信用等级公告

联合〔2019〕2217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”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

二〇一九年七月二十四日

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跟踪评级报告

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
16 嘉兴城投 MTN001	6.00 亿元	2021/4/15	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项 目）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.43	22.79	13.72	19.61
资产总额(亿元)	230.22	253.86	274.71	270.82
所有者权益(亿元)	122.83	132.79	132.19	131.86
短期债务(亿元)	19.41	5.76	7.19	5.27
长期债务(亿元)	38.42	17.92	32.02	31.83
全部债务(亿元)	57.83	23.68	39.21	37.09
营业收入(亿元)	18.40	24.10	29.41	7.21
利润总额(亿元)	1.93	2.27	0.70	-0.32
EBITDA(亿元)	5.05	5.39	3.11	--
经营性净现金流(亿元)	14.31	42.50	-20.32	-3.67
应收类款项/资产总额(%)	9.17	7.97	7.18	8.79
营业利润率(%)	18.13	14.13	8.34	1.99
净资产收益率(%)	1.55	1.62	0.32	--
资产负债率(%)	46.65	47.69	51.88	51.31
全部债务资本化比率(%)	32.01	15.13	22.88	21.96
流动比率(%)	370.42	250.46	253.81	257.96
经营现金流动负债比(%)	25.68	48.00	-21.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.44	4.40	12.59	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计

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

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持续具有区域专营优势，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，公司营业收入不断增长。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的主体长期信用等级为AA+，维持“16嘉兴城投MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，嘉兴市经济总量持续保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 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持续具有区域专营优势。
3. 跟踪期内，公司持续获得在项目资本金以及财政补贴等方面的外部支持。

关注

1. 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. 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. 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情况。

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。

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”）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，2018 年公司股东嘉兴市文化名城投资集团有限公司（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）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”），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 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 22.50 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司本部内设办公室、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 15 家全资一级子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 274.71 亿元，所有者权益 132.19 亿元；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 3 月底，公司资产总额 270.82 亿元，所有者权益 131.86 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.21 亿元，利润总额 -0.32 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2019年6月底，联合资信所评“16嘉兴城投MTN001”尚需偿还债券余额6.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付“16嘉兴城投MTN001”券利息。

截至 2019 年 6 月底，“16 嘉兴城投 MTN001”募集资金全部用于置换银行贷款，已全部使用完毕。

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

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	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。

	指导意见》国发办〔2019〕6号	
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

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。

2018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%。

2018年，嘉兴市实现固定资产投资3241.38亿元，同比增长7.70%。同期，嘉兴市全年房地产开发投资为952.52亿元，同比增长31.60%。2018年嘉兴市房屋施工面积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%。

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，原股东更名为嘉兴国资，实际控制人仍为嘉兴市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，嘉兴市一般预算快速增长，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。

2018年，嘉兴市地方一般公共预算收入518.55亿元，同比增长16.85%；一般公共预算

支出 588.87 亿元，自给率 88.06%，自给能力一般。

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 年底嘉兴全市地方政府债务余额 894.70 亿元，其中，市级 105.13 亿元。全市新增政府债务限额 97.29 亿元，其中用于建设项目 54.60 亿元，用于置换存量或有债务转化政府债务 42.69 亿元。

2018 年，公司收到嘉兴市中环南路、广益路综合整治工程等财政拨款资金 0.21 亿元，增加“资本公积”；收到基础设施建设资金 0.81 亿元，增加“专项应付款”；收到政府财政补贴款 1.32 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 2019 年 5 月 29 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 2019 年 7 月 22 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。

跟踪期，公司党委书记、董事长以及总经理变更为鉏新良，该变更为正常变更，对公司日常经营管理未产生重大影响。

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、嘉兴市秀洲区水利局水利勘察设计所主任、嘉兴市秀洲区油车港镇副镇长、秀洲新区、秀洲工业园区党工委委员，嘉兴市秀洲新区、秀洲工业园区党工委委员、管委会副主任，嘉兴市秀洲区新城街道党工委副书记、办事处主任，嘉兴市秀洲区油车港镇党委副书记（提名为镇长人选）、秀洲工业园区油车港分区管委会副主任、区北部生态湿地公园开发建设管委会副主任、镇长，嘉兴市秀洲区油车港镇党委书记、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，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）。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入快速增长，仍以燃气、房地产、旅游业务为主，燃气板块相关收入占比不断提升；综合毛利率有所下降。

