

信用评级公告

联合〔2020〕4477号

联合资信评估股份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 年度第三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 年度第三期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十一月二十四日



嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司

2020年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：6.00 亿元

本期中期票据期限：3+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 11 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果		AA	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	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	2		
财务风险	F3	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	4		
			现金流量	2		
		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“经开区”）重要的土地整理开发和基础设施建设的主体，业务区域专营性较强。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司评级反映了公司外部发展环境良好以及公司在资金注入和财政补贴方面持续获得有力的外部支持；同时，联合资信也关注到，公司代建业务对资金占用严重、资产质量一般和未来面临一定的集中偿付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据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较强。

近年来，嘉兴市经济总量保持增长，未来随着公司代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低，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. 业务区域专营性较强。公司业务主要集中在经开区 70 平方公里范围内，是经开区土地整理开发和基础设施建设的重要主体，业务区域专营性较强。
2. 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，为公司提供了良好的外部发展环境。
3. 有力的外部支持。2017—2019 年及 2020 年 1—9 月，公司在资金注入及经营补贴方面分别累计获得 50.17 亿元和 9.17 亿元。

关注

1. 代建业务对公司资金占用严重。截至 2020 年 9 月底，公司已完工待回购基建项目余额为 78.69 亿元，对公司资金占用严重。
2. 资产质量一般。截至 2020 年 9 月底，公司其他非流动资产占比 37.76%，全部为公益性资产，资产质量一般。

分析师：姚 玥 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

3. 未来面临一定的集中偿付压力。2020 年 10—12 月和 2021—2023 年，公司到期债务分别为 4.92 亿元、5.82 亿元、17.77 亿元和 9.18 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	5.75	3.98	3.59	4.42
资产总额(亿元)	165.31	175.29	188.88	208.41
所有者权益(亿元)	94.85	134.66	134.95	135.31
短期债务(亿元)	15.26	9.50	10.01	10.93
长期债务(亿元)	23.96	19.34	34.50	52.69
全部债务(亿元)	39.22	28.84	44.51	63.62
营业收入(亿元)	11.54	14.61	13.61	7.44
利润总额(亿元)	1.55	1.51	1.43	0.27
EBITDA(亿元)	4.36	3.11	3.23	--
经营性净现金流(亿元)	5.34	10.31	2.05	-3.76
营业利润率(%)	17.75	6.63	-0.12	9.87
净资产收益率(%)	1.63	1.14	1.06	--
资产负债率(%)	42.62	23.18	28.55	35.07
全部债务资本化比率(%)	29.25	17.64	24.80	31.98
流动比率(%)	241.86	342.75	384.12	418.95
经营现金流动负债比(%)	18.95	54.44	12.00	--
现金短期债务比(倍)	0.38	0.42	0.36	0.40
全部债务/EBITDA(倍)	9.00	9.26	13.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.25	2.03	2.17	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	150.86	158.36	177.16	196.27
所有者权益（亿元）	85.33	117.67	118.64	119.29
全部债务(亿元)	34.70	19.98	33.39	57.22
营业收入(亿元)	11.32	13.80	13.15	7.10
利润总额(亿元)	2.32	2.40	2.27	0.66
资产负债率（%）	43.44	25.70	33.03	39.22
全部债务资本化比率(%)	28.91	14.52	21.96	32.42
流动比率（%）	252.35	249.66	254.60	277.01
经营现金流动负债比(倍)	19.12	51.26	-3.17	--

注：1. 公司 2020 年三季度财务报表未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；

3. 短期债务包含公司其他流动负债中有息部分

资料来源：联合资信整理

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	2020/06/29	楚方媛、高志杰	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
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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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 年度第三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“嘉兴经开”或“公司”）原名嘉兴经济开发区建设发展有限责任公司，是经嘉兴市人民政府授权浙江省嘉兴经济开发区管委会（以下简称“经开区管委会”）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。1998 年 9 月 11 日，根据经开区管委会嘉开管发〔1998〕135 号文件批复，公司增加注册资本 4000 万元；2002 年 11 月 15 日，根据经开区管委会嘉开管发〔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技术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 2020 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 2020 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 10 个职能部门，公司组织架构详见附件 1-2。

截至 2019 年底，公司资产总额 188.88 亿元，所有者权益 134.95 亿元（包含少数股东权益 6.10 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 13.61 亿元，利润总额 1.43 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 208.41 亿元，所有者权益 135.31 亿元（含少数股东权益 6.05 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 7.44 亿元，利润总额 0.27 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，本期计划发行 2020 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”）6.00 亿元，期限 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，募集资金计划用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。

由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2020 年三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。

2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。

2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；

房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。

2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为 -13.4%、0.1% 和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。

2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格

降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降

幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。

2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴

灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21% 和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11% 和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对

