

信用等级公告

联合〔2020〕791号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司及其拟发行的 2020 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司 2020 年度第二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

二〇二〇年四月八日

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>

嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司

2020 年度第二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

评级时间：2020 年 4 月 8 日

债项概况：

本期中期票据发行规模：3.00 亿元

本期中期票据期限：3+2 年

偿还方式：按年计息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息负债

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	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			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	F3	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	3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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

评级观点：

嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司（以下简称“公司”）是嘉兴市经济技术开发区（以下简称“嘉兴经开区”）重要的基础设施建设主体，业务区域专营性较强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司外部发展环境良好，待出让土地充足，以及公司在资金注入和财政补贴方面得到有力的外部支持；同时，联合资信也关注到，公司其他非流动资产和存货占比高，对资金形成较大占用，整体资产质量一般；未来债务集中偿付压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度好。

近年来，嘉兴市经济总量保持增长，为公司业务发展提供良好的外部环境。未来随着公司承建项目陆续回购和土地出让，公司收入和盈利规模有望得到支撑。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以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小；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. 公司外部发展环境良好。2017—2019 年，嘉兴市地区生产总值持续增长，分别为 4355.24 亿元、4871.98 亿元和 5370.32 亿元，为公司业务发展提供了良好的外部环境。
2. 公司获得有力的外部支持。2016—2018 年，公司分别收嘉兴经开区财政拨款 4.59 亿元、14.94 亿元和 17.24 亿元。
3. 公司待出让土地充足，未来收入持续性好。截至 2019 年 9 月底，公司可出让土地 46.97 亿元，待出让规模大，为土地开发业务收入提供一定保障。

关注

1. 公司资产质量一般。截至 2019 年 9 月底，公司资产中存货和其他非流动资产分别占 30.63%和 35.65%，对资金形成较大占用，公司资产流动性较弱，整体资产质量

分析师：楚方媛 高志杰

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

一般。

2. 集中偿付压力较大。2022年，公司需偿还15.20亿元到期债务，面临较大集中偿付压力。

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)	6.81	5.75	3.98	4.91
资产总额(亿元)	163.25	165.31	175.29	188.47
所有者权益(亿元)	79.46	94.85	134.66	137.81
短期债务(亿元)	10.23	15.26	6.60	4.01
长期债务(亿元)	32.98	23.96	19.34	31.33
全部债务(亿元)	43.21	39.22	25.94	35.34
营业收入(亿元)	6.42	11.54	14.61	8.60
利润总额(亿元)	1.03	1.55	1.51	0.28
EBITDA(亿元)	1.89	4.30	3.47	--
经营性净现金流(亿元)	0.83	5.34	9.73	4.03
营业利润率(%)	3.36	17.75	6.63	3.44
净资产收益率(%)	1.31	1.63	1.14	--
资产负债率(%)	51.33	42.62	23.18	26.88
全部债务资本化比率(%)	35.23	29.25	16.15	20.41
流动比率(%)	216.88	241.86	342.75	397.27
经营现金流动负债比(%)	2.28	18.95	51.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.50	1.25	1.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.84	9.11	7.48	--
现金短期债务比(倍)	0.42	0.38	0.42	0.49
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)	149.89	150.86	158.36	171.67
所有者权益(亿元)	71.40	85.33	117.67	121.03
全部债务(亿元)	36.96	34.70	19.98	29.95
营业收入(亿元)	5.94	11.32	13.80	8.26
利润总额(亿元)	1.57	2.32	2.40	0.49
资产负债率(%)	52.37	43.44	25.70	29.50
全部债务资本化比率(%)	34.11	28.91	14.52	19.84
流动比率(%)	214.74	252.35	249.66	288.33
经营现金流动负债比(%)	5.65	19.12	51.26	--

注：2019年三季度未经审计

主体评级历史：

信用等级	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	2019/7/19	王治、高志杰	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	2015/12/8	王冰、王治	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均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司（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。

嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司（以下简称“公司”或“嘉兴经开”）是经嘉兴市人民政府授权浙江省嘉兴经济开发区管委会投资组建的国有独资公司。公司原名嘉兴经济开发区建设发展有限责任公司，于1995年5月16日在嘉兴市工商行政管理局注册登记，初始注册资本1000万元，初始股东为嘉兴经济技术开发区管委会。1998年9月11日，根据嘉兴经济开发区管委会嘉开管发（1998）135号文件批复，公司增加注册资本4000万元；2002年11月15日，根据嘉兴经济开发区管委会嘉开管发（2002）305号文件批复，公司增加注册资本4.50亿元；2007年11月15日，公司更名为嘉兴经济开发区投资发展集团有限责任公司，股东变更为嘉兴经济开发区国有资产管理办公室；2010年8月3日公司更名为现名。2015年6月，公司股东变更为嘉兴经济技术开发区（嘉兴国际商务区）国有资产监督管理办公室（以下简称“嘉兴经开区国资办”）。2019年1月，公司股东变更为嘉兴经济技术开发区财政局（以下简称“经开区财政局”）。截至2019年9月底，公司注册资本及实收资本均为5.00亿元，经开区财政局为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围包括：房地产综合开发、经营；基础设施建设、土地整理、土地开发、工业项目投资、房屋租赁、楼宅管理、房屋拆迁；绿化工程施工与养护；市政工程养护；建筑材料的销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年9月底，公司本部内设综合部、财务部、房建部、市政部、征迁部、资产部和内审部共7个职能部门；合并范围14家子公司。

截至2018年底，公司资产总额175.29亿元，所有者权益134.66亿元（包含少数股东权益6.32亿元），2018年实现营业收入14.61亿元，利润总额0.93亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额188.47亿元，所有者权益137.81亿元（包含少数股东权益6.31亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入8.60亿元，利润总额0.28亿元。

公司注册地址：嘉兴市昌盛南路36号19幢1105室。法定代表人：韩峻。

二、本期中期票据概况

公司已于2019年注册12.00亿元中期票据，本次拟发行2020年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）3.00亿元，期限为3+2年，附公司第3年票面利率选择权和投资者回售选择权，按年计息，到期一次还本。募集资金计划全部用于偿还公司有息负债。

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，战略性新兴产业服务业、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 万亿元。

(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，延缓企业开工复产，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，财政部会同人社部、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，支持企业复工复产，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. 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》国办发〔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	严格按照要求规范的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。

4. 区域经济概况

近年来，**嘉兴市和嘉兴经济技术开发区（以下简称“嘉兴经开区”）经济发展稳定，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。**

公司是嘉兴经开区土地整理开发、经济适用房和基础设施建设重要主体。嘉兴市及嘉兴经开区的社会经济发展状况对公司具有较大影响。

（1）嘉兴市概况

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，嘉兴市陆地面积 3915 平方公里，现有人口 450.17 万，下辖南湖、秀洲两区，嘉善、海盐两个县，代管平湖、海宁、桐乡三个县级市。

根据 2017—2019 年嘉兴市国民经济和社会发展统计公报，2017—2019 年，嘉兴市全市生产总值持续增长，分别为 4355.24 亿元、4871.98 亿元和 5370.32 亿元。其中，2019 年第一产业增加值 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，同比增长 5.4%。2019 年，全市固定资产投资比上年增长 11.3%，其中，重点领域投资加快；2019 年，全市交通运输投资、高新技术产业投资、民间项目投资、生态环境和公共设施投资等四大领域投资增长均快于面上，分别比上年增长 43.7%、35.8%、15.8%、12.1%。2019 年，嘉兴市全年房地产

