

信用评级公告

联合〔2022〕4586号

联合资信评估股份有限公司通过对嘉兴市嘉秀发展投资控股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，确定维持嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲债”的信用等级为 AAA，评级展望调整为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十七日

嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
嘉兴市嘉秀发展 投资控股集团有 限公司	AA	稳定	AA	稳定
中合中小企业融 资担保股份有限 公司	AAA	稳定	AAA	负面
17 嘉兴秀洲债/ PR 秀洲债	AAA	稳定	AAA	负面

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
17 嘉兴秀洲债/ PR 秀洲债	10 亿元	6 亿元	2024/09/25

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为嘉兴市秀洲区最大的开发建设和国有资产运营主体，主要负责秀洲区的土地整理、安置房及基础设施建设、国有资产运营等业务，区域经营优势明显。2021 年，秀洲区经济持续增长，公司外部环境良好，在资金注入、股权及资产划拨、项目建设资本金拨入以及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产变现能力较弱、资金支出压力较大及存在较大的短期偿付压力等因素可能会给公司信用水平带来的不利影响。

“17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲债”设置了分期偿还本金安排，同时中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为“17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

未来，随着秀洲区经济的持续增长以及公司业务的持续推进，公司经营情况有望保持稳定。

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“17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲债”的信用等级为 AAA，评级展望调整为稳定。

优势

1. **外部环境良好。**2021 年，秀洲区实现生产总值 572.95 亿元，同比增长 8.5%；一般公共预算收入 29.05 亿元，同比增长 5.5%。
2. **公司区域经营优势明显。**公司是嘉兴市秀洲区最大的开发建设和国有资产运营主体，主要负责秀洲区的土地整理、安置房及基础设施建设和国有资产运营等业务，区域经营优势明显。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	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	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

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加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

3. 持续获得有力的外部支持。2021 年，公司获得了政府在资金注入、股权及资产划拨、项目建设资本金拨入等方面的支持合计 62.53 亿元，获得政府补助合计 3.28 亿元。

关注

1. 资金支出压力较大。截至 2021 年底，公司在建及拟建的项目尚需投资规模约 180 亿元，未来存在较大的资金支出压力。
2. 资产变现能力较弱。公司资产中存货和应收类款占比较大，资产变现受土地市场行情、政府结算影响大，资产变现能力较弱。
3. 债务规模快速增长，存在较大的短期偿付压力。截至 2021 年底，公司全部债务较上年底增长 29.08%；短期债务在全部债务中占 29.31%，现金短期债务比下降至 0.33 倍，公司存在较大的短期偿付压力。

分析师：许狄龙 张婧茜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	45.82	47.39	42.36
资产总额（亿元）	495.17	624.18	792.25
所有者权益（亿元）	198.85	239.52	308.33
短期债务（亿元）	40.87	91.46	127.61
长期债务（亿元）	208.13	245.82	307.75
全部债务（亿元）	249.00	337.27	435.35
营业总收入（亿元）	26.23	35.39	37.12
利润总额（亿元）	4.77	5.73	5.96
EBITDA（亿元）	7.15	8.67	10.08
经营性净现金流（亿元）	-51.74	-69.46	-89.54
营业利润率（%）	17.94	13.80	11.68
净资产收益率（%）	2.25	2.27	1.70
资产负债率（%）	59.84	61.63	61.08
全部债务资本化比率（%）	55.60	58.47	58.54
流动比率（%）	615.57	423.52	420.75
经营现金流流动负债比（%）	-71.43	-54.66	-55.57
现金短期债务比（倍）	1.12	0.52	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	0.51	0.58	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	34.83	38.90	43.18
公司本部（母公司）			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	222.84	247.64	285.65
所有者权益(亿元)	154.71	155.47	161.63
全部债务(亿元)	56.53	73.68	109.91
营业总收入(亿元)	0.00	0.04	0.05
利润总额(亿元)	0.13	0.00	0.06
资产负债率(%)	30.57	37.22	43.42
全部债务资本化比率(%)	26.76	32.15	40.48
流动比率(%)	581.48	510.75	316.66
经营现金流流动负债比(%)	-188.04	-121.28	-71.66