经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。

2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。

冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。

一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议

发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(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投资建设重点，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。

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。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。

公司作为嘉兴经开区重要的土地整理开发和基础设施建设的主体，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%。

(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¹，2019 年 1—12 月，全区规模以上工业企业累计完成总产值 497.60 亿元，同比增长 5.0%；实现营业收入 504.23 亿元，同比增长 7.5%。完成利税总额 41.84 亿元，同比下降 2.9%，其中利润总额 31.83 亿元，同比增长 0.9%。2019 年 1—12 月，全区固定资产投资完成 221.31 亿元，同比增长 10.5%。其中工业生产性投入 34.02 亿元，同比增长 26.7%。

2020 年 1—8 月，全区规模以上工业企业累计完成工业增加值 78.48 亿元，同比增长 1.5%；累计完成工业总产值 302.17 亿元，同比下降 3.0%；累计完成营业收入 314.80 亿元，同比下降 0.3%；累计完成利税总额 21.36 亿元，同比下降 10.8%；其中利润总额 15.82 亿元，同比下降 9.8%；固定资产投资累计完成 181.46 亿元，同比下降 3.6%。其中工业生产性投入 25.11 亿元，同比下降 4.6%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 5.00 亿元，全部为货币资金出资。公司股东及实际控制人均为经开区财政局。

2. 企业规模和竞争力

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（总面积 110 平方公里）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 2019 年底嘉兴经开区平台企业情况（单位：亿元）

企业名称	股东	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	188.88	134.95	44.51	13.61	1.43	3.12
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%）	128.84	93.13	22.51	5.68	1.42	2.02

资料来源：联合资信整理

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 2020 年 9 月底，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

¹ 暂无最新数据

董事长兼总经理。

截至2020年9月底，公司共有员工253人。按学历构成划分，本科及以上学历的232人，大专学历18人，高中、中专学历及以下3人；按职称结构划分，高级职称16人；中级职称89人；初级职称44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，嘉兴经开区一般公共预算收入持续增长，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²。

2020年1—8月，全区累计完成财政收入总收入52.77亿元，同比下降0.5%，其中区级一般公共预算收入23.39亿元，同比增长4.8%。

公司作为嘉兴经开区重要的土地整理开发和基础设施建设的主体，在资金注入、财政补贴方面获得政府的大力支持。

资金注入

2017—2019年，公司分别收到嘉兴经开区财政拨款12.91亿元、14.61亿元和0.17亿元，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

2017—2019年及2020年1—9月，公司收到嘉兴经开区财政补贴2.03亿元、2.63亿元、3.12亿元和1.39亿元，分别计入“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信

用信息报告（统一社会信用代码：91330401146483244R），截至2020年10月23日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款；已结清贷款中有43笔关注类贷款。

截至2020年11月23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 暂无基金收入数据

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、资产部和内审部共 10 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财政局具体执行。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和基础设施建设业务。近年来，公司业务构成相对稳定，受商品房销售收入占比波动影响，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。2017—2019年，公司分别实现营业收入11.54亿元、14.61亿元和13.61亿元。2019年，公司土地开发收入占比93.93%，其他业务收入整体规模较小。

毛利率方面，2017—2019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20.20%、8.21%和2.20%，毛利率持续下降主要系毛利率较高的商品房销售业务占比逐年下降所致。

2020年1—9月，公司实现营业收入7.44亿元，相当于2019年全年营业收入54.67%，结构上以土地开发业务为主；公司综合毛利率11.11%，较上年全年增长8.91个百分点，主要系公司毛利率较高的商品房销售收入占比较高所致。

表 4 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地开发	6.83	59.16	5.66	11.96	81.86	5.66	12.78	93.93	5.66	5.35	71.90	4.85

经济适用房销售	0.04	0.38	-8.03	0.49	3.35	-31.96	0.12	0.86	-7.50	0.02	0.21	-33.87
商品房销售	4.23	36.63	55.66	1.54	10.54	54.51				1.39	18.62	43.63
租金收入	0.40	3.43	-81.07	0.54	3.70	-35.37	0.64	4.67	60.76	0.55	7.34	-21.16
其他	0.05	0.40	-111.91	0.08	0.55	-3.46	0.08	0.55	-46.10	0.14	1.92	58.70
合计	11.54	100.00	20.20	14.61	100.00	8.21	13.61	100.00	2.20	7.44	100.00	11.11

资料来源：联合资信整理

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。

2017—2019年，公司开发并出让的土地面积波动增长，分别为762.86亩、1230.47亩和1090.49亩，公司分别确认收入6.83亿元、11.96亿元和12.78亿元，并全部收到回款。2017—2019年，公司分别结转土地开发成本6.44亿元、11.28亿元和12.06亿元。2020年1—9月，公司确认土地开发收入5.35亿元，毛利率4.85%。