开发投资比上年增长 2.9%，其中住宅投资增长 1.8%。房屋施工面积 5364.57 万平方米，增长 14.0%；房屋竣工面积 626.80 万平方米，增长 51.4%，商品房销售面积 1069.19 万平方米，下降 7.7%；未来嘉兴可能面临一定的去化压力。

（2）嘉兴经开区概况

嘉兴经开区创建于 1992 年 8 月，是浙江省政府首批批准设立的省级经济开发区。2010 年 3 月嘉兴经开区升级为国家级开发区，并被确定为浙江省 14 个产业集聚区之一。嘉兴经开区面积约 70 平方公里。嘉兴国际商务区创建于 2010 年 1 月，规划面积 40 平方公里。为充分发挥国家级开发区的体制机制优势，实现资源共享，强化了精简高效、精干有力的发展格局，嘉兴经济技术开发区与国际商务区实行区域合署体制。目前，嘉兴经开区全区规划控制面积已达 110 平方公里，委托管理城南、嘉北、塘汇、长水四个街道，总人口 32 万多。公司业务主要集中嘉兴经开区 70 平方公里范围内，是嘉兴经开区土地整理开发、基础设施建设和经适房建设的重要主体。

根据嘉兴经济技术开发区（国际商务区）公开数据显示，2019 年 1—11 月，全区规模以上工业企业累计完成总产值 442.77 亿元，同比增长 6.6%；实现营业收入 448.49 亿元，同比增长 7.0%。完成利税总额 34.46 亿元，同比下降 12.6%，其中利润总额 25.71 亿元，同比下降 11.3%。2019 年 1—11 月，全区固定资产投资完成 218.34 亿元，同比增长 11.5%。其中工业生产性投入 31.75 亿元，同比增长 22.0%。2019 年 1—11 月，全区累计新批外资项目 24 个，合同利用外资 75713 万美元，同比增长 10.2%；实到外资 38250 万美元，同比增长 7.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 5.00 亿元，全部为货币出资。嘉兴

经开区财政局持股 100.00%，为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模

嘉兴经开区包括两家平台企业，分别为公司及嘉兴国际商务区投资建设有限公司；其

中，公司主要负责嘉兴经开区 70 平方公里范围基础设施建设、保障房建设、经济适用房建设及土地整理业务，嘉兴国际商务区投资建设有限公司主要负责嘉兴国际商务区 40 平方公里范围内的土地开发和基础设施建设业务。

表 3 截至 2018 年底嘉兴经开区平台企业情况（单位：亿元）

企业名称	股东/实控人	资产总额	净资产	有息债务	营业收入	利润总额	其他收益
公司	嘉兴经开区财政局	175.29	134.66	28.84	14.61	1.51	2.63
嘉兴国际商务区投资建设有限公司	嘉兴经开区财政局（90%） 嘉兴经开（10%）	122.55	91.73	24.25	6.56	1.53	0.21

3. 人员素质

公司高管人员管理经验丰富，人员构成基本满足公司现阶段的经营需要。

截至 2019 年底，公司高级管理人员包括董事长 1 人、总经理 1 人、副总经理 5 人，均具有长期的专业管理经验。

韩峻先生，1975 年生，本科学历，中共党员，高级工程师。曾任嘉兴市规划管理处职员、嘉兴经开区建设局建设检查科副科长、科长，规划管理科科长，嘉兴国际商务区投资建设有限公司总经理助理、副总经理、总经理、董事长，现任公司董事长。

钱军先生，1977 年生，本科学历，中共党员，高级工程师。曾任浙江宏建建设有限公司项目经理，嘉兴经开区建设交通局交通员、安全监督处副处长、处长，公司副总经理。现任公司副董事长兼总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司共有员工 182 人。按学历构成划分，本科及以上学历的 150 人，大专学历 25 人，高中、中专学历及以下 7 人；按职称结构划分，高级职称 7 人；中级职称 46 人；初级职称 35 人。

4. 外部支持

近年来，嘉兴经开区财政收入稳步增长且财政自给率高，公司得到政府在资金注入、财政补贴等多方面大力支持。

2017—2019 年，嘉兴经开区一般预算收入

持续增长，分别为 21.93 亿元、26.33 亿元和 28.93 亿元。其中，2019 年一般公共预算收入中税收收入 26.49 亿元，非税收入 2.44 亿元，财政收入质量很好；税收返还和上级转移支付收入 3.61 亿元。2019 年，嘉兴经开区一般公共预算支出 29.95 亿元，财政自给率 96.59%，自给率高。

公司作为嘉兴经开区土地整理开发、经济适用房和基础设施建设的重要主体，在资本金注入、财政补贴方面获得政府的大力支持。

资金注入

2016—2018 年，公司分别收到嘉兴经开区财政拨款 2.59 亿元、12.91 亿元和 14.61 亿元，计入“资本公积”科目；2018 年，公司获得地方政府债置换资金转增资本公积 22.48 亿元。

财政补贴

2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司收到嘉兴经开区财政补贴 2.00 亿元、2.03 亿元、2.63 亿元和 0.90 亿元，分别计入“营业外收入”和“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

公司过往履约情况良好；未发现公司有其他不良信贷记录。

根据中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码为 G1033040100031620K），截至 2020 年 3 月 13 日，公司无未结清关注类及不良类贷款，已结清关注类贷款 43 笔，根据中国农业银行股份有限公司嘉兴经济开发区支

行出具的说明，以上贷款系公司于 2009 年因政府平台类贷款整改，由流动资金贷款重新约期为固定资产贷款，按照总行要求对平台类整改重新约期贷款一律调整为关注贷款，以上贷款已正常还本付息。目前公司均按时偿还贷款本息，未发生逾期情况，相关贷款执行正常，过往履约情况良好。

截至 2020 年 3 月 30 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构较为合理，内部管理结构较为清晰，管理制度建设整体健全，能够满足公司经营需求。

1. 法人治理结构

公司依照《公司法》及有关法律法规相关要求，已经建立了较为规范的法人治理结构。公司不设股东会，股东会职权由出资人行使。公司设立董事会，董事会人数 7 人，其中职工董事 1 名。董事会每届任期为三年，任期届满经委派和选举可以连任。董事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事会成员（不含职工代表）由出资人委派或更换。董事会设董事长、副董事长各一人，由出资人在董事会人员中指定。

公司设立有监事会，监事人数为 5 人。监事会成员由出资人委派，职工代表监事由公司职工代表大会选举产生，监事的任期每届 3 年，任期届满经委派和选举可以连任。监事会主席由出资人从监事会成员中指定。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。

公司设总经理 1 人，由董事会决定聘任或者解聘。经理对董事会负责。不得变更董事会的决议或超越授权范围。总经理不得挪用公司资金或将公司资金借贷给他人，不得将公司资金以其个人名义或者以其他个人名义开立账