注：本报告已将其他流动负债中有息债务调整至短期债务核算，将长期应付款中有息债务调整至长期债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲债	AAA	AA	负面	2021/06/28	许狄龙 吕泽峰	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
17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲债	AAA	AA	稳定	2017/08/25	闫 蓉 王 超	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 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 日之前的联合资信评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司（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，公司经营范围和股权结构未发生变动。截至2021年底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，唯一股东及实际控制人仍为嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2021 年底，公司本部内设综合管理部、财务管理部、投融资管理部、资产管理部、党群人事部等共 5 个职能部门；拥有合并范围内一级子公司 10 家。

截至2021年底，公司资产总额792.25亿元，所有者权益308.33亿元（含少数股东权益7.42亿元）；2021年，公司实现营业收入37.12亿元，利润总额5.96亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市秀洲区东升西路1250号秀宏大楼902室；法定代表人：沈雪锋。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券为“17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲债”。跟踪期内，公司已按期足额支付债券本金和利息，过往履约情况良好。截至 2022 年 3 月底，“17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲债”的募集资金已按照约定用途使用完毕；募集资金所投入的 5 个安置房项目均完工，累计实现销售收入 2.32 亿元。中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为“17 嘉兴秀洲债/PR 秀洲

债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

表1 本次跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
17 嘉兴秀洲债/ PR 秀洲债	10.00	6.00	2017/09/25	7 年

注：上述债券每年付息一次，并设立提前偿还条款，在债券存续期的第3~7年，每年末按照债券发行总额20%的金额偿还债券本金

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）¹有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同

较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长

8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税

政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面,2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元,同比增长8.30%,为全年预算的23.80%,进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障,科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大,居民收入稳定增长。2022年一季度,城镇调查失业率均值为5.53%,其中1月、2月就业情况总体稳定,调查失业率分别为5.30%、5.50%,接近上年同期水平,环比小幅上升,符合季节性变化规律;而3月以来局部疫情加重,城镇调查失业率上升至5.80%,较上年同期上升0.50个百分点,稳就业压力有所增大。2022年一季度,全国居民人均可支配收入1.03万元,实际同比增长5.10%,居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置,保持经济运行在合理区间,实现就业和物价基本稳定。2022年4月,国务院常务会议指出,要把稳增长放在更加突出的位置,统筹稳增长、调结构、推改革,切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间:部署促进消费的政策举措,助力稳定经济基本盘和保障改善民生;决定进一步加大出口退税等政策支持力度,促进外贸平稳发展;确定加大金融支持实体经济的措施,引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定:着力通过稳市场主体来保就业;综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定,保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响,经济稳增长压力加大。生产端,停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注;需求端,投资对经济的拉动作用有望提升,可能主要依靠基建投资的发力;国内疫情的负面影响短期内或将持续,制约消费的进一步复苏;在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等

国际背景下,叠加上年基数攀升的影响,出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此,IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大,实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

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。

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,但城投企业债务风险也随之快速上升。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约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能,城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来,政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势,延续了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号),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，建立了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 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监会（2021）15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的

“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新

型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济概况

2021 年，嘉兴市及秀洲区经济持续发展，一般公共预算收入保持增长，公司发展的外部环境良好。

(1) 嘉兴市

嘉兴市为浙江省下辖地级市，位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹地，是长江三角洲重要城市之一，下辖 2 区 2 县 3 县级市，陆地面积 3915 平方公里。

根据《2021 年嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2021 年，嘉兴市地区生产总值（GDP）6355.28 亿元，比上年增长 8.5%。其中，第一产业增加值 131.97 亿元，增长 1.7%；第二产业增加值 3453.75 亿元，增长 10.7%；第三产业增加值 2769.56 亿元，增长 6.3%。三次产业结构调整为 2.2：51.9：45.9。

2021 年，嘉兴市固定资产投资比上年增长 6.2%，其中高新技术产业投资、交通运输投资分别比上年增长 12.7%、2.5%，民间投资、生态环保城市更新和水利设施投资分别下降 0.1%、0.6%。

2021 年，嘉兴市一般公共预算收入 674.80 亿元，增长 12.7%；一般公共预算支出 793.72 亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 85.02%；政府性基金预算收入 1010.74 亿元。