截至2020年9月底，公司在嘉兴经开区内进行土地开发投入累计70.10亿元，累计开发土地出让面积20430.29亩（包含10000亩农用保护地），

目前建设用地10430.29亩，土地资源丰富，为公司土地开发业务收入提供一定保障。

(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，在房屋销售后确认收入。2017年，公司经济适用房销售收入434.48万元。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。2020年1—9月，公司经济适用房收入159.21万元。

表5 截至2020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	32.20	11.42
禾源新都经济适用房	3.17	2.40	0.77
华玉佳苑经济适用房	10.17	8.15	2.02
平安家园经济适用房	3.72	3.39	0.33
合计	60.68	46.14	14.54

注：上表待售面积中包含转商品房待售面积10.55万平方米
资料来源：公司提供

公司目前已完工待售经济适用房面积14.54万平方米，规模较大。截至2020年9月

底，公司无在建及拟建保障房及经济适用房项目。

2017—2018 年及 2020 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。

商品房方面，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。2020 年 1—9 月，公司确认商品房销售收入 1.39 亿元。毛利率方面，2017—2018 年，公司商品房销售毛利率分别为 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 2020 年 9 月底，公司预计未来商品房可销售面积为 10.55 万平方米，主要为满足安置需求后的安置房转为商品房，无在建及拟建项目，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；联合资信持续关注公司自持物业的经营情况。

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。公司通过将建成的标准厂房和职工宿舍出租获得收入。

截至 2020 年 9 月底，公司建成并可供出租的标准厂房面积约为 38.08 万平方米，写字楼面积为 21.86 万平方米，标准职工公寓面积 9.22 万平方米。截至 2020 年 9 月底，公司标准厂房平均租金 25 元/m²，出租率 73.47%；写字楼平均租金 30 元/m²，出租率 57.41%；职工公寓平均租金 30 元/m²，出租率 83.74%。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%，2019 年实现租金收入 0.64 亿元，租金收入逐年增长主要系公司厂房出租面积增长所致。2020 年 1—9 月，公司实现租金收入 0.55 亿元，相当于 2019 年全年租金收入的 85.94%。2017—2019 年及 2020 年 1—9 月，租金收入毛利率分别为-81.07%、-35.37%、60.76%和-21.16%，前期毛利率较低主要系前期租金减免所致。

截至 2020 年 9 月底，公司在建自营性项目包括采埃孚标准厂房、创新园二期和西港作业区码头，项目总投资 8.98 亿元，已投资 4.04 亿元，未来尚需投资 4.94 亿元。

表 6 截至 2020 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		
				2020 年 10—12 月	2021 年	2022 年
标准厂房（采埃孚）	3.04	1.22	65000.00	0.30	1.52	--
创新园二期	3.90	1.85	36140.00	0.30	1.75	--
西港作业区码头	2.04	0.97	/	0.15	0.92	--
合计	8.98	4.04	101140.00	0.75	4.19	--

资料来源：公司提供

表 7 截至 2020 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	8.05	380825.25	279786.99	25
写字楼	19.01	218583.11	125486.86	30
职工公寓	2.05	92247.71	77247.71	30

资料来源：公司提供

(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，且已完工项目尚未实现回购，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2020年9月底，公司已完工待回购基建项目余额为78.69亿元，计入“其他非流动资产”科目。截至2020年9月底，上述项目尚未回购。联合资信将持续关注公司回购资金到位情况。

截至2020年9月底，公司在建及拟建代建项目合计5个，总投资14.46亿元，未来投资压力尚可。

表8 截至2020年9月底公司在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工日期	计划投资总额	2020年计划投资额	2021年计划投资额
携李路（开禧路-创新路）道路	2019.11	4.16	0.80	1.20

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

表9 截至2020年9月底公司拟建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	拟开工日期	计划投资总额	2020年计划投资额	2021年计划投资额
姚家荡小学（暂名）工程	2020.10	1.83	0.20	1.26
姚家荡中学（暂名）工程	2020.10	2.20	0.27	1.49
城南路跨南郊河及常台高速大桥工程	2021.1	3.21	0.00	1.00
综治中心	2021.3	3.06	0.00	1.50
合计	--	10.30	0.47	5.25

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

公司未来仍将以土地开发、市政基础设施建设和租赁业务为主。未来土地开发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占用严重；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2017—2019年合并财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司2020年1—9月财务报表未经审计。

合并范围方面,2017年,公司合并范围子公司共12家;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;2019年及2020年1—9月,公司合并范围未发生变化。整体看,公司新增或减少子公司规模不大,财务数据可比性较强。

截至2019年底,公司资产总额188.88亿元,所有者权益134.95亿元(包含少数股东权益6.10亿元);2019年,公司实现营业收入13.61亿元,利润总额1.43亿元。