户存储，不得以公司资产为其他个人债务提供担保。

2. 管理体制

公司根据自身特点建立了相应的管理制度，公司本部内设综合部、财务部、房建部、市政部、征迁部、资产部和内审部 7 个职能部门。

对外投资方面，公司章程规定公司对外投资需经出资人决定，同时公司财务管理制度中规定，公司进行长期股权投资，应成立相应的投资项目小组，投资小组提出的投资方案经公司董事会研究讨论后，报经开发区管委会主任办公会议集体研究决定。因此实际上公司对外投资由嘉兴经开区主任办公会议决定，并由公司出资人嘉兴经开区国资办具体执行。公司对各项对外投资每年进行全面检查。

对外担保方面，公司章程规定其对外担保需经出资人批准，同时公司财务管理制度规定：集团公司对外担保行为，严格按《嘉兴经济技术开发区、商务区国有资产经营（投资）公司对外担保管理暂行办法》执行。

融资管理方面，公司财务部是公司融资行为的具体管理部门，经公司授权办理公司的所有借款业务；对控股子公司筹融资方案进行审核；定期跟踪检查借款合同的执行情况、融资款项的使用情况及使用效果，编制资金使用情况报告，并按决策权限向总经理、董事会报告。财务部根据经董事会批准的投资项目、市场开发战略、公司资金状况等具体内容拟订借款计划，并上报出资人审核批准。借款计划的各项内容包括但不限于：借款金额、抵押担保方式、借款用途、借款期限、借款利率、手续费、违约处罚、提款条件等。

子公司管理方面，公司对控股子公司通过委派高级管理人员，实现对控股子公司的治理监控。同时各子公司全部执行集团公司制定的各项制度办法，实现对子公司的全面管理。

资金管理方面，公司以财务部门为核心，

对所属企业的资金实行统一管理，明确资金调度的权限和程序，控制债权、债务规模并改善其结构，降低公司资金成本；严禁向非绝对控股企业、非国有的其他经济组织拆借资金或变相拆借资金业务。

关联交易方面，公司在关联交易方面制定了关联交易管理制度，关联交易的决策由董事会决策且执行回避制度，若有关股权交易，则聘请相关会计、评估事务所进行审计或评估。制度同时规定公司关联交易需及时披露，保证关联交易的公平、公正、公开。

七、经营分析

1. 经营概况

公司负责嘉兴经开区范围内土地开发、经济适用房和基础设施建设业务。近年来，公司业务构成相对稳定，受土地开发业务收入不断增长等带动，公司营业收入大幅增长；受毛利率水平较高的商品房销售业务收入波动影响，公司综合毛利率波动较大。

近年来，公司业务构成保持稳定，收入来源主要以土地开发收入和商品房销售收入为主。2016—2018年，公司分别实现营业收入6.42亿元、11.54亿元和14.61亿元。2018年，公司土地开发收入和商品房销售收入分别占比81.86%和10.54%。其他业务收入整体规模较小。

毛利率方面，2016—2018年，受毛利率水平较高的商品房销售收入波动影响，公司综合毛利率波动较大，分别为5.66%、20.20%和8.21%，整体毛利率较低。其中2017年公司商品房销售收入及毛利率大幅增长，主要系当时区域内房地产市场发展较好，房价增长所致。公司土地整理业务毛利率保持稳定。

2019年1—9月，公司实现营业收入8.60亿元，相当于2018年全年营业收入58.86%。构成主要为土地开发收入。2019年1—9月，公司综合毛利率3.99%，较2018年相比下降4.22个百分点，主要系公司毛利率较高的商品房销售业务收入占比下降等所致。

表4 2016—2018年及2019年1—9月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	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
土地开发	5.74	89.51	5.66	6.83	59.16	5.66	11.96	81.86	5.66	7.98	92.79	5.66
经济适用房销售	0.30	4.68	-11.96	0.04	0.38	-8.03	0.49	3.35	-31.96	0.06	0.70	-34.12
商品房销售	0.01	0.14	-3.02	4.23	36.63	55.66	1.54	10.54	54.51	0.04	0.47	68.79
租金收入	0.34	5.33	26.89	0.40	3.43	-81.07	0.54	3.70	-25.37	0.45	5.23	-31.48
其他	0.02	0.34	-78.66	0.05	0.40	-111.91	0.08	0.55	-3.46	0.07	0.81	35.96
合计	6.42	100.00	5.66	11.54	100.00	20.20	14.61	100.00	8.21	8.60	100.00	3.99

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地开发

公司负责嘉兴经开区土地整理开发业务。近三年，公司土地出让规模波动增长，土地开发收入持续增长，目前待出让土地充足，为收入持续性提供了一定保障。

土地整理开发业务收入是公司的主要收入来源。公司于2006年1月与嘉兴经开区管委会和嘉兴市国土资源局开发区分局签署了

《关于合作开发土地的协议》，根据协议约定，公司负责嘉兴经开区内3万亩土地的开发、平整以及基础设施的建设工作，在国土部门挂牌出让并收到土地出让金后，嘉兴经开区财政局根据相关协议按照土地开发成本的106%返公司，公司在收到回款后确认土地开发收入，并结转成本，相关现金流计入“销售商品、提供劳务收到的现金”科目。

会计处理方面，公司将工程发包给施工方

后,按合同约定工程量达到一定比例后支付一定比例的工程款,待项目全部完工并通过竣工验收后支付工程款的90%,其余10%工程款以质量保证金形式记入“其他应付款”科目,项目竣工两年后全部付清。土地开发项目在“存货”科目核算。

表5 2016—2018年公司开发的土地出让情况
(单位:亩、亿元)

项目	出让面积	出让价款	公司确认收入
2016年	770.40	14.11	5.74
2017年	762.86	13.12	6.83
2018年	1230.47	56.64	11.96
合计	2763.73	83.87	24.53

资料来源:公司提供

2016—2018年,公司开发并出让的土地面积波动增长,分别为770.40亩、762.86亩和1230.47亩,土地出让金分别为14.11亿元、13.12亿元和56.64亿元,公司确认收入并收到回款分别为5.74亿元、6.83亿元和11.96亿元。2016—2018年,公司分别结转土地开发成本5.41亿元、6.44亿元和11.28亿元。2019年1—9月,公司确认土地开发收入7.98亿元,收到回款7.98亿元。

截至2019年9月底,公司在嘉兴经开区内进行土地开发投入累计达64.75亿元,可出让土地46.97亿元,公司土地待出让规模大,为收入提供一定保障。

(2) 经济适用房和商品房销售

公司承担嘉兴经开区范围内安置房和经济适用房的建设工作。其中安置房不确认收入,经济适用房受政府指导价影响,毛利率持续为负;公司商品房销售业务具有一定不确定性。

公司承担嘉兴经开区范围内安置房与经济适用房的建设工作,通过划拨方式取得土

地,并支付30万元/亩左右的土地款,土地成本计入“存货-开发成本”科目。房屋建成后,安置房将根据政府规划安置分配,并将回款冲减开发成本,不确认收入;公司对剩余的安置房通过补缴土地出让金之后转为商品房进行销售。