(2) 秀洲区

秀洲区为嘉兴市的主城区之一，总面积 547.73 平方公里，截至 2021 年底户籍人口为 43.02 万人。

根据《2021 年秀洲区国民经济和社会发展统计公报》，2021 年秀洲区实现地区生产总值 572.95 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.5%。按三次产业完成情况看：一产增加值为 15.01 亿元，同比增长 2.8%；二产增加值为 305.11 亿元，同比增长 13.1%，其中工业增加值为 275.39 亿元，同比增长 15.2%；三产增加值为 252.83 亿元，同比增长 4.1%。三次产业比重从 2020 年的 2.8：50.0：47.2 变化为 2.6：53.3：44.1。

2021 年，秀洲区规模以上工业实现增加值 221.80 亿元，同比增长 18.6%；实现规模以上工业总产值 959.42 亿元，同比增长 35.9%。同期，全区完成固定资产投资 165.14 亿元，同比下降 15.8%。房地产方面，秀洲区全年商品房销售面积 46.79 万平方米，同比下降 35.3%；秀洲区全年完成房地产开发投资 46.92 亿元，全年商品房施工面积 417.13 万平方米，同比增长 33.2%，竣工面积 18.78 万平方米，同比下降 28.1%。

2021 年，秀洲区一般公共预算收入为 29.05 亿元，同比增长 5.5%；其中税收收入完成 24.90 亿元，占一般公共预算收入的比重为 85.7%，财政收入质量高。2021 年，全区一般公共预算支出完成 42.65 亿元；财政自给率为 68.12%，财政自给能力一般。2021 年，全区政府性基金收入完成 68.52 亿元，较上年增长 69.2%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，唯一股东及实际控制人仍为嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模及竞争力

公司是嘉兴市秀洲区最大的开发建设和国有资产运营主体，区域经营优势明显。

公司作为嘉兴市秀洲区最大的开发建设和国有资产运营主体，主要负责秀洲区的土地整理、安置房及基础设施建设和国有资产运营等业务，区域经营优势明显。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：91330411699542750C），截至2022年5月25日，公司本部无关注类贷款或不良类贷款。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年6月8日，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构和管理制度等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业收入规模有所增长，收入构成以基础设施建设、土地整理、安置房和贸易收入为主；受土地整理业务确认收入方式变动影响，公司综合毛利率小幅下降。

2021年，公司营业收入同比增长4.88%。其中，基础设施建设收入同比下降7.34%，主要系当年完工结算项目减少所致；土地整理收入规模略有下降；安置房收入同比下降22.35%；租赁收入和贸易收入分别同比增长56.86%和62.31%。

2021年，公司综合毛利率同比下降1.98个百分点，其中土地整理业务毛利率下降主要系收入确认方式变动所致。

表3 公司营业收入及毛利率构成情况

项目	2020年			2021年		
	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
基础设施建设收入	85349.08	24.11	11.66	79086.20	21.30	11.15
土地整理收入	113315.23	32.02	16.78	104111.28	28.05	11.82
安置房收入	32520.78	9.19	14.74	25253.30	6.80	18.16
租赁收入	10868.62	3.07	74.50	17048.34	4.59	68.89
贸易收入	72526.37	20.49	0.15	117715.82	31.71	0.59
其他收入	39349.76	11.12	22.38	27999.26	7.54	27.80
合计	353929.84	100.00	14.35	371214.20	100.00	12.37

注：公司其他收入主要包括厂房销售、农产品及机械销售、景区门票、园林绿化、餐厨垃圾、市政修缮养护等业务收入；合计数与各项加总数存在差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司基础设施建设业务收入确认和回款较为滞后，在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来存在较大的资金支出压力。

公司基础设施建设业务主要由公司本部、子公司嘉兴市闻川城市投资发展集团有限公司（以下简称“闻川城投”）、嘉兴市梅里投

资管理集团有限公司（以下简称“梅里投资”）和嘉兴市秀宏建设投资集团有限公司（以下简称“秀宏建设”）负责。

公司本部与秀洲区人民政府签订《基础设施项目建设合作协议书》或《委托代建协议》，秀洲区人民政府根据公司本部提供的开发年度内市政基础设施实际投资额确认表，按照项目实际投资额加15%的投资收益支付回购款，