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，公司收入仍以燃气、房地产、旅游等业务收入为主。其中，天然气、燃气及配套销售收入 2018 年占比上升至 74.75%。2018 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，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。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.21 亿元，相当于 2018 年全年的 24.52%。其中，天然气、燃气及配套销售收入占比上升至 87.00%。

毛利率方面， 2018 年，公司综合毛利率为 9.33%，较上年下降 6.41 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，2019 年 1~3 月，公司营业毛利率持续下降至 2.45%，较上年大幅下降 6.88 个百分点。

表 3　2017~2019 年 3 月公司营业收入变动情况　（单位：万元、%）

业务类型	2017 年			2018 年			2019 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
工程结算	2280.86	0.95	3.64	810.48	0.28	-1.18	71.10	0.10	-50.32
商品房销售	69142.76	28.69	23.70	36458.66	12.40	32.14	352.81	0.49	-38.85
天然气、燃气及配套销售	140934.74	58.48	4.01	219827.97	74.75	2.66	62764.63	87.00	0.81
旅游、客房、餐饮、租金	23031.67	9.56	52.58	29747.04	10.12	27.00	8915.59	12.36	15.94
其他	5597.95	2.32	66.21	7220.98	2.46	25.38	40.61	0.06	22.80
合计	**240987.97**	**100.00**	**15.74**	**294065.13**	**100.00**	**9.33**	**72144.74**	**100.00**	**2.45**

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

跟踪期内，公司燃气业务受“煤改气”影响，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，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、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 2019 年 3 月底，公司燃气管道长度增加至 1041.70 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 877.00 公里，计划于 2021 年前建设完毕。截至 2019 年 3 月底，燃气管道项目总投资 1.10 亿元，已投资 0.60 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，2018 年平均采购价格为 2.31 元/立方米，同比增长 6.94%，较为平稳；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 4　近年公司天然气含税采购情况

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
采购数量（万立方米）	68188.16	100609.62	22694.68
平均采购价格（元/立方米）	2.16	2.31	2.82
合同总价（万元）	147835.50	232569.25	64027.89

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。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 1~3 月为 6.28 亿元，相当于上年的 28.95%。

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	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
居民用户	2.55	2.55	2.55
商业用户	2.294	2.904	2.904
工业用户	2.294	2.904	2.904

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	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
天然气销售收入	138406.05	216929.19	62764.63
天然气销售量	67826.34	100089.60	23582.24
天然气平均销售价格	2.04	2.16	2.66

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，2018 年，公司天然气、燃气配套销售板块毛利率为 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。2019 年 1~3 月，该板块毛利率为0.81%，较上年持续下降，主要系2018年非居民的管输差价减少发生在 2018 年 5 月，综合调整前较高管输差价影响下降程度有所缓，2019 年 1~3 月则不受该因素影响所致。

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 2018 年底，公司“其他应付款”中，嘉城资产支付款项为 58.63 亿元。

截至 2019 年 3 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，公司土地整理均尚未结算。

表 7 截至 2019 年 3 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，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。2018年及2019年1~3月，公司分别收到市政代建工程项目资金4.08亿元和4.15亿元。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65.11亿元），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3月底，公司在建的市政代建工程项目共2个，总投资2.79亿元，规模较小，已完成投资1.27亿元，未来仍需投资1.52亿元。

表8　截至2019年3月底公司在建市政代建工程项目

（单位：万元）

项目	总投资	已投资
恬园路、百花路、新生路道路工程项目	2085.19	1923.50
三元路（建国路-东方路）道路工程项目	25769.66	10747.15
合计	**27854.85**	**12670.65**

资料来源：公司提供

跟踪期内，房地产销售业务收入有所下降，公司无在建房地产项目，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情况。

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3月底，公司无在建商品房及安置房项目，“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剩余安置房项目，对应开发成本3.77亿元，存量规模较小。