截至2020年9月底,公司资产总额208.41亿元,所有者权益135.31亿元(含少数股东权

益6.05亿元);2020年1—9月,公司实现营业收入7.44亿元,利润总额0.27亿元。

2. 资产质量

近年来,公司资产持续增长,结构上以非流动资产为主;资产中代建的基础设施类资产占比高,公司资产质量一般。

2017—2019年末,公司资产规模持续增长,年均复合增长6.89%;截至2019年底,公司资产总额188.88亿元,较上年底增长7.75%,主要系公司基础设施建设项目投入增长所致;其中,流动资产占34.70%,非流动资产占65.30%,以非流动资产为主;公司资产中代建的基础设施类资产占比高,公司资产质量一般。

表10 2017—2019年及2020年9月末公司资产主要构成(单位:亿元、%)

科目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	68.14	41.22	64.88	37.02	65.53	34.70	71.64	34.37
货币资金	5.75	3.48	3.98	2.27	3.59	1.90	4.42	2.12
其他应收款	3.40	2.06	3.51	2.00	2.85	1.51	2.74	1.31
存货	58.51	35.40	56.49	32.23	57.86	30.64	60.95	29.25
非流动资产	97.17	58.78	110.40	62.98	123.34	65.30	136.77	65.63
投资性房地产	29.12	17.61	33.39	19.05	36.22	19.17	36.96	17.73
在建工程	42.51	25.72	5.59	3.19	6.70	3.55	9.90	4.75
其他非流动资产	19.34	11.70	64.51	36.81	71.71	37.97	78.69	37.76
资产总额	165.31	100.00	175.29	100.00	188.88	100.00	208.41	100.00

数据来源:公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2017—2019年末,公司流动资产规模波动下降,年均复合下降1.93%。截至2019年底,公司流动资产65.53亿元,较上年底增长1.00%;从结构上看,公司流动资产主要以存货为主。

截至2019年底,公司货币资金3.59亿元,较2018年底下降9.89%,货币资金中无受限资金。

2017—2019年末,公司其他应收款波动下降,年均复合下降8.51%;截至2019年底,公司其他应收款2.85亿元,较2018年底下降18.90%,主要系往来款减少所致。

2017—2019年末,公司存货波动下降,年均复合下降0.56%;截至2019年底,公司存货57.86亿元,较2018年底增长2.43%,主要系公司土地整理业务及安置房建设投入增长所致。从结构上看,公司存货主要由开发成本(主要为土地整

理成本,占比77.36%)和开发产品(安置房和经济适用房项目投入成本,占比22.62%)构成。

(2) 非流动资产

2017—2019年末,公司非流动资产规模持续增长,年均复合增长12.66%;截至2019年底,公司非流动资产123.34亿元,较2018年底增长11.72%,主要系其他非流动资产(基础设施建设项目投入)增长所致。从结构上看,公司非流动资产主要由其他非流动资产和投资性房地产构成。

2017—2019年末,公司长期股权投资持续增长,年均复合增长54.38%;截至2019年底,公司长期股权投资2.37亿元,较2018年底增长104.95%,主要系公司追加嘉兴凯宜亿元有限公司股权投资所致。

2017—2019年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长11.53%；截至2019年底，公司投资性房地产36.22亿元，较2018年底增长8.46%，主要系公司建设标准厂房等资产转入所致。公司投资性房地产中受限金额16.64亿元，全部为用于银行借款抵押的房产；公司投资性房地产中尚有账面价值8.78亿元房产尚未办理产权证书，联合资信将持续关注产权证书办理情况。

2017—2019年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降60.29%；截至2018年底，公司在建工程5.59亿元，较上年底大幅下降，主要系公司将在建公益性项目转入其他非流动资产所致；截至2019年底，公司在建工程6.70亿元，较2018年底增长19.91%，主要系公司建设标准厂房投入增长所致。

2017—2019年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长36.22%；截至2019年底，公司无形资产3.06亿元，较上年底增长27.38%，主要系公司购置土地使用权所致；从结构上看，公司无形资产主要由土地使用权（占比99.93%，土地性质主要为工业用地，公司用于标准厂房建设用地）构成。

2017—2019年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长92.54%；截至2019年底，公司其他非流动资产71.71亿元，较上年底增长11.16%，主要系公司代建市政基础设施投入增长所致。从结构上看，公司其他非流动资产全部为受托代建的市政基础设施工程。

截至2020年9月底，公司资产总额208.41亿元，较上年底增长10.34%，主要系公司代建项目投入增长所致；其中，流动资产占34.37%，非流动资产占65.63%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2020年9月底，公司资产受限情况如表11所示，总体看，公司资产受限比例一般。

表 11 截至 2020 年 9 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
在建工程	8.94	4.29	抵押
投资性房地产	14.37	6.90	抵押
合计	23.31	11.18	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