作为公司本部的基础设施建设收入。

闻川城投与秀洲区及王江泾镇人民政府签订基础设施项目合作协议，闻川城投负责基础设施项目的前期立项、招投标、筹资以及建设管理工作。闻川城投根据项目的建设进度，在每年年末与政府结算确认代建项目投入，政府根据对应开发成本并加计20%的固定收益作为项目收益支付给闻川城投，闻川城投收到回款后确认相关收入及成本。2021年起，由王江泾镇财政局负责相关项目的评审和结算。

梅里投资与嘉兴现代物流园区管委会（即项目业主方）及嘉兴市秀洲区王店镇财政所（即项目结算人，以下简称“王店财政所”）签订委托代建协议，梅里投资负责相关项目的投资建设，王店财政所在每年年底按照项目成本加成一定比例进行收入结算，并向梅里投资拨付代建回购款项。

秀宏建设存在两种业务模式。①秀宏建设与嘉兴市新兴产业基地实业有限公司、嘉兴市洪运新农村投资开发建设有限公司和嘉兴

市麟湖文化旅游有限公司等业主单位签订《市政基础工程项目委托建设协议》，协助业主单位办理项目建设所需的各种合法相关文件，组织相关工程项目的施工建设。业主单位根据工程项目完工或者分标段完工后的结算成本加上一定的回报率向秀宏建设结算工程款项，秀宏建设以工程结算成本加上工程收益扣除相关税费后确认相应的基础设施建设收入。②秀宏建设有部分项目资金来源于财政拨款，项目成本计入“其他非流动资产”，财政拨款计入“专项应付款”（财政拨款可能有所滞后），项目完工移交政府后将“其他非流动资产”和“专项应付款”进行对冲。

截至2021年底，公司主要在建基础设施建设项目93个，总投资额154.30亿元，已投资额108.52亿元，未来尚需投资45.78亿元；该业务累计回款57.79亿元，回款较为滞后。截至2021年底，公司拟建项目13个，预计总投资额28.80亿元。总体看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。

表4 截至2021年底公司前十大在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已完成投资	未来尚需投资
秀洲区正原路城市有机更新项目	7.16	5.04	2.12
油车港镇小城镇环境综合整治项目	5.42	5.72	0.00
洪合镇机场配套基础设施工程项目	4.97	4.51	0.46
新增国道 G524 工程（08 省道延伸线）	23.10	13.89	9.21
嘉兴市油车港至江苏黎里公路工程	12.46	12.41	0.05
科技创业园	4.03	2.22	1.81
农田水利工程项目	7.00	0.37	6.63
欢乐世界项目	5.98	1.93	4.05
油车港镇企业关停淘汰	6.00	2.11	3.89
油黎公路	4.50	4.37	0.13
合计	80.62	52.56	28.35

注：油车港镇小城镇环境综合整治项目投资额超概主要系分摊资本化利息所致；合计数与各项加总数存在差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）土地整理

2021 年，受收入确认方式变动影响，公司土地整理业务毛利率有所下降。公司在整理土地尚需投资规模较大，未来存在较大的资金支出压力。

公司土地整理业务主要由公司本部和闻

川城投负责。

公司本部与秀洲区人民政府签订《土地整理项目委托管理协议》（以下简称“协议”）。协议明确项目预计总投资和委托管理费收入（一般为预计总投资的15%），项目建设期内区政府根据项目实际投资额加15%的委托管理

费支付项目款。2020年之前，公司本部仅将委托管理费收入确认为营业收入；2021年起，公司本部将政府支付的项目款全额确认收入。受此影响，2021年，公司土地整理业务毛利率同比有所下降。

闻川城投以前年度与秀洲区人民政府签订《合作开发土地协议》，由秀洲区人民政府将区域内部分地块委托闻川城投进行一级土地开发，土地整理所需的资金由闻川城投负责筹措。土地一级开发完成且全部工程验收合格后，闻川城投根据每年的土地出让情况与政府结算土地整理收入。2021年起，闻川城投与秀洲区王江泾镇人民政府签订开发合作协议，协议约定土地整理项目按照工程项目所发生的实际成本（包括直接施工成本、间接成本、与工程相关的借款费用以及项目管理费用）加成20%的收益向闻川城投支付工程款；土地整理收入不再与土地实际出让情况挂钩。