公司经济适用房根据实际建设成本决算情况制定销售价格,经政府同意后对外销售。公司经济适用房的售价根据政府指导价格出售,公司根据嘉兴市政府统一安排建设并销售。2016年,公司经济适用房销售收入3004.57万元,主要来自于新禾佳苑小区经济适用房销售。2017年,公司经济适用房销售收入434.48万元,较2016年大幅下降,主要系2017年需要安置的数量减少所致,收入主要来源于新禾家苑、昌盛花园二期、白云桥小区的销售收入。2018年,公司经济适用房销售收入4927.54万元,收入主要来源于白云桥小区。2019年1—9月,公司经济适用房收入0.06亿元。2017—2018年,公司收到经济适用房预售款0.61亿元和0.34亿元。

公司目前已完工待售经济适用房面积4.58万平方米,规模较大。截至2019年9月底,公司无在建及拟建保障房及经济适用房项目。

表6 截至2019年9月底公司待售安置房和经济适用房项目情况(单位:万平方米)

项目名称	总面积	已售面积	待售面积
八字桥村拆迁安置小区工程	43.62	30.97	12.65
禾源新都经济适用房	3.17	2.34	0.83
华玉佳苑经济适用房	10.17	6.79	3.38
平安家园经济适用房	3.72	3.35	0.37
合计	60.68	43.45	17.23

资料来源:公司提供

2016—2018年及2019年1—9月,公司经济适用房销售板块收入毛利率为负,系定向销售,销售价格低于建设成本所致。

表7 公司商品房、经济适用房销售情况(单位:平方米、万元)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
----	-------	-------	-------	-----------

销售面积	商品房	498.93	65573.69	20664.85	\
	经济适用房	12473.00	1928.88	19025.00	2406.97
	合计	12971.93	67502.57	39689.85	\
销售额	商品房	86.77	42279.36	15342.75	\
	经济适用房	3004.57	434.48	4927.54	567.34
	合计	3091.34	42713.84	19319.79	\

资料来源：公司提供

商品房方面，2016 年，公司商品房销售主要为昌盛花园小区，销售面积 498.93 平方米，实现销售收入 86.77 万元；2017 年，公司销售的商品房主要为长新公寓、长新公寓（南区）、禾源新都、禾源新都北区、梁林帆影庄、阳海景怡北区、平安家园、东方新家园南区和茶香坊小区，销售面积 65573.69 平方米，实现销售收入 4.23 亿元；2018 年，公司商品房销售主要为昌盛花园小区，销售面积 20664.85 平方米，实现销售收入 1.54 亿元。2019 年 1—9 月，公司确认商品房销售收入 0.04 亿元。毛利率方面，2016—2018 年，公司商品房销售毛利率分别为-3.02%、55.66%和 54.51%，毛利率水平较高主要系嘉兴市商品房价格增长所致。

截至 2019 年 9 月底，公司预计未来商品房可销售面积为 13.04 万平方米，主要为满足安置需求后的安置房转为商品房，公司商品房销售业务具有不确定性。

（3）出租和其他

公司承担着嘉兴经开区特色园区内标准厂房和职工宿舍的开发、经营和管理的任务，

随着公司出租面积增长，公司租金收入逐年上升；其他业务收入规模较小且毛利率为负。

房屋租金收入主要是特色园区内标准厂房和职工宿舍的租金收入。为改善嘉兴经开区招商引资环境，引进创新型高层次人才，公司承担着嘉兴经开区特色园区内标准厂房和职工宿舍的开发、经营和管理的任务。公司将建成的标准厂房和职工宿舍出租获得收入。

截至 2019 年 9 月底，公司建成并可供出租的标准厂房面积约为 23.76 万平方米，写字楼面积为 42.17 万平方米，标准职工公寓面积 9.10 万平方米。截至 2019 年 9 月底，公司标准厂房平均租金 13 元/m²，出租率 93.49%；写字楼平均租金 30 元/m²，出租率 39.34%；职工公寓平均租金 14.81 元/m²，出租率 64.91%。其中 2016 年公司实现租金收入 0.34 亿元，2017 年实现租金收入 0.40 亿元，2018 年实现租金收入 0.54 亿元，较 2017 年增长 35.00%，主要系公司厂房出租面积增长所致。2019 年 1—9 月，公司实现租金收入 0.45 亿元，相当于 2018 年全年租金收入的 83.33%。

表 8 截至 2019 年 9 月公司在建自营性项目情况（单位：亿元、m²）

项目	总投资	已投资	建成后出租面积	未来计划投资			
				2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年	2022 年
标准厂房	7.45	0.80	149432.67	0.73	/	/	/
写字楼	4.18	0.98	39737.10	0.12	/	/	/

资料来源：公司提供

表 9 截至 2019 年 9 月底公司已完工在租项目情况（单位：亿元、m²）

项目名称	账面价值	总面积	已出租面积	单价（m ² /元）
标准厂房	1.81	237600	222132	13.00
写字楼	11.27	421700	165897	30.00
职工公寓	0.43	91000	59068	14.81

资料来源：公司提供

其他业务收入主要为污水处理费收入、物业管理费收入及特色园区中标准厂房的转让收入等。污水处理费收入均为园区内企业污水处理费收入，年收入金额较小，且每年均有所亏损。物业管理费收入，由于公司在土地开发的过程中建设了较多的安置小区，其物业管理由公司下属子公司承担，但其物业收费较低，因此物业管理业务年收入较小，且每年均有小额亏损。特色园区中标准厂房转让，公司的特色园区中的标准厂房主要用于出租，但在企业需求提出购买申请时，经公司核准后可进行转让，但其转让是随机发生，因此公司其他业务收入也呈现波动性。

(4) 基础设施建设

公司负责嘉兴经开区基础设施建设业务，目前公司代建业务总投资金额较大，且未实现回款，对公司的资金占用情况严重。

公司受嘉兴经开区管委会委托，进行市政基础设施工程建设；未完工项目计入“在建工程”科目，验收合格后转入“其他非流动资产”科目。2014年9月，公司向嘉兴经开区政府请示，要求落实回购的具体时间与金额，经嘉兴经开区管委会研究决定同意分步对此部分资产进行回购（《关于公益性资产回购具体方案的批复》嘉开管〔2014〕194号），批复同意公司的请示，回购方案包括两部分：一是对2014年以前形成的公益性资产的回购安排：以2014年底为基准，嘉兴经开区管委会从2015年开始分10年对2014年前已完工的市政基础设施建设项目进行回购，每年按2014年基准数回购10%，利息费用按银行一年期贷款基准利率从项目竣工验收通过之日起开始计算，最高不超过项目成本的50%，回购资金每年年底前拨付到位；二是对2015年以后形成的公益性资产的回购安排：2015年起新竣工的市政基础设施建设项目，嘉兴经开区管委会从竣工验收通过之日起分5年进行回购，每年支付回购款20%，利息费用按银行一年期贷款基准利率从项目竣工验收通过之日起开始计算，回购资金

每年年底前到位。

截至2019年9月底，公司已完工待回购基建项目余额为67.19亿元，计入“其他非流动资产”科目。截至2019年9月底，上述回购尚未发生。联合资信将持续关注公司回购资金到位情况。

截至2019年9月底，公司在建代建项目5个，总投资6.41亿元，无拟建项目。

表10 截至2019年9月底公司在建代建项目情况
(单位：亿元)

