在建项目建设的持续投入影响，经营活动净现金流仍表现为净流出；公司投资活动现金流受理财产品的买入和收回影响较大；随着未来公司业务发展，公司存在一定融资压力。

2019 年，公司经营活动现金流入 40.33 亿元，同比下降 4.27%。其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为 32.68 亿元，同比上升 4.39%，主要系当年收入规模增加所致。公司收到其他与经营活动有关的现金为 7.65 亿元，同比下降 29.30%，主要系公司收到往来款减少所致。同期，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为 58.55 亿元，同比上升 6.70%。2019 年，公司经营活动现金净额为-25.80 亿元。由于购买商品、提供劳务支付的现金有所增长而同期经营活动流入有所减少，公司经营性净现金流持续为负。从现金收入实现质量来看，2019 年公司现金收入比为 108.57%，同比有所增长，现金收入实现质量较好。

2019年，公司投资活动现金流入为21.57亿元，同比增长71.18%，主要由赎回理财产品投资收到现金15.36亿元及收回股权投资5.75亿元构成。2019年，公司投资活动现金流出为12.21亿元，同比下降26.21%，主要系公司购买理财产品所支付的现金支出减少所致。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为9.36亿元，由负转正。

2019 年，公司筹资活动现金流入为 26.56 亿元，较上年增长 5.50%，主要由公司通过银行借款获得的现金以及发行债券收到的现金构成。同期，公司筹资活动现金流出为 12.12 亿元，较上年增长 17.43%，2019 年，公司筹资活动现金净额为 14.44 亿元，表现为净流入。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 7.47 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 3.80 亿元，主要系收回理财产品收到的现金流入；公司筹资活动产生的现金流量净额为 7.18 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较好；同时考虑到外部对公司支持力度较大，公司总体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，截至2019年底，公司流动比率为275.59%，较上年增长21.78个百分点；速动比率为39.34%，较上年下降12.96个百分点。公司现金类资产为11.31亿元，现金短期债务比为2.39倍，现金类资产对调整后短期债务的保障倍数为1.16倍，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2019 年公司 EBITDA 为 4.10 亿元，EBITADA 利息倍数为 2.51 倍，调整后公司全部债务/EBITDA 倍数为 11.70 倍，公司长期偿债能力较好。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 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 42.70 亿元，未使用额度 36.76 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 6.26 亿元，担保比率为 4.65%，担保比率一般。被担保公司主要为区域内国有企业，目前经营情况良好，公司或有负债风险一般。

表17　截至2020年3月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保主体	担保余额
浙江嘉源环境集团有限公司	0.26
嘉兴湘家荡投资有限公司	3.00
嘉兴市湘嘉荡发展投资集团有限公司	3.00
合 计	6.26

资料来源：公司提供

6. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司作为公司行政管理主体，母公司资产和负债占合并口径的比例较低，对公司整体收入和利润贡献较小。

截至 2019 年底，母公司资产总额 118.61 亿元，较上年底增长 10.29%，主要系其他应收款以及其他流动资产增加所致。其中流动资产占 40.29%、非流动资产占 59.71%，结构上仍以非流动资产为主。非流动资产占比较 2018 底下降 11.52 个百分点。母公司资产规模占比合并报表资产规模为 42.74%，占比一般。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 76.62 亿元，较上年底下降 0.40%，无明显变化。其中实收资本占 29.37%、资本公积占 68.75%。母公司所有者权益占合并报表权益总额的 56.89%，占比较高。

截至 2019 年底，母公司负债合计 42.00 亿元，较上年底增长 37.14%。其中流动负债占 12.54%、非流动负债占 87.46%，结构上仍以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 29.40%，占比较低。

截 2019 年底，母公司营业收入 575.66 万元，主要系集团属产权的商品房销售所致，母公司仍以行政管理职能为主。

九、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期的应付债券5.00亿元的保障程度高，未来债券集中偿债压力一般。

截至2020年3月底，公司存续债券本金余额50.48亿元，公司一年内到期兑付债券为“20嘉兴城投SCP001”5.00亿元， 2021年将达到存续债券待偿本金峰值25.48亿元（含“嘉兴城投MTN001”6.00亿元和3亿美元境外债按2019年12月31日美元中间汇率则算人民币19.48亿元）。2019年，公司现金类资产11.31亿元，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为40.33亿元、-25.80亿元和4.10亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表 18 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	金额
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	25.48
剔除受限后现金类资产/一年内到期债券余额	2.26
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.58
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.01
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