由于规模较大的安置房转商品房项目已基本销售完毕，2018年公司实现商品房销售业务收入3.65亿元，较上年减少3.27亿元。2018年，公司商品房销售毛利率为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1~3月，公司房地产销售实现收入352.81万元，相当于上年的0.97%，同期毛利率为-38.85%，表现为亏损主要系提前支付了销售代理费所致。

表9　2017~2018年及2019年1~3月公司商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2017年		2018年		2019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	7.92	5.01	1.09	0.99	0.0087	0.0142
自建商品房销售	3.10	1.90	3.65	2.65	0.01	0.021
合计	**11.02**	**6.91**	**4.74**	**3.65**	**0.0187**	**0.0352**

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着景区参观人流量不断增加公司旅游业务板块收入不断增长；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。

随着景区全年参观人流量不断增加，2018年公司旅游、客房、餐饮以及租金收入为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。毛利率方面，2018年旅游业务板块毛利率为27.00%，较上年下降25.48个百分点，主要系公司子公司嘉兴市银地新农村开发投资有限公司运营成本提高拉低了该板块整体的利润空间所致。2019年1~3月，公司旅游板块收入0.89亿元，相当于上年的29.97%，毛利率为15.94%，较上年

下降 11.06 个百分点，主要系 1 季度为旅游淡季，规模效应不显著，导致利润空间较低所致。

表 10　2017~2018 年及 2019 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	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
全年人流量	107.98	131.25	11.79
旅游收入	4402.98	6130.50	785.84
租金收入	11800.50	16364.00	6479.77
可出租面积	20.20	19.80	19.80
已出租面积	17.80	17.00	17.00

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司旅游板块在建项目 3 个，总投资 25.36 亿元，已投资 10.00 亿元，尚需投资 15.26 亿元，未来剩余投资规模较大，公司将面临一定资金压力。

表 11　截至 2019 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
南湖湖滨片区开发项目	13.93	2.84	2021
芦席汇开发项目	9.13	0.47	2021
嘉兴子城遗址公园改造工程	2.30	6.69	2021
合计	**25.36**	**10.00**	--

资料来源：公司提供

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。

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。2018 年，公司实现工程结算收入 810.48 万元，较上年大幅减少 1470.38 万元，主要系当年新签合同减少所致。同期，该板块毛利率为-1.18%，表现为亏损主要系绿化养护成本增加所致。2019 年 1~3 月，该板块收入为 71.10 万元，相当于上年的 8.77%，毛利率持续大幅亏损为-50.32%，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 3 月底，公司尚未开发的拟建项目以市政代建工程项目和房地产项目为主，共计 3 个，预计总投资 10.96 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 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		
			2019 年	2020 年	2021 年
市政代建项目	东升路（新港桥-中环东路）综合整治（含公交专用道）	0.41	0.41	--	--
	嘉禾北京城沿河通道整治及建筑立面改造项目	0.11	0.11	--	--
房地产项目	华梦地块商品房	10.44	3.72	3.27	3.45
合计		**10.96**	**4.24**	**3.27**	**3.45**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，华普天健会计师事务所（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 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。

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 1~3 月，公司合并范围未发生变化。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共有一级子公司 15 家。

3. 资产质量

跟踪期内，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。

截至 2018 年底，公司资产总额 274.71 亿元，同比增长 8.21%，公司资产仍以流动资产为主，占比 88.39%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.79	8.98	13.72	4.99	19.61	7.24
其他应收款	20.16	7.94	19.54	7.11	22.67	8.37
存货	165.46	65.18	192.79	70.18	192.20	70.97
其他流动资产	12.61	4.97	15.83	5.76	3.51	1.30
流动资产	**221.78**	**87.36**	**242.82**	**88.39**	**239.01**	**88.25**
可供出售金融资产	5.62	2.21	5.62	2.05	5.62	2.07
投资性房地产	11.26	4.44	10.43	3.80	10.31	3.81
固定资产	9.62	3.79	9.28	3.38	9.11	3.36
非流动资产	**32.08**	**12.64**	**31.89**	**11.61**	**31.81**	**11.75**
资产总额	**253.86**	**100.00**	**274.71**	**100.00**	**270.82**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告以及2019年1季度财务数据整理