项目名称	计划投资总额	已投资金额	2019年10-12月计划投资额	2020年计划投资额
X19-57 和风路（六里长泾-320国道）综合提升工程	0.63	0.00	0.01	0.61
X19-17 嘉兴经济技术开发区塘汇垃圾压缩站工程	0.26	0.00	0.10	0.16
万国路提升改造工程	0.99	0.33	0.27	0.39
X18-68 嘉杭路提升整治工程	2.28	0.75	0.40	1.13
X18-47 广穹路跨南郊河和乍嘉苏高速公路大桥工程	2.25	0.14	0.09	2.02
合计	6.41	1.22	0.88	4.31

注：各项目汇总数与合计数存在差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来在土地整治、安置房建设和其他市政建设方面投资规模较大，公司未来面临一定的筹资压力。

截至2019年9月底，公司主要在建项目预计总投资90.33亿元，已完成投资76.75亿元，未来尚需投资13.58亿元。未来公司土地整理类项目收益有赖于土地出让情况，代建项目成本补偿对管委会回购进度依赖较大，形成的其他非流动资产对公司资金形成较大占用，同时考虑到拟建项目尚需投资规模，公司未来面临一定的筹资压力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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 年三季度财务数据未经审计。

2016 年，公司合并范围内子公司共 12 家；2017 年公司合并范围未发生变化；2018 年公司并购嘉兴禾源投资有限公司（以下简称“禾源投资”），投资设立嘉兴经济技术开发区园林市政建设有限公司。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围较 2018 年底未发生变化，公司合并范围内子公司共计 14 家。合并范围变化对公司影响较小，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模有所增长；资产构成中存货和其他非流动资产占比较大，资产流动性较弱，投资性房地产中部分项目未办理权证，资产质量一般。

2016—2018 年，公司资产规模有所增长，年复合增长 3.62%。截至 2018 年底为 175.29 亿元，较 2017 年底增长 6.04%，公司资产以非流动资产为主。

2016—2018 年，公司流动资产有所下降，年均复合下降 9.02%；截至 2018 年底为 64.88 亿元，较 2017 年底下降 4.77%，主要系公司货币资金和存货减少所致。

表11 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	6.81	4.17	5.75	3.48	3.98	2.27	4.91	2.61
其他应收款	6.87	4.21	3.40	2.06	3.51	2.00	3.53	1.87
存货	64.38	39.44	58.51	35.40	56.49	32.23	57.72	30.63
流动资产合计	78.39	48.02	68.14	41.22	64.88	37.01	67.41	35.77
投资性房地产	8.07	4.94	29.12	17.61	33.39	19.05	36.23	19.22
在建工程	50.88	31.17	4.36	2.64	5.59	3.19	10.24	5.43
其他非流动资产	18.92	11.59	54.88	33.20	64.51	36.80	67.19	35.65
非流动资产合计	84.85	51.98	97.17	58.78	110.40	62.98	121.06	64.23
合计	163.25	100.00	165.31	100.00	175.29	100.00	188.47	100.00

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年三季报整理

截至 2018 年底，公司货币资金 3.98 亿元，其中银行存款 3.98 亿元，无受限资金。

2016—2018 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 28.48%。截至 2018 年底，公司其他应收款 3.51 亿元，较 2017 年底增长 3.20%；其中，欠款前五位金额合计占其他应收款余额的 57.04%，集中度较高。

表 12 截至 2018 年底其他应收款欠款前五名情况
（单位：亿元、%）

单位名称	余额	占比	性质
嘉兴市中山西路开发建设有限公司	0.80	20.37	往来款
浙江兴汇实业有限公司	0.70	17.72	往来款
嘉兴经济开发区佳园实业开发有限公司	0.30	7.61	往来款

嘉兴恒创电力设计研究院有限公司明洲分公司	0.23	5.83	往来款
嘉兴国际商务区投资建设有限公司	0.22	5.51	往来款
合计	2.25	57.04	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货有所下降，年均复合下降 6.33%。截至 2018 年底，公司存货 56.49 亿元，较 2017 年底下降 3.45%，主要系公司开发土地结转成本所致。从结构上看公司存货由开发成本（主要为土地整理成本，占比 79.39%）和开发产品（安置房和经济适用房项目的投入成本，占比 20.59%）。由于土地、保障房和安置房不存在跌价情况，公司未对其计提跌价准备。截至 2018 年底，公司存货中无

受限资产。

2016—2018 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 14.07%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 110.40 亿元，较 2017 年底增长 13.62%，主要系其他非流动资产增长所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 103.44%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 29.12 亿，较 2016 年底增长 260.88%，主要系经投大厦、北大附属嘉兴实验学校、智慧产业软件园项目开发和优质生活创新园等在建工程项目转入所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产 33.39 亿元，较上年底增长 14.69%，主要系在建工程转入所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产中有 10.96 亿元未办妥产权证书，联合资信将持续关注产权证书办理情况。截至 2018 年底，公司投资性房地产中用于抵押借款的受限资产 8.00 亿元，占投资性房地产 23.96%。

2016—2018 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 66.85%。截至 2017 年底，公司在建工程 4.36 亿元，较 2016 年底减少 46.52 亿元，主要系公司将其中代建公益性项目 38.14 亿元调整至其他非流动资产和部分自建项目完工转入投资性房地产所致。截至 2018 年底，公司在建工程 5.59 亿元，较上年底增长 28.08%，主要系公司在嘉兴一中实验经开学校、马家浜健康食品小镇和 X17-71 中德产业园自建产业用房投入所致。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 84.66%。截至 2017 年底，

公司其他非流动资产 54.88 亿元，较 2016 年底增长 190.06%，主要系公司将在建工程中代建公益性项目调整至其他非流动资产所致。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 64.51 亿元，较上年底增长 17.56%，主要系建设市政工程增长所致。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 188.47 亿元，较 2018 年底增长 7.52%。其中，公司存货 57.72 亿元，较 2018 年底增长 2.16%；公司投资性房地产 36.23 亿元，较 2018 年底增长 8.48%，主要系公司在建工程转入所致。

截至 2019 年 9 月底，公司受限资产合计 11.43 亿元，主要为公司开展长期借款抵押的投资性房地产，公司受限资产占总资产的 6.06%，占比较低。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益不断增长，资本公积占比较高，稳定性较好。

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 13.25%。截至 2017 年底，公司所有者权益 94.85 亿元，较 2016 年底增长 19.37%，主要系公司及子公司嘉兴智慧产业创新园投资建设有限公司收到 12.91 亿元注资所致。截至 2018 年底，公司所有者权益 134.66 亿元，较上年底增长 41.97%，主要系公司收到注资款 14.16 亿元和地方政府置换债转增资本公积 22.48 亿元所致。从结构上看，截至 2018 年底，公司所有者权益中实收资本占 3.71%，资本公积占 81.44%，未分配利润占 8.91%，少数股东权益占 4.69%，资本公积占比高。

表13 公司主要所有者权益构成情况（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
实收资本	5.00	6.29	5.00	5.27	5.00	3.71	5.00	3.63
资本公积	59.07	74.35	71.99	75.89	109.67	81.44	111.96	81.24
未分配利润	9.46	11.90	11.02	11.62	12.00	8.91	12.81	9.30
少数股东权益	4.67	5.87	5.36	5.65	6.32	4.69	6.31	4.58
所有者权益合计	79.46	100.00	94.85	100.00	134.66	100.00	137.81	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2019年三季度整理