近年来，受政府资金注入和利润累积影响，公司所有者权益持续增长；所有者权益中资本公积占比高，所有者权益稳定性好。

2017—2019 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 19.28%；截至 2019 年底，公司所有者权益合计 134.95 亿元，较上年底增长 0.22%，较上年底变化不大。其中归属于母公司所有者权益 128.84 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 3.71%、80.00%和 10.33%。所有者权益结构稳定性好。

2017—2019 年末，公司资本公积波动增长，年均复合增长 22.46%；截至 2018 年底，公司资本公积 109.09 亿元，较上年底增长 51.53%，主要系公司收到财政拨款 14.16 亿元和政府置换债 22.48 亿元转增资本公积所致。截至 2019 年底，公司资本公积 107.95 亿元，较上年底下降 1.04%；公司资本公积主要由政府注入资金（占比 97.22%）构成。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益合计 135.31 亿元，较上年底增长 0.27%，主要系未分配利润增长所致。

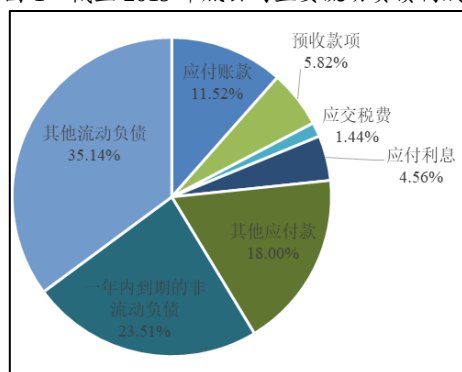
（2）负债

近年来，公司负债规模波动下降，主要以非流动负债为主；公司整体债务负担较轻，未来面临一定的集中偿付压力。

2017—2019 年末，公司负债规模波动下降，年均复合下降 12.51%；截至 2019 年底，公司负债总额 53.93 亿元，较 2018 年底增长 32.72%，主要系公司项目建设对外融资增加所致。从结构上看，公司负债仍以非流动负债为主。

2017—2019 年末，公司流动负债持续下降，年均复合下降 22.18%；截至 2019 年底，公司流动负债 17.06 亿元，较 2018 年底下降 9.88%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。

图1 截至2019年底公司主要流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019年末，公司应付账款持续下降，年均复合下降11.33%；截至2019年底，公司应付账款1.96亿元，较2018年底下降17.40%，主要系公司支付工程款所致。

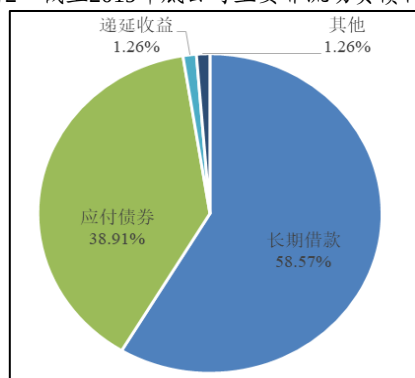
2017—2019年末，公司其他应付款持续下降，年均复合下降32.78%；截至2019年底，公司其他应付款3.85亿元，较2018年底下降34.99%，主要系应付往来款减少所致。

2017—2019年末，公司一年内到期的非流动负债持续下降，年均复合下降47.32%；截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债4.01亿元，较2018年底下降39.24%，主要系公司偿还到期的债券所致。

截至2019年底，公司其他流动负债6.00亿元，较2018年底增长107.00%，主要系公司发行超短期融资券所致；公司其他流动负债全部为公司有息债务。

2017—2019年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降6.62%；截至2019年底，公司非流动负债36.87亿元，较2018年底增长69.88%，主要系公司银行贷款及债券融资增长所致。

图2 截至2019年底公司主要非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长18.09%；截至2019年底，公司长期借款20.73亿元，较2018年底增长50.35%，主要系抵押借款、保证借款和“抵押+保证”借款增长所致。从结构上看，公司长期借款主要由“抵押+保证”借款（占比32.22%）、保证借款（占比19.20%）、“质押+保证”借款（占比22.87%）和抵押借款（占比15.68%）构成。

2017—2019年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长23.00%；截至2019年底，公司应付债券13.77亿元，较2018年底大幅增长，主要系公司发行“19嘉兴经技PPN001”（期限3年，票面利率5.00%）、“19嘉兴经技PPN001”（期限3年，票面利率4.78%）和“19嘉兴经技PPN003”（期限3年，票面利率5.20%）所致。