截至2021年底，公司在整理土地预计总投资127.03亿元，已投资58.12亿元，尚需投资规模较大，公司未来存在较大的资金支出压力。

（3）安置房销售

2021年，公司安置房收入同比有所下降，在建及拟建的安置房项目尚需规模投资大，面临一定的资本支出压力。

公司安置房业务主要由公司本部、闻川城投及梅里投资负责。

公司安置房业务包括委托代建和自营两种模式，其中委托代建模式同基础设施建设模式，纳入基础设施建设业务核算。公司本部的自营安置房主要为“17嘉兴秀洲债/PR秀洲债”的5个募投项目，项目资金回笼主要依赖于完工项目的安置房及配套停车位等的定向销售收入。截至2021年底，“17嘉兴秀洲债/PR秀洲债”的5个募投项目均已完工，可销售面积30.08万平方米，剩余可售面积24.06万平方米；累计实现销售收入2.32亿元，其中2021年未实现销售收入。

闻川城投安置房业务模式主要为自营模

式，通过自筹资金及对外融资进行安置房建设开发，通过安置房、储藏室、配套用房的销售和机动车库的出租等实现资金回笼。

梅里投资与嘉兴现代物流园投资发展有限公司签订房屋采购合同，合同约定采购的单价及交付方式，梅里投资将收到的房屋采购款确认收入。

2021年，公司安置房收入来自闻川城投及梅里投资。截至2021年底，公司累计建设完成的安置房项目9个，建筑面积62.08万平方米，可售面积合计50.64万平方米，剩余可售面积19.77万平方米；公司主要在建安置房项目总投资19.12亿元，已投资12.30亿元，尚需投资7.31亿元；拟建项目油车港镇陈家坝拆迁安置小区二期工程计划2022年开工建设，建设期4年，规划建筑面积38.33万平方米，总投资24.00亿元；公司拟建及在建项目未来尚需投资规模大，面临一定的资本支出压力。

表5 截至2021年底公司主要在建安置房项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资
嘉北街道南陶浜拆迁安置房	1.86	2.24	--
王江泾沙河景园二期安置房	2.40	2.09	0.31
宇泗浜村花甲圩新社区一期	1.17	1.28	--
油车港镇中心社区马厍分区二期拆迁安置小区工程	7.95	2.67	5.28
油车港镇陈家坝拆迁安置小区一期工程	3.24	2.71	0.53
新塍镇文松苑拆迁安置工程	2.50	1.31	1.19
合计	19.12	12.30	7.31

注：部分项目超概主要系项目实际投入过程成本超预期所致
资料来源：公司提供

（4）其他业务

2021年，公司租赁及贸易收入均有所增长，是营业收入的重要补充。公司自建项目建成后主要通过出租、收取门票收入等实现资金回笼，回笼周期较长。

租赁业务

公司租赁主要由闻川城投、梅里投资和嘉兴市盛洪新市镇投资开发有限公司负责，出租的资产包括商铺、仓储、办公楼、码头以及菜市场等。截至2021年底，公司可租赁物业面

积合计 40.69 万平方米，2021 年整体出租率 83.04%，实现租赁收入 1.70 亿元。

贸易业务

公司贸易业务以前年度主要由秀宏建设和闻川城投负责，2021 年拓展至子公司嘉兴市盛洪发展投资集团有限公司、嘉兴市嘉睦发展投资集团有限公司和梅里投资，贸易收入增至 11.77 亿元。贸易的产品包括化工产品、钢材、电子产品等。

表6 公司贸易品种销售占比情况（单位：%）

贸易产品	2020 年	2021 年
煤炭	20.72	--
纺织纤维品	15.82	6.97
乙二醇	39.73	21.45
电子产品等	1.62	0.33
其他	1.18	--
钢材	20.93	50.56
铝卷	--	11.62
辐射松原木	--	9.06
合计	100.00	100.00

注：合计数与各项加总数存在差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

表7 截至2021年底公司主要自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	资金来源	资金回收方式
嘉兴运河文化旅游度假区	16.00	11.87	4.13	自筹	项目景区收入
麟湖双创中心	3.01	1.44	1.57	自筹	出租、自用
现代农业科技服务中心	1.00	0.53	0.47	自筹	出租、自用
秀禾发展大厦	1.60	1.45	0.15	自筹	出租、自用
嘉兴市秀洲区康养中心项目	2.64	0.75	1.89	自筹	出租、自用
蓬莱发展大厦	2.60	0.84	1.76	自筹	出租、自用
合计	26.85	16.88	9.97	--	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将配合当地政府的统一部署，在完成区内重大项目建设任务同时，建立规范的法人治理结构和内部管理体系；全面开展资产经营、对外投融资、项目开发、河道疏浚和城乡供水管网建设等业务，投融资领域覆盖土地整理、保障性住房及市政基础设施建设等重点项目。此外，公司将不断拓展自建项目，丰富公司收入结构。