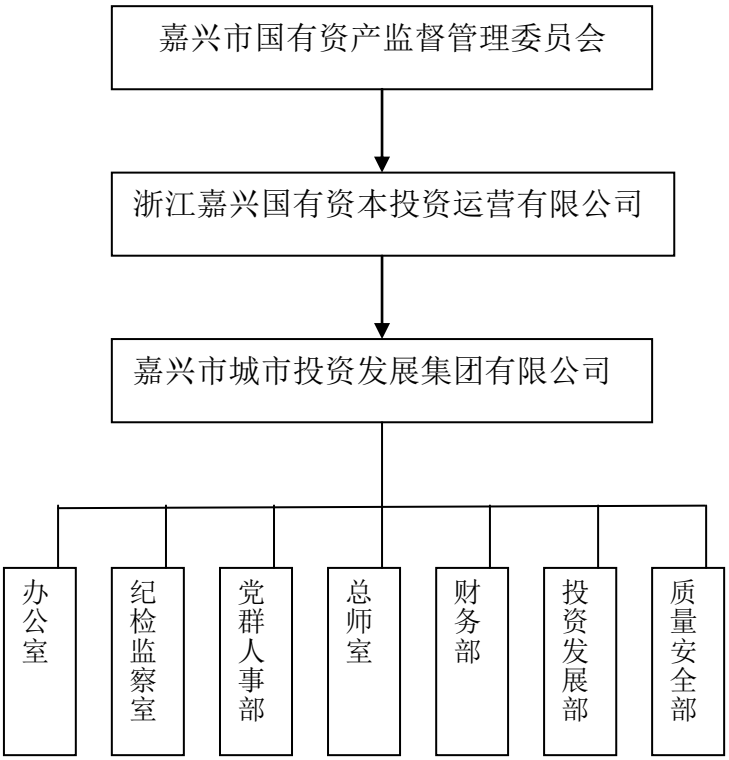
资料来源：联合资信整理

总体看，公司存续债券的短期偿债压力较小，未来存续债券的集中偿付压力一般。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 嘉兴城投 MTN001”和“20 嘉兴城投 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构及组织结构图



附件 2　截至 2020 年 3 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	嘉兴市城建房地产开发有限公司	100.00	7000.00
14	嘉兴市嘉城环艺物业经营管理有限公司	100.00	1500.00
15	嘉兴市嘉城建设发展有限公司	100.00	2000.00

资料来源：公司提供

附件 3-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.79	13.72	11.31	29.77
资产总额(亿元)	252.81	274.71	277.51	294.08
所有者权益(亿元)	131.38	132.19	134.67	134.99
短期债务(亿元)	5.76	7.64	4.74	5.54
调整后短期债务(亿元)	5.76	7.64	9.74	15.54
长期债务(亿元)	17.92	32.02	38.18	39.31
全部债务(亿元)	23.68	39.66	42.92	44.84
调整后全部债务(亿元)	23.68	39.66	47.92	54.84
营业收入(亿元)	24.21	29.41	30.10	5.01
利润总额(亿元)	2.49	0.70	1.82	-0.43
EBITDA(亿元)	5.60	3.11	4.10	--
经营性净现金流(亿元)	42.50	-20.32	-25.80	7.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	183.20	214.84	266.87	85.55
存货周转次数(次)	0.13	0.15	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.11	0.11	0.02
现金收入比(%)	104.70	106.45	108.57	110.73
营业利润率(%)	14.53	8.34	3.95	0.18
总资本收益率(%)	2.88	0.87	1.40	-0.24
调整后总资本收益率(%)	2.88	0.87	1.36	-0.22
净资产收益率(%)	1.80	0.32	1.19	-0.32
长期债务资本化比率(%)	12.00	19.50	22.09	22.55
全部债务资本化比率(%)	15.27	23.08	24.17	24.94
调整后全部债务资本化比率(%)	15.27	23.08	26.24	28.89
资产负债率(%)	48.03	51.88	51.47	54.10
流动比率(%)	249.67	253.81	275.59	252.44
速动比率(%)	62.50	52.30	39.34	46.40
经营现金流动负债比(%)	48.08	-21.24	-28.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	1.31	2.51	--
现金短期债务比（倍）	3.96	1.80	2.39	5.38
全部债务/EBITDA(倍)	4.23	12.73	10.48	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.23	12.73	11.70	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务

附件 3-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.39	1.05	0.54	2.27
资产总额(亿元)	83.02	107.55	118.61	135.69
所有者权益(亿元)	74.74	76.93	76.62	77.10
短期债务(亿元)	--	3.00	--	--
调整后短期债务(亿元)	--	3.00	5.00	10.00
长期债务(亿元)	7.41	26.71	36.73	37.06
全部债务(亿元)	7.41	29.71	36.73	37.06
调整后全部债务(亿元)	7.41	29.71	41.73	47.06
营业收入(亿元)	--	--	0.06	--
利润总额(亿元)	0.25	0.27	0.39	-0.02
EBITDA(亿元)	0.25	0.27	0.39	--
经营性净现金流(亿元)	5.16	-10.39	-29.27	-3.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	0.33	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	14.52	--
营业利润率(%)	--	--	24.13	--
总资本收益率(%)	0.31	0.25	0.35	-0.07
调整后总资本收益率(%)	0.31	0.25	0.33	-0.02
净资产收益率(%)	0.34	0.35	0.51	-0.11
长期债务资本化比率(%)	9.02	25.77	32.41	32.46
全部债务资本化比率(%)	9.02	27.86	32.41	32.46
调整后全部债务资本化比率(%)	9.02	27.86	35.26	37.90
资产负债率(%)	9.96	28.47	35.41	43.18
流动比率(%)	873.00	760.90	907.61	300.01
速动比率(%)	873.00	760.63	903.82	299.08
经营现金流动负债比(%)	598.75	-265.38	-555.91	--
现金短期债务比(倍)	--	0.35	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.31	111.86	93.83	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	29.31	111.86	106.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年一季度财务报表未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务

附件 4　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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