截至2020年9月底，公司负债总额73.10亿元，较上年底增长35.54%，主要系公司银行贷款和发行债券增长所致；其中，一年内到期的非流动负债7.93亿元，较上年底增长97.58%，主要系应付债券转入所致；长期借款36.72亿元，较上年底增长77.13%，主要系公司银行借款增长所致；应付债券15.98亿元，较上年底增长16.03%，主要系公司发行“20嘉兴经技MTN001”和“20嘉兴经技MTN002”所致。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务波动增长，年均复合下降6.53%。截至2019年底，公司全部债务44.51亿元，较上年底增长54.23%；其中，短期债务占22.49%，长期债务占77.51%，以长期债务为主。2017—2019年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率波动增长，截至2019年底，上述指标分别为28.55%、24.80%和20.36%，公司整体债务负担较轻。截至2020年9月底，公司全部债务63.62亿元，较上年底增长42.95%，主要系长期债务增长所致。截至2020年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为35.07%、31.98%和28.03%，较上年底分别提高6.52个百分点、提高7.18个百分点和提高7.67个百分点。集中偿付方面，2020年10—12月和2021—2023

年,公司到期债务分别为 4.92 亿元、5.82 亿元、17.77 亿元和 9.18 亿元。

表 12 截至 2020 年 9 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2020 年 10—12 月	2021 年	2022 年	2023 年
偿还金额(亿元)	4.92	5.82	17.77	9.18

资料来源:公司提供

4. 盈利能力

近年来,公司营业收入波动增长,期间费用控制能力一般,公司利润总额对政府补助依赖性强。

2017—2019年,公司营业收入波动增长,年均复合增长8.57%;2019年,公司营业收入13.61亿元,同比下降6.84%;公司营业成本波动下降,年均复合增长20.22%,2019年,公司营业成本13.31亿元,同比下降0.74%。

从期间费用看,2017—2019年,公司期间费用总额持续下降,年均复合下降20.60%。2017—2019年,公司期间费用率分别为22.57%、13.65%和12.07%,公司费用控制能力一般。

2017—2019年,公司利润总额持续下降,分别为1.55亿元、1.51亿元和1.43亿元;公司利润中其他收益分别为2.03亿元、2.63亿元和3.12亿元,全部为公司收到政府补助资金;公司利润总额对政府补助依赖性强。

盈利指标方面,2017—2019年,公司总资产收益率分别为2.53%、1.35%和1.24%,持续下降。公司净资产收益率分别为1.63%、1.14%和1.06%,持续下降。公司整体盈利能力较弱。

2020年1—9月,公司实现营业总收入7.44亿元;营业利润率9.87%。2020年1—9月,公司实现利润总额0.27亿元。

5. 现金流

近年来,公司经营活动现金流主要为公司业务收支资金,公司收现质量较好;受公司自建项目持续投入影响,公司投资活动现金持续大额净流出;公司筹资活动现金持续净流入。

表 13 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司现金流量情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	18.27	21.56	16.22	8.17
经营活动现金流出小计	12.93	11.25	14.17	11.93
经营现金流量净额	5.34	10.31	2.05	-3.76
投资活动现金流入小计	0.00	0.33	0.02	0.08
投资活动现金流出小计	12.01	15.75	16.51	13.44
投资活动现金流量净额	-12.01	-15.42	-16.49	-13.36
筹资活动前现金流量净额	-6.67	-5.11	-14.45	-17.11
筹资活动现金流入小计	22.56	22.60	25.35	28.55
筹资活动现金流出小计	16.05	19.25	11.29	10.60
筹资活动现金流量净额	6.51	3.35	14.05	17.94
现金收入比	104.15	95.22	100.60	79.33

资料来源:公司财务报告

从经营活动来看,2017—2019年,公司经营活动现金流入波动下降,主要为公司销售商品、提供劳务收到的现金。公司现金收入比分别为103.88%、98.43%和100.49%,收入质量较好。同期,公司经营活动现金流出波动增长,主要为公司代建项目投入的现金支出。2017—2019年,公司经营活动现金为持续净流入,分别为5.34亿元、10.31亿元和2.05亿元。

从投资活动来看,2017—2019年,公司投资活动现金流入规模较小;投资活动现金流出主要为公司自建项目投入资金所致,2017—2019年,公司投资活动现金流出分别为12.01亿元、15.42亿元和16.49亿元。2017—2019年,投资活动现金持续净流出,流量净额分别为-12.01亿元、-15.42亿元和-16.49亿元。

从筹资活动来看,2017—2019年,公司筹资活动现金流入持续增长,主要为公司收到政府注入的资金和银行借款收到的现金;公司筹资活动现金流出主要为偿还到期借款支付的现金。2017—2019年,公司筹资活动现金流量净额分别为6.51亿元、3.35亿元和14.05亿元。

2020年1—9月,公司经营活动现金流量净额-3.76亿元,投资活动现金流量净额-13.36亿元,筹资活动现金流量净额17.94亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力尚可，考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率持续增长，分别为 241.86%、342.75%和 384.12%；2017—2019 年，公司速动比率持续增长，分别为 34.16%、44.33%和 44.96%。同期，公司现金类资产分别为 5.75 亿元、3.98 亿元和 3.59 亿元，现金类资产对短期债务保障倍数分别为 0.38 倍、0.42 倍和 0.36 倍。截至 2020 年 9 月底，公司现金类资产 4.42 亿