截至2019年9月底，公司所有者权益合计137.81亿元，较2018年底增长2.34%。

近年来，公司负债规模和有息债务整体有所下降，债务负担较轻；但未来公司面临较大的集中偿付压力。

2016—2018年，公司负债快速下降，年均复合下降30.36%。截至2018年底，公司负债为40.63亿元，较上年底下降42.33%，主要系一年内到期的非流动负债和长期应付款减少

所致。截至2018年底，流动负债占46.59%，非流动负债占53.41%，债务构成以非流动负债为主。

流动负债方面，2016—2018年，公司流动负债快速下降，年均复合下降27.63%。截至2018年底，公司流动负债为18.93亿元，较上年底下降32.80%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。

表14 公司主要负债构成情况（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
其他应付款	16.68	19.91	8.52	12.09	5.92	14.57	3.86	7.62
一年内到期的非流动负债	8.73	10.42	14.46	20.52	6.60	16.24	4.01	7.92
其他流动负债	6.00	7.16	--	--	2.90	7.11	6.00	11.85
流动负债合计	36.15	43.14	28.17	39.99	18.93	46.59	16.97	33.50
长期借款	20.32	24.25	14.86	21.10	13.79	33.94	17.58	34.71
应付债券	12.66	15.11	9.10	12.92	5.55	13.66	13.74	27.13
长期应付款	14.30	17.07	17.90	25.40	1.93	4.75	1.93	3.81
非流动负债合计	47.64	56.86	42.28	60.01	21.70	53.41	33.69	66.52
负债合计	83.79	100.00	70.46	100.00	40.63	100.00	50.65	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2019年三季度整理

2016—2018年，公司应付账款波动增长，年均复合增长21.79%。截至2018年底，公司应付账款2.38亿元，主要系公司应付建设工程款。从账龄上看，公司1年以内占36.55%，1~2年占35.29%，2年以上占27.73%。

2016—2018年，公司预收款项波动下降，年均复合下降18.79%。截至2018年底，公司预收款项1.05亿元，主要系公司预收的经济适用房和商品房购房款。

2016—2018年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降40.40%。截至2017年底为8.52亿元，较2016年底下降48.92%，主要系应付往来款下降所致；截至2018年底，公司其他应付款为5.92亿元，较上年底下降30.49%；从结构上看，截至2018年底，公司其他应付款主要由往来款（5.39亿元，占比91.05%）和应付利息（0.53亿元，占比8.95%）；同期，公司其他应付款前五名合计2.97亿元，

占其他应付款期末余额54.98%，集中度较高。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均复合下降13.03%。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债14.46亿元，较2016年底增长65.64%，主要系公司长期借款和应付债券即将到期转入所致。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债6.60亿元，较上年底减少54.32%，主要系公司偿还到期的保证借款、“12嘉兴经投债”和“14嘉兴经投债”所致。

2016—2018年，公司其他非流动负债波动较大。截至2018年底，公司非流动负债2.90亿元，全部为公司发行的超短期融资券，为公司有息债务。

非流动负债方面，2016—2018年，公司非流动负债快速下降，年复合下降32.51%。截至2018年底公司非流动负债为21.70亿元，较2017年底下降48.67%，主要系公司应付债

券和长期应付款减少所致。

2016—2018 年，公司长期借款快速下降，年均复合下降 17.63%。截至 2018 年底，公司长期借款较 2017 年底下降 7.24%，主要系公司开展保证借款即将到期转出所致。从结构上看，长期借款主要由质押及保证借款和抵押及保证借款构成。

2016—2018 年，公司应付债券快速下降，年均复合下降 33.77%。截至 2018 年底，公司应付债券 5.55 亿元，较 2017 年底下降 38.98%，主要系公司“12 嘉兴经投债”和“14 嘉兴经投债”即将到期转出所致。

2016—2018 年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 63.30%。截至 2018 年底，公司长期应付款 1.93 亿元，较 2017 年底下降 89.24%，主要系公司应付地方政府置换债转增资本公积所致。长期应付款中应付政府置换债务无需公司支付相应利息。

有息债务方面，若将其他流动负债考虑在内，2016—2018 年，公司调整后全部债务规模持续下降，年均复合下降 23.45%。截至 2018 年底调整后全部债务 28.84 亿元，较 2017 年底下降 26.46%，其中调整后短期债务占 32.94%、长期债务占 67.06%。从债务指标看，2016—2018 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率快速下降，2018 年底分别为 23.18%、12.56%和 17.64%，整体债务负担较轻。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 50.65 亿元，较 2018 年底增长 24.66%，主要系公司长期借款、应付债券增长所致。截至 2019 年 9 月底，公司应付债券 13.74 亿元，较 2018 年底增长 147.49%，主要系公司发行 PPN001（期限 3 年，利率 5.00%）、PPN002（期限 3 年，4.78%）和 PPN003（期限 3 年，利率 5.20%）所致。截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率及调整后全部债务资本化比率分别为 26.88%、18.52%和 23.07%，较 2018 年底有所增长，但债务负担较轻。集中

偿付方面，2022 年，公司需偿还 15.20 亿元到期债务，面临较大集中偿付压力。

表15 2019年10-12月及2020-2022年公司到期债务分布情况（单位：亿元）

年份	2019年10-12月	2020年	2021年	2022年
金额	1.32	12.81	5.35	15.20

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入快速增长，营业利润率波动较大且处于较低水平；期间费用控制能力有待加强，公司利润总额对政府补贴依赖较高，整体盈利能力弱。

2016—2018 年，公司营业收入快速增长。2017 年，公司营业收入 11.54 亿元，同比增长 79.88%，主要系商品房销售引起的物业销售收入增长所致；2018 年，公司营业收入 14.61 亿元，同比增长 26.54%，主要系公司土地开发收入增长所致。2016—2018 年，公司营业利润率波动增长，分别为 3.36%、17.75%和 6.63%，主要系公司毛利较高的商品房销售收入占比波动所致。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 29.91%，2018 年公司期间费用 1.99 亿元，同比下降 23.48%，主要系公司偿还到期债务导致财务费用减少所致。2016—2018 年，公司期间费用率波动下降，分别为 18.41%、22.57%和 13.65%，公司期间费用控制能力有待加强。

2016—2018 年，公司分别实现营业利润 -0.98 亿元、1.56 亿元和 1.50 亿元；公司每年获得的政府补助分别为 2.00 亿元、2.03 亿元和 2.63 亿元；公司的利润总额分别为 1.03 亿元、1.55 亿元和 1.51 亿元，公司的利润总额对政府补助依赖程度较高。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司调整后总资本收益率波动较大，分别为 1.15%、2.49%和 1.54%；公司净资产收益率波动下降，分别为 1.31%、1.63%和 1.14%，公司整体盈利能力弱。

2019年1—9月，公司实现营业收入8.60亿元，同期营业成本为8.25亿元，期间费用为1.10亿元，政府补助0.90亿元，利润总额为0.28亿元。营业利润率3.44%。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流量净额持续为正，经营活动收现质量较好；投资活动现金净流出持续扩大；公司对筹资活动资金需求较大。