公司贸易业务前 5 大供应商包括江阴市琅乐合金科技有限公司、溧阳宝润钢铁有限公司、杭州钱江正源建筑材料有限公司、桐乡市佑泰新材料有限公司和永杰新材料股份有限公司，合计采购金额占采购总额的 52.43%；前 5 大客户包括物产中大国际贸易集团有限公司、浙江鼎美智装股份有限公司、东证润和资本管理有限公司、灵康控股集团有限公司和绍兴上虞创恒实业投资有限公司，合计销售金额占销售总额的 73.26%。公司贸易业务上下游集中度均较高，为控制相关风险，一般在收到下游客户货款后，再向上游供应商进行采购。

自建项目

截至 2021 年底，公司自建项目包括嘉兴运河文化旅游度假区、麟湖双创中心和秀禾发展大厦等；计划总投资规模 26.85 亿元，已完成投资 16.88 亿元，项目建设资金全部来源于自筹。公司自建项目建成后主要通过出租、收取门票收入等实现资金回笼，回笼周期较长。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2021年底，公司合并范围内一级子公司10家。2021年，公司合并范围减少1家一级子公司，系股权划转变为公司二级子公司；合

并范围增加2家一级子公司。上述合并范围变动子公司对公司财务数据的可比性影响不大。

2. 资产质量

跟踪期内，项目大规模投入带动公司资产规模快速增长；资产中存货和应收类款项占比

较大，资产变现受土地市场行情、政府结算进度影响大，资产变现能力较弱，资产质量一般。

截至2021年底，公司资产总额较上年底增长26.93%，资产构成仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表8 公司主要资产构成情况

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	538.16	86.22	677.99	85.58
货币资金	46.78	7.49	41.68	5.26
应收账款	21.44	3.44	34.34	4.33
其他应收款	154.45	24.75	186.08	23.49
存货	299.05	47.91	400.43	50.54
非流动资产	86.02	13.78	114.26	14.42
投资性房地产	18.26	2.93	28.49	3.60
在建工程	11.85	1.90	23.76	3.00
其他非流动资产	13.69	2.19	10.32	1.30
资产总额	624.18	100.00	792.25	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，流动资产较上年底增长 25.98%。其中，公司货币资金较上年底下降 10.89%，主要为银行存款（占 92.35%）。公司应收账款较上年底增长 60.14%，主要系部分基础设施工程款暂未收回所致；应收账款主要为应收政府单位、平台公司和关联方等委托方的款项，占比约 97.60%，该部分未计提坏账；应收账款前 5 名均为嘉兴市政府单位及平台公司，合计占应收账款期末余额的 78.29%，集中度较高。公司其他应收款较上年底增长 20.47%，主要系应收往来款增长所致；其他应收款主要为应收政府单位、平台公司和关联方的款项，占比约 98.86%，该部分未计提坏账；其他应收款前 5 名分别为嘉兴市闻源水务投资集团有限公司、嘉兴市秀洲区新塍田园综合体开发有限公司、嘉兴市莲泗荡新市镇建设投资开发有限公司、嘉兴市麟湖文化旅游有限公司和嘉兴市王店镇新农村建设投资开发有限公司，合计占其他应收款期末余额的 41.11%，集中度一般。公司存货较上年底增长 33.90%，主要系业务投入增长所致；存货主要

包括基础设施和安置房建设成本 341.84 亿元，土地开发成本 58.12 亿元。

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 32.83%。其中，公司投资性房地产较上年底增加 10.23 亿元，主要系购买房产 2.59 亿元、自有房产转入 2.71 亿元以及企业合并增加 2.99 亿元所致。公司在建工程较上年底增加 11.92 亿元，主要系自营项目投入增加所致。公司其他非流动资产较上年底下降 24.60%，主要为秀宏建设的基础设施建设成本，后续按照实际投入等额返还。