元，现金短期债务比 0.40 倍。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 4.36 亿元、3.11 亿元和 3.23 亿元，波动下降。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.25 倍、2.03 倍和 2.17 倍，持续增长，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 9.00 倍、9.26 倍和 13.78 倍，波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	241.86	342.75	384.12
	速动比率 (%)	34.16	44.33	44.96
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.38	0.42	0.36
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	4.36	3.11	3.23
	全部债务/EBITDA (倍)	9.00	9.26	13.78
	EBITDA 利息倍数 (倍)	1.25	2.03	2.17

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年9月底，公司对外担保余额13.62亿元，担保比率10.07%，全部为对嘉兴市国有企业担保，或有负债较小。

未决诉讼方面，截至2020年9月底，公司无重大未决诉讼。

截至2020年9月底，公司共计获得银行授信额度59.53亿元，已使用40.07亿元，尚可使用19.46亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2019年底，母公司资产177.16亿元，占合并口径93.80%，所有者权益118.64亿元，占合并口径87.91%；公司业务主要由母公司负责，母公司情况与合并口径相近。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期

中期票据保障能力较强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模6.00亿元，分别占2019年底公司长期债务和全部债务的17.39%和13.48%，对公司现有债务规模有一定影响。2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为28.55%、24.80%和20.36%，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，上述指标分别上升至30.75%、27.23%和23.08%，公司负债水平有所上升。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为4.36亿元、3.11亿元和3.23亿元，分别为本期中期票据的0.73倍、0.52倍和0.54倍。2017—2019年，公司经营活动产生的现金流入分别为18.27亿元、21.56亿元和16.22亿元，分别为本期中期票据的3.04倍、3.59倍和2.70倍；同期公司经营活动现

金流量净额分别为5.34亿元、10.31亿元和2.05亿元,分别为本期中期票据的0.89倍、1.72倍和0.34倍。公司经营活动现金流入量对本期中票保障能力较强。

表 15 本期中期票据保障能力测算

指标	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量(亿元)	18.27	21.56	16.22
经营活动现金流入量保障倍数(倍)	3.04	3.59	2.70
经营活动现金流量净额(亿元)	5.34	10.31	2.05
经营活动现金流量净额保障倍数(倍)	0.89	1.72	0.34
EBITDA(亿元)	4.36	3.11	3.23
EBITDA 保障倍数(倍)	0.73	0.52	0.54

注:数据略有差异系四舍五入造成

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

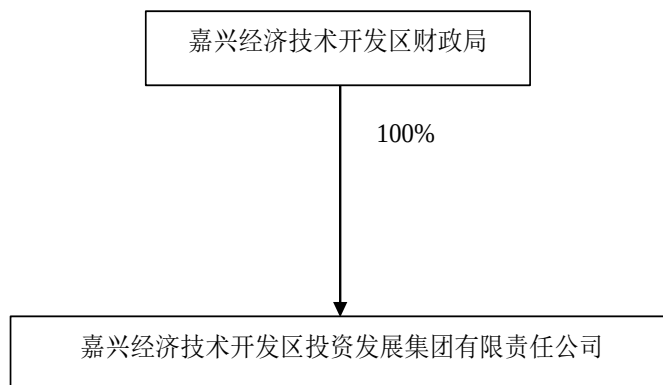
十一、结论

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,公司资产持续增长,债务负担较轻;公司资产质量一般,整体盈利能力较弱;公司短期偿债能力较弱,长期偿债能力尚可,考虑到公司持续获得有力外部支持,公司整体偿债能力很强。