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入分别为14.00亿元、18.27亿元和21.56亿元。其中，2016—2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为8.73亿元、12.02亿元和13.91亿元，现金收入比分别为136.05%、104.15%和95.22%，主要系公司预收房屋款下降所致，但整体收现质量较好。2016—2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为5.27亿元、6.24亿元和7.56亿元，主要系公司收到往来款和政府经营补贴所致。2016—2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动增长；公司支付其他与经营活动有关的现金波动下降，主要系公司支付的往来款减少所致。2016—2018年，公司经营活动现金流量净额0.83亿元、5.34亿元和10.31亿元，经营活动现金流量净额持续净流入。

从投资活动看，2016—2018年，公司投资活动现金流入规模较小，主要系公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金及合并禾源投资收到的现金。2016—2018年，公司投资活动现金流出分别为11.89亿元、12.01亿元和15.75亿元，主要为公司构建固定资产、无形资产支出的现金，系公司在建工程项目投入所致。2016—2018年，公司投资活动现金流持续净流出，分别为-11.84亿元、-12.01亿元和-15.42亿元。

2016—2018年，公司筹资活动现金流有所增长，年均复合增长2.61%，主要为公司取

得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金，其中收到其他与经营活动有关的现金主要为收到政府拨款增加注册资本金。

2016年，公司发行债券收到的现金13.48亿元，主要系公司发行短期融资券和中期票据筹集资金所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流出快速增长，分别为12.54亿元、16.05亿元和19.25亿元，主要系公司偿还到期银行借款和债券所致。2016—2018年公司筹资活动现金流量净额分别为8.93亿元、6.51亿元和3.35亿元。

2019年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额4.03亿元，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金较大所致；公司投资活动产生现金流量净额-15.07亿元，主要系公司在建工程投入所致；公司筹资活动产生的现金流量净额11.97亿元，主要系公司收到政府拨款和发行债券收到现金增长所致。

6. 偿债能力

公司现金类资产对调整后短期债务保障能力一般；公司长期偿债能力尚可，考虑到公司获得有力外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2016—2018年，公司流动比率快速增长，速动比率波动增长，截至2018年底分别为342.75%和44.33%；截至2019年9月底，上述指标分别为397.27%和57.14%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为2.28%、18.95%和54.44%；公司现金类资产分别为6.81亿元、5.75亿元和3.98亿元，分别为同期调整后短期债务的0.42倍、0.38倍和0.42倍。截至2019年9月底，公司现金类资产4.91亿元，为同期调整后短期债务0.49倍。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2016—2018年，公司EBITDA波动增长，分别为1.89亿元、4.30亿元和2.89亿元，公司调整后全部债务

/EBITDA 持续下降，分别为 26.01 倍、9.11 倍和 9.98 倍，长期偿债能力尚可。考虑到公司获得有力外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2019 年 9 月底，公司银行授信额度为 28.10 亿元，其中已使用授信额度 18.21 亿元，未使用授信额度为 9.89 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2019 年底，公司对外担保金额 15.93 亿元，占 2019 年 9 月底公司净资产的 11.56%，公司对外担保主要为对嘉兴市国有企业的担保，或有负债风险较小。

7. 母公司财务状况

母公司规模占比合并范围较大；资产流动性一般，所有者权益稳定性较好，债务整体负担较轻。

截至 2018 年底，母公司资产总额 158.36 亿元，较上年底增长 4.97%，主要系公司其他非流动资产增长所致。母公司资产流动性一般，其中流动资产占比 38.65%、非流动资产占比 61.35%，其中其他非流动资产 62.25 亿元，主要为公益性资产。截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 171.67 亿元，较 2018 年底增长 8.41%，主要系投资性房地产和在建工程增长所致。资产结构较上年底变化较小。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 117.67 亿元，较 2017 年底增长 37.92%，主要系资本公积增长所致。其中实收资本占 4.25%、资本公积占 81.01%、盈余公积占 1.47%、未分配利润占 13.27%，资产结构稳定性较好。截至 2019 年 9 月底，母公司所有者权益 121.03 亿元，较上年底增长 2.85%。

截至 2018 年底，母公司负债合计 40.69 亿元，较 2017 年下降 37.91%，主要系长期应付款减少所致，其中流动负债占 60.34%、非流动负债占 39.76%。截至 2019 年 9 月底，母公司负债合计 50.65 亿元，较 2018 年底增长 24.46%，主要系公司发行债券所致。公司整体债务负担较轻。

截至 2018 年底，母公司调整后短期债务 8.38 亿元，现金类资产对调整后短期债务保障能力较弱，公司调整后全部债务 22.88 亿元；母公司资产负债率、长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 25.70%、10.97%和 16.28%，母公司债务负担较轻。

2018 年，母公司实现营业收入 13.80 亿元，营业利润率为 10.00%；利润总额 2.40 亿元。2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 8.26 亿元，利润总额 0.49 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

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 3.00 亿元，分别相当于 2018 年底长期债务和调整后全部债务的 15.51%和 10.40%，本期中期票据发行对现有债务有一定影响。

截至 2018 年底，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 23.18%、17.64%和 12.56%，以此财务数据为基础，在不考虑其他因素的情况下，预计本期中期票据发行后，上述指标分别上升至 24.47%、19.12%和 14.23%，公司债务负担略有上升。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司有息负债，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 0.63 倍、1.43 倍和 1.16 倍；经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数分别为 0.28 倍、1.78 倍和 3.24 倍；公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为 4.67 倍、6.09 倍和 6.99 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度好，EBITDA 和经营活动净现金流对本期中期票据的保障能力一般，考虑到政府对公司的支持，本期中期票据不能偿付的风

险很低。

十、结论

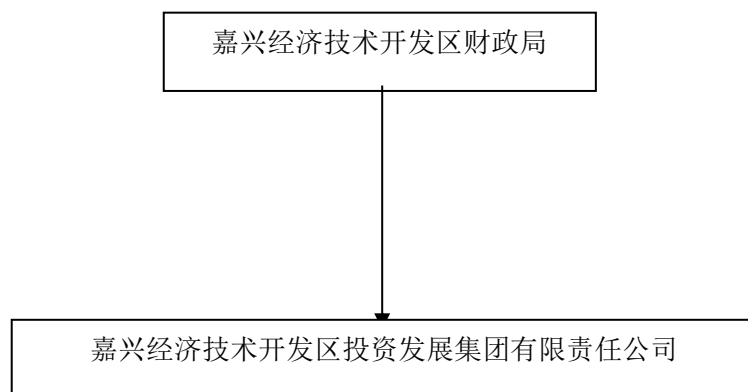
公司是嘉兴经开区重要的基础设施建设主体，主要从事嘉兴经开区范围内的土地整理开发和基础设施建设业务。近年来，嘉兴市及嘉兴经开区经济发展稳定，为公司的发展提供了良好的外部环境。