截至 2021 年底，公司受限资产 27.38 亿元，均因抵质押受限；其中主要包括货币资金 3.19 亿元、固定资产 7.44 亿元、投资性房地产 14.82 亿元；受限资产占资产总额的比重为 3.46%，受限比例低。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，随着政府资金注入、划入股权及资产和项目建设资本金拨入，公司所有者权

益规模快速增长，所有者权益以资本公积为主，稳定性较高。

截至 2021 年底，公司所有者权益较上年底增长 28.73%。其中，公司实收资本较上年底

保持稳定；资本公积较上年底增加 62.41 亿元，主要系政府资金注入、股权及资产划拨和项目建设资本金拨入所致。

表9 公司主要所有者权益构成情况

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	10.00	4.18	10.00	3.24
资本公积	192.36	80.31	254.77	82.63
未分配利润	27.89	11.65	32.87	10.66
少数股东权益	7.23	3.02	7.42	2.41
所有者权益	239.52	100.00	308.33	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担较重，短期偿

债压力较大。

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 25.80%，负债构成仍以非流动负债为主。

表10 公司主要负债构成情况

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	127.07	33.03	161.14	33.30
短期借款	32.65	8.49	58.30	12.05
其他应付款	23.10	6.00	25.14	5.20
一年内到期的非流动负债	42.63	11.08	58.67	12.12
非流动负债	257.60	66.97	322.79	66.70
长期借款	155.89	40.53	179.08	37.01
应付债券	84.51	21.97	125.51	25.94
专项应付款	9.42	2.45	11.20	2.31
负债总额	384.67	100.00	483.93	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 26.81%。其中，公司短期借款较上年底增长 78.58%，主要包括保证借款 50.69 亿元和质押借款 5.96 亿元。公司其他应付款较上年底增长 8.85%，以往来款为主。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 37.63%，包括一年内到期的长期借款 36.14 亿元、一年内到期的应付债券 16.29 亿元和一年到期的长期应付款 2.64 亿元。公司其他流动负债 12.54 亿元，主要包括信用证 1.75 亿元，短期融资券 8.00 亿元和融资租赁款 0.80 亿元，均纳入短期债务核算。

截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底增长 25.31%。其中，公司长期借款较上年底增长 14.88%，主要为保证借款（占 81.07%）、保证质押借款（占 9.99%）和保证抵押借款（占 4.35%）。公司应付债券较上年底增长 48.51%，主要系发行公司债券、PPN 和中期票据所致，2021 年新发债券明细如下表。

表11 公司2021年新发债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	发行日期	期限
21 闽川 PPN	5.00	2021/8/20	3 年
21 秀宏 01	5.00	2021/8/23	5 年
21 秀宏建设 PPN01	5.00	2021/4/27	5 年

21 嘉秀 01	12.00	2021/6/15	7 年
21 嘉秀发展 PPN01	6.00	2021/4/29	5 年
21 嘉秀发展 PPN002	7.00	2021/7/15	5 年
21 嘉秀发展 MTN001	5.50	2021/4/23	5 年
21 嘉秀发展 MTN002	6.00	2021/7/5	5 年
21 嘉秀发展 MTN003	5.00	2021/8/25	5 年
21 项目收益债	3.40	2021/1/26	5 年
理财直融-21 嘉秀发展 01	1.00	2021/2/9	2 年
理财直融-21 嘉秀发展 02	1.00	2021/4/15	2 年
理财直融-21 嘉秀发展 03	1.00	2021/4/23	2 年
理财直融-21 嘉秀发展 04	5.00	2021/12/9	2 年
合计	67.90	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司长期应付款 3.15 亿元，较上年底减少 2.26 亿元，均为融资租赁款，已纳入长期债务核算。公司专项应付款较上年底增长 18.84%，主要为政府拨付的专项建设资金。

截至 2021 年底，公司全部债务较上年底增长 29.08%，构成以长期债务为主（占 70.69%）；资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率同比变动不大。总体看，公司债务负担较重。

表12 公司债务构成及债务负担情况(单位: 亿元、%)

项目	2020 年底	2021 年底
短期债务	91.46	127.61
长期债务	245.82	307.75
全部债务	337.27	435.35
资产负债率	61.63	61.08
全部债务资本化比率	58.47	58.54
长期债务资本化比率	50.65	49.95