本期中期票据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较强。

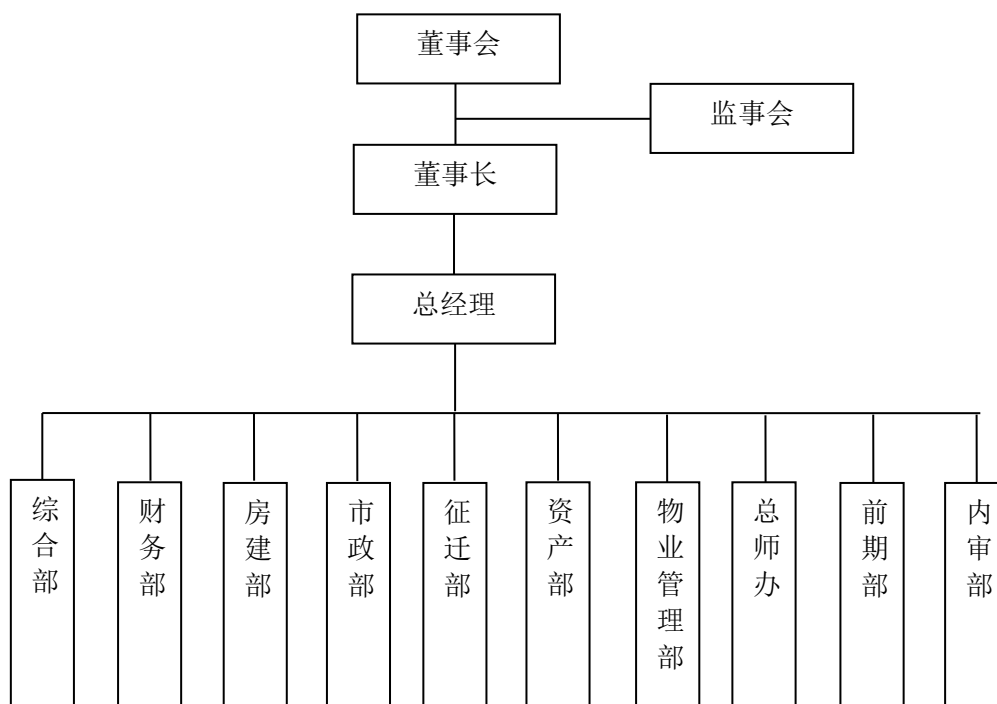
基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险很低,本期中期票据到期偿付安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底公司主要子公司情况

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建设有限公司	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

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.75	3.98	3.59	4.42
资产总额(亿元)	165.31	175.29	188.88	208.41
所有者权益(亿元)	94.85	134.66	134.95	135.31
短期债务(亿元)	15.26	9.50	10.01	10.93
长期债务(亿元)	23.96	19.34	34.50	52.69
全部债务(亿元)	39.22	28.84	44.51	63.62
营业收入(亿元)	11.54	14.61	13.61	7.44
利润总额(亿元)	1.55	1.51	1.43	0.27
EBITDA(亿元)	4.36	3.11	3.23	--
经营性净现金流(亿元)	5.34	10.31	2.05	-3.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	219.26	166.09	126.36	--
存货周转次数(次)	0.15	0.23	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.09	0.07	--
现金收入比(%)	104.15	95.22	100.60	79.33
营业利润率(%)	17.75	6.63	-0.12	9.87
总资本收益率(%)	2.53	1.32	1.19	--
净资产收益率(%)	1.63	1.14	1.06	--
长期债务资本化比率(%)	20.17	12.56	20.36	28.03
全部债务资本化比率(%)	29.25	17.64	24.80	31.98
资产负债率(%)	42.62	23.18	28.55	35.07
流动比率(%)	241.86	342.75	384.12	418.95
速动比率(%)	34.16	44.33	44.96	62.49
经营现金流动负债比(%)	18.95	54.44	12.00	--
现金短期债务比(倍)	0.38	0.42	0.36	0.40
EBITDA 利息倍数(倍)	1.25	2.03	2.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.00	9.26	13.78	--

注：公司短期债务包含其他流动负债中有息部分

资料来源：联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.98	2.00	2.35	3.54
资产总额(亿元)	150.86	158.36	177.16	196.27
所有者权益(亿元)	85.33	117.67	118.64	119.29
短期债务(亿元)	13.52	5.49	3.40	9.94
长期债务(亿元)	21.19	14.49	29.99	47.28
全部债务(亿元)	34.70	19.98	33.39	57.22
营业收入(亿元)	11.32	13.80	13.15	7.10
利润总额(亿元)	2.32	2.40	2.27	0.66
EBITDA(亿元)	2.32	2.40	2.27	--
经营性净现金流(亿元)	5.24	12.56	-0.85	-3.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	267.31	242.04	257.74	--
存货周转次数(次)	0.15	0.23	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.08	--
现金收入比(%)	103.88	98.43	100.49	78.46
营业利润率(%)	21.11	9.97	2.35	10.78
总资本收益率(%)	1.93	1.76	1.49	--
净资产收益率(%)	2.71	2.06	1.91	--
长期债务资本化比率(%)	19.89	10.97	20.18	28.39
全部债务资本化比率(%)	28.91	14.52	21.96	32.42
资产负债率(%)	43.44	25.70	33.03	39.22
流动比率(%)	252.35	249.66	254.60	277.01
速动比率(%)	44.75	42.88	54.85	68.26
经营现金流动负债比(%)	19.12	51.26	-3.17	--
现金短期债务比(倍)	0.22	0.36	0.69	0.36
EBITDA 利息倍数(倍)	14.96	8.32	14.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：短期债务包含公司其他流动负债中有息部分

资料来源：联合资信整理

附件 3 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/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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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 4-2 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 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司 2020 年度第三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集团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。