公司资产质量一般、债务负担较轻，整体盈利能力弱。考虑到公司持续获得政府大力支持，公司整体偿债能力很强。

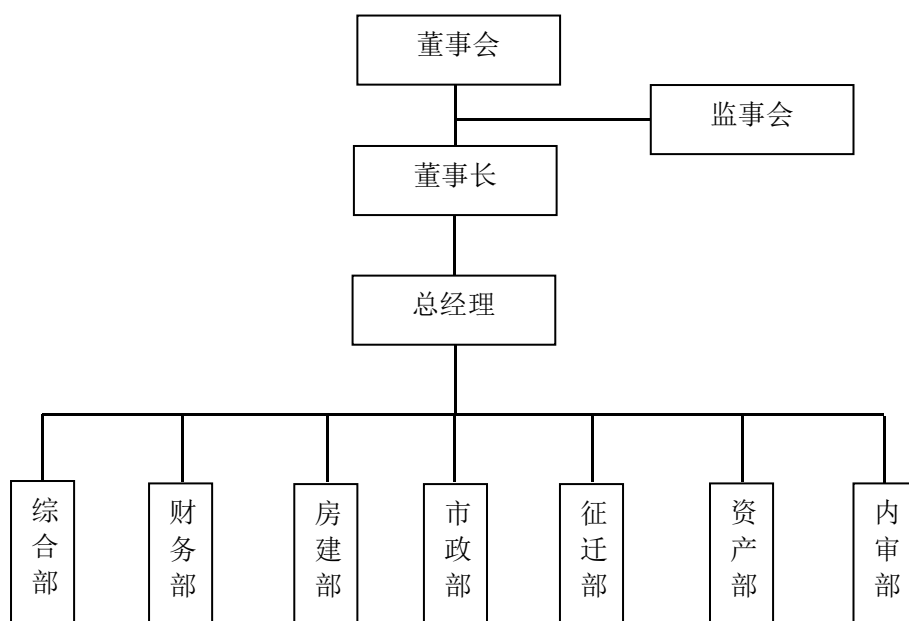
本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度好。未来嘉兴市政府对公司增资和经营补贴等方面持续有力的支持，将为本期中期票据的本息偿付提供较好保障。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 2 截至 2019 年 9 月底公司子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接 (%)	间接 (%)	
嘉兴车城有限责任公司	基础设施建设	90.00	--	投资设立
嘉兴马家浜健康食品小镇投资管理有限公司	基础设施建设	86.00	0.50	投资设立
嘉兴嘉发建设工程管理有限公司	基础设施建设	100.00	--	投资设立
嘉兴智慧产业创新园投资有限公司	基础设施建设	58.00	--	投资设立
嘉兴经济开发区广告策划有限责任公司	广告位的出租与广告代理	95.00	5.00	投资设立
嘉兴国际物流有限责任公司	仓储服务	95.00	--	投资设立
嘉兴经济开发区污水处理有限责任公司	污水运营	92.00	--	投资设立
嘉兴经济开发区振兴物业管理有限责任公司	物业管理	90.00	10.00	投资设立
嘉兴科技创业园建设有限责任公司	基础设施建设及出租	95.00	5.00	投资设立
嘉兴运河房地产有限责任公司	房地产	94.00	6.00	投资设立
嘉兴高新软件园有限责任公司	基础设施建设	100.00	--	非同一控制下合并
嘉兴嘉凯投资管理有限公司	对外投资管理	100.00	--	投资设立
嘉兴经济技术开发区园林市政建设有限公司	园林绿化服务	100.00	--	投资设立
嘉兴禾源投资有限公司	租赁和商务服务	100.00	--	非同一控制下合并

注：公司提供

附件3-1 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)	6.81	5.75	3.98	4.91
资产总额(亿元)	163.25	165.31	175.29	188.47
所有者权益(亿元)	79.46	94.85	134.66	137.81
短期债务(亿元)	10.23	15.26	6.60	4.01
调整后短期债务(亿元)	16.23	15.26	9.50	10.01
长期债务(亿元)	32.98	23.96	19.34	31.33
全部债务(亿元)	43.21	39.22	25.94	35.34
调整后全部债务(亿元)	49.21	39.22	28.84	41.34
营业收入(亿元)	6.42	11.54	14.61	8.60
利润总额(亿元)	1.03	1.55	1.51	0.28
EBITDA(亿元)	1.89	4.30	3.47	--
经营性净现金流(亿元)	0.83	5.34	9.73	4.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	139.97	219.26	166.09	--
存货周转次数(次)	0.09	0.15	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.07	0.09	--
现金收入比(%)	136.05	104.15	95.22	98.59
营业利润率(%)	3.36	17.75	6.63	3.44
总资本收益率(%)	1.20	2.49	1.57	--
调整后总资本收益率(%)	1.15	2.49	1.54	--
净资产收益率(%)	1.31	1.63	1.14	--
长期债务资本化比率(%)	29.33	20.17	12.56	18.52
全部债务资本化比率(%)	35.23	29.25	16.15	20.41
调整后全部债务资本化比率(%)	38.25	29.25	17.64	23.07
资产负债率(%)	51.33	42.62	23.18	26.88
流动比率(%)	216.88	241.86	342.75	397.27
速动比率(%)	38.77	34.16	44.33	57.14
经营现金流动负债比(%)	2.28	18.95	51.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.84	9.11	7.48	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	26.01	9.11	8.32	--
现金短期债务比(倍)	0.42	0.38	0.42	0.49
EBITDA 利息倍数(倍)	0.50	1.25	1.84	--

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务；公司 2019 年三季度财务数据未经审计

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/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)	3.41	2.98	2.00	3.19
资产总额(亿元)	149.89	150.86	158.36	171.67
所有者权益(亿元)	71.40	85.33	117.67	121.03
短期债务(亿元)	8.30	13.52	5.49	3.48
调整后短期债务(亿元)	14.30	13.52	8.38	9.47
长期债务(亿元)	28.66	21.19	14.49	26.48
全部债务(亿元)	36.96	34.70	19.98	29.95
调整后全部债务(亿元)	42.96	34.70	22.88	35.95
营业收入(亿元)	5.94	11.32	13.80	8.26
利润总额(亿元)	1.57	2.32	2.40	0.49
EBITDA(亿元)	1.85	3.80	3.17	--
经营性净现金流(亿元)	2.06	5.24	12.56	1.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	168.23	267.31	242.04	--
存货周转次数(次)	0.09	0.15	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.08	0.09	--
现金收入比(%)	133.89	103.88	98.43	99.53
营业利润率(%)	6.36	21.11	9.97	3.46
总资本收益率(%)	1.72	3.16	2.32	--
调整后总资本收益率(%)	1.63	3.16	2.27	--
净资产收益率(%)	2.22	2.71	2.06	--
长期债务资本化比率(%)	28.65	19.89	10.97	17.95
全部债务资本化比率(%)	34.11	28.91	14.52	19.84
调整后全部债务资本化比率(%)	37.57	28.91	16.28	22.90
资产负债率(%)	52.37	43.44	25.70	29.50
流动比率(%)	214.74	252.35	249.66	288.33
速动比率(%)	42.48	44.75	42.88	57.69
经营现金流动负债比(%)	5.65	19.12	51.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.96	9.12	6.30	--
现金短期债务比(倍)	0.24	0.22	0.24	0.34
调整后全部债务/EBITDA(倍)	23.20	9.12	7.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.56	2.56	4.11	--

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务；公司 2019 年三季度财务数据未经审计；

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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 / 调整后短期债务

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

联合资信评估有限公司关于 嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司 2020 年度第二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。

嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任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。

嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任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经济技术开发区投资发展有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任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。

如嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任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经济技术开发区投资发展集团有限责任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经济技术开发区投资发展集团有限责任公司联系，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。