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。流动资产主要由货币资金、其他应收款、其他流动资产和存货构成。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。公司其他应收款 19.54 亿元，同比下降 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。公司存货 192.79 亿元，同比增长 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 94.90 亿元、市政代建工程项目 65.11 亿元、其他项目 2.09 亿元）、土地资产占 8.79%、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。公司其他流动资产 15.83 亿元，同比增长 25.53%，主要系公司购买的理财产品增加所致。

截至 2018 年底，公司的非流动资产 31.89 亿元，同比减少 0.60%，主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产以及在建工程构成。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。公司投资性房地产 10.43 亿元，同比减少 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。公司固定资产 9.28 亿元，同比减少 3.57%，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 3 月底，公司合并资产总额 270.82 亿元，较上年底减少 1.41%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产主要由货币资金 0.40 亿元构成，受限比例低。

4. 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。公司有息债务规模大幅增长，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。

截至 2018 年底，公司所有者权益 132.19 亿元，同比减少 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。2018 年底，公司实收资本保持稳定为 22.50 亿元，全部由股东注资构成。公司资本公积 88.74 亿元，同比减少 1.72%，主要系审计调整所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 131.86 亿元，较上年底减少 0.25%，规模较上年底保持相对稳定。

截至 2018 年底，公司负债总额 142.52 亿元，同比增长 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，但占比有所下降。

表14　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.24	1.02	2.25	1.58	2.25	1.62
其他应付款	78.40	64.75	84.39	59.22	83.73	60.25
一年内到期的非流动负债	4.53	3.74	4.94	3.47	3.02	2.17
流动负债	**88.55**	**73.14**	**95.67**	**67.13**	**92.65**	**66.67**
长期借款	8.02	6.62	3.72	2.61	3.92	2.82
应付债券	9.90	8.18	28.30	19.86	27.91	20.08
长期应付款	0.69	0.57	0.31	0.22	0.31	0.23
专项应付款	10.82	8.93	11.08	7.77	10.60	7.63
非流动负债	**32.53**	**26.86**	**46.85**	**32.87**	**46.31**	**33.33**
负债总额	**121.08**	**100.00**	**142.52**	**100.00**	**138.97**	**100.00**
实收资本	22.50	16.94	22.50	17.02	22.50	17.06
资本公积	90.29	67.99	88.74	67.13	88.74	67.30
未分配利润	19.87	14.97	20.84	15.77	20.52	15.56
所有者权益	**132.79**	**100.00**	**132.19**	**100.00**	**131.86**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年 1 季度财务数据整理

截至 2018 年底，公司流动负债 95.67 亿元，同比增长 8.04%，主要系其他应付款增加所致。公司短期借款 2.25 亿元，同比增长 81.78%，全部为信用借款。公司其他应付款 84.39 亿元，同比增长 7.65%，主要系收到嘉兴市嘉城资产的棚改项目款项以及其他平台公司的往来款增加所致。一年内到期的非流动负债 4.94 亿元，同比增长 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。

截至 2018 年底，公司非流动负债 46.85 亿元，同比增长 44.03%，主要系应付债券增加所致。公司长期借款 3.72 亿元，同比减少 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。公司应付债券 28.30 亿元，同比增长 185.85%，主要系公司于 2018 年发行 20.34 亿元境外债所致。公司专项应付款 11.08 亿元，同比增长 2.42%，主要由用于基础设施建设的财政拨款构成。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 138.97 亿元，较上年底减少 2.49%，公司负债构成仍以流动负债为主，较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 39.21 亿元，同比增长 65.58%，债务结构仍以长期债务为主（占比 81.67%）。2018 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 22.88%和 19.50%，分别较上年上年底上升 7.75 个百分点和 7.61 个百分点。公司资产负债率为 51.88%，较上年底上升 4.19 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司有息债务规模 37.09 亿元，同比减少 5.40%。其中，长期债务占比为 85.80%，短期债务占比为

14.20%，公司债务结构仍以长期债务为主。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51.31%、21.96%和19.44%，较上年底基本持平。公司分别需于2019~2021年兑付6.30亿元、2.90亿元和25.80亿元有息债务。总体看，公司将于2021年存在一定集中兑付压力。

5. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，但营业利润率有所下降；公司期间费用有所下降，利润总额对财政补贴依赖仍较大。

2018年，公司实现营业收入29.41亿元，同比增长22.02%。同期，公司营业成本为26.66亿元，同比增长31.31%。受燃气板块及旅游板块相关业务毛利率下降影响，2018年营业利润率下降至8.34%，较上年下降5.79个百分点。

2018年，公司期间费用3.48亿元，同比下降15.06%，主要系财务费用下降所致。2018年，公司期间费占营业收入的比重下降至11.85%，费用控制能力有所增强。

非经常性损益方面，公司2018年获得财政补贴1.32亿元，同比减少50.25%。受此影响，同期公司利润总额为0.70亿元，同比减少69.31%，利润总额对财政补贴依赖较大。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为分别为0.95%和0.32%，分别较上年下降1.85个百分点和1.30个百分点，公司整体盈利能力较弱。

2019年1~3月，公司实现营业收入7.21亿元，相当于2018年的24.52%，实现利润总额-0.32亿元。

6. 现金流分析

跟踪期内，公司受收到往来款和棚改资金的减少以及棚改及市政等项目的不断投入影响，经营活动净现金流表现为净流出；公司投资活动现金流受理财产品的买入和收回影响较大，公司存在一定融资压力。

2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为31.30亿元，同比增长23.47%，主要系当年收入规模增加所致。收到其他与经营活动有关的现金为10.83亿元，同比减少82.88%，主要为公司收到嘉城资产的棚改项目资金、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。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54.88亿元，同比增长56.25%。2018年，公司经营活动现金净额为-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，2018年公司现金收入比分别为104.65%，较上年基本持平，现金收入实现质量较好。

2018年，公司投资活动现金流入为12.60亿元，同比增长83.12%，主要来自收回理财产品投资收到的现金。2018年，公司投资活动现金流出为16.55亿元，同比增长19.32%，主要系投资支付的现金，为公司购买理财产品的现金支出。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.95亿元。

2018年，公司筹资活动现金流入为25.18亿元，较上年大幅增长21.44亿元，主要是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。2018年，公司筹资活动现金流出为10.32亿元，较上年大幅减少23.61亿元，主要系偿还当年借款本息支出的现金。2018年，公司筹资活动现金净额为14.85亿元，表现为净流入。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.67亿元；投资活动产生的现金流量净额为12.15亿元，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-2.60亿元。

7. 偿债能力

跟踪期内，相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，且间接融资渠道较畅通，公司短期债务支付能力尚可；公司长期偿债能力较弱，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，截至2018年底，公司流动比率为253.81%，较上年增长3.35个百分点；速动比率为52.30%，较上年下降11.30个百分点。截至2018年底，公司现金类资产为13.72亿元，为短期债务的1.91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，2018 年公司 EBITDA 为 3.11 亿元，同比减少 42.30%，主要系利润总额减少所致。公司全部债务/EBITDA 倍数为 12.59 倍，公司 EBITDA 对全部债务保障能力很弱。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 3 月底，公司共获得银行授信 42.80 亿元，未使用额度 36.76 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 10.79 亿元，担保比率为 8.16%，担保比率一般。被担保公司主要为国资控股公司，目前经营情况良好，公司或有负债风险一般。

表15　截至2019年3月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保主体	担保余额
嘉兴市嘉源给排水有限公司	5850.00
嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司	18000.00
嘉兴市高等级公路投资有限公司	50000.00
嘉兴湘家荡投资有限公司	30000.00
嘉兴市秀源路通公路工程有限公司	4000.00
合 计	**107850.00**

资料来源：公司提供

8.　母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 107.55 亿元，同比增长 27.43%，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 27.69%、非流动资产占 72.31%，结构仍以非流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 39.15%，占比一般。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 76.93 亿元，同比增长 1.05%，较 2018 年底无明显变化。其中实收资本占 29.25%、资本公积占 69.37%。母公司所有者权益占合并报表权益总额的 58.20%，占比较高。

截至 2018 年底，母公司负债合计 30.62 亿元，同比大幅增长 270.24%。其中流动负债占 12.78%、非流动负债占 87.22%，仍以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 21.49%，占比较小。

2018 年，由于母公司主要行使管理职能，母公司无营业收入。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司现金类资产对一年内到期的应付债券1.90亿元保障程度高，未来债券集中偿债压力一般。

截至2018年底，公司一年内到期兑付债券为2015年3月发行的“资产证券化-禾燃气04”1.90亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值26.58亿元（含“16嘉兴城投MTN001”6.00亿元和3亿美元境外债按2018年12月31日美元中间汇率则算人民币20.58亿元）。2018年底，公司现金类资产13.72亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为42.13亿元、-20.32亿元和3.11亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	1.90
现金类资产/一年内到期债券余额	7.22
未来待偿债券本金峰值	26.58
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.59
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.12

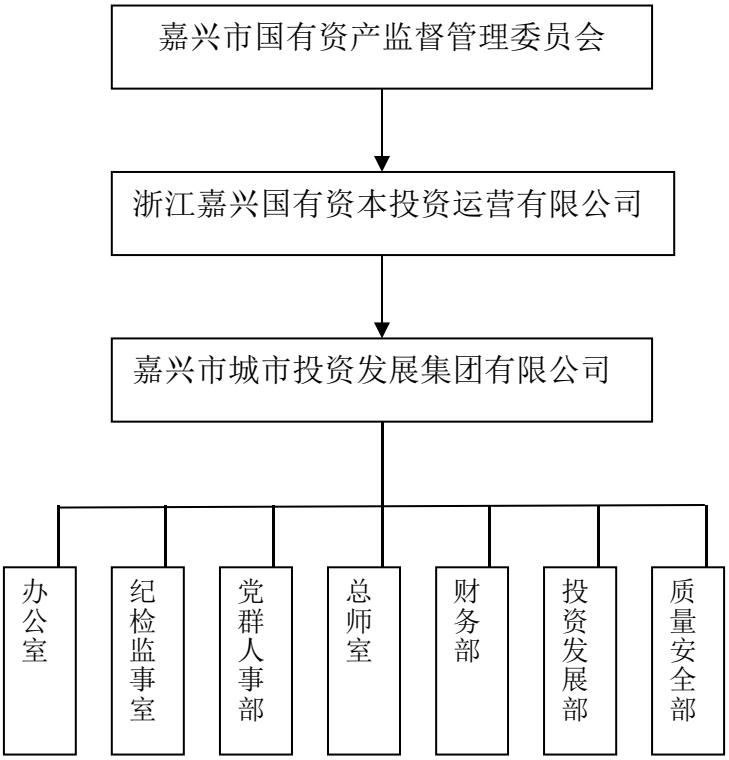
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖能力一般；现金类资产对一年内到期的债券余额覆盖能力强。

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”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构及组织结构图



附件 2　截至 2019 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　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.43	22.79	13.72	19.61
资产总额(亿元)	230.22	253.86	274.71	270.82
所有者权益(亿元)	122.83	132.79	132.19	131.86
短期债务(亿元)	19.41	5.76	7.19	5.27
长期债务(亿元)	38.42	17.92	32.02	31.83
全部债务(亿元)	57.83	23.68	39.21	37.09
营业收入(亿元)	18.40	24.10	29.41	7.21
利润总额(亿元)	1.93	2.27	0.70	-0.32
EBITDA(亿元)	5.05	5.39	3.11	--
经营性净现金流(亿元)	14.31	42.50	-20.32	-3.67
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	115.82
应收类款项/资产总额(%)	9.17	7.97	7.18	8.79
营业利润率(%)	18.13	14.13	8.34	1.99
总资本收益率(%)	3.35	2.80	0.95	--
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	19.44
全部债务资本化比率(%)	32.01	15.13	22.88	21.96
资产负债率(%)	46.65	47.69	51.88	51.31
流动比率(%)	370.42	250.46	253.81	257.96
速动比率(%)	84.71	63.60	52.30	50.52
经营现金流动负债比(%)	25.68	48.00	-21.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.44	4.40	12.59	--

注：2019 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%
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 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