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司 2022—2024 年需偿还的债务规模分别为 127.61 亿元、20.34 亿元和 45.30 亿元，短期偿债压力较大。

4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入有所增长，但盈利指标有所下降，利润总额对财政补贴依赖较大。

2021 年，公司营业收入同比增长 4.88%，

营业成本同比增长 7.30%；营业利润率下降至 11.68%。

表13 公司盈利情况(单位: 亿元、%)

项目	2020 年	2021 年
营业收入	35.39	37.12
营业成本	30.32	32.53
期间费用	3.70	4.92
其他收益	3.68	3.28
投资收益	0.52	1.10
利润总额	5.73	5.96
营业利润率	13.80	11.68
总资本收益率	1.33	1.14
净资产收益率	2.27	1.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年，公司期间费用同比增长 32.85%，主要系财务费用增加所致。从构成看，以管理费用（占 38.19%）和财务费用（占 58.21%）为主。2021 年，公司期间费用率为 13.26%。

2021 年，公司其他收益 3.28 亿元，主要为政府补助；投资收益为 1.10 亿元；利润总额略有增长，公司利润实现对财政补贴依赖较大。

2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 0.19 个和 0.57 个百分点。

5. 现金流

2021 年，公司经营活动和投资活动均呈净流出状态，对外部融资依赖较大；未来，随着公司项目的推进和到期债务的偿付，对外融资压力较大。

公司经营活动现金流入主要是经营业务收支、财政补贴以及与关联方、政府相关部门的往来款等。2021 年，公司收入实现质量有所下降；经营活动现金流入较上年有所减少，主要系收到往来款减少所致；经营活动现金流出较上年小幅增长，主要为业务投入以及往来款支付；经营活动现金流量净额继续为负，且净流出规模有所扩大。

2021 年，公司投资活动现金流入量小，投资活动现金流出量较上年有所增长，主要系自营项目投入以及购买房产所致，投资活动现金净流出规模扩大。

表14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	128.14	110.15
经营活动现金流出小计	197.59	199.69
经营活动现金流量净额	-69.46	-89.54
投资活动现金流入小计	0.06	0.53
投资活动现金流出小计	21.61	26.53
投资活动现金流量净额	-21.56	-26.00
筹资活动现金流入小计	191.14	280.76
筹资活动现金流出小计	96.32	162.68
筹资活动现金流量净额	94.82	118.08
现金收入比	73.39	68.82

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司依靠筹资活动弥补经营活动和投资活动的资金缺口。2021 年，公司筹资活动现金流入较上年快速增长，主要是通过银行借款、发行债券、政府拨款获得的现金；筹资活动现金流出较上年大幅增长，主要为还本付息支出；筹资活动现金净流入规模扩大。

6. 偿债能力指标

公司偿债能力指标较弱，间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。

截至 2021 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降，现金类资产对短期债务覆盖程度较低，短期偿债能力指标较弱。

2021 年，公司 EBITDA 同比有所增长，EBITDA 利息倍数较上年有所下降，全部债务/EBITDA 较上年有所上升，长期偿债能力指标较弱。

表15 公司偿债能力指标情况

项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标		
流动比率（%）	423.52	420.75
速动比率（%）	188.18	172.25
现金短期债务比（倍）	0.52	0.33
长期偿债能力指标		
EBITDA（亿元）	8.67	10.08
EBITDA 利息倍数（倍）	0.58	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	38.90	43.18

资料来源：根据公司审计报告及提供资料整理

截至 2021 年底，公司共获得银行授信额度 438.64 亿元，未使用额度为 172.49 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2021 年底，公司对外担保余额 29.83 亿元，担保比率为 9.67%；对外担保企业主要为区域内的国有企业，包括嘉兴市秀洲区新塍田园综合体开发建设有限公司、嘉兴市洪运新农村投资开发建设有限公司、嘉兴市麟湖文化旅游有限公司和嘉兴市闻源水务投资集团有限公司等，被担保企业经营正常。公司对外担保风险可控。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产规模有所增长，债务负担适中，存在短期偿债压力。公司业务仍主要由子公司负责，母公司营业收入规模小。

截至 2021 年底，母公司资产总额 285.65 亿元，较上年底增长 15.35%。其中，流动资产 127.93 亿元，主要由其他应收款构成；非流动资产 157.72 亿元，主要由长期股权投资构成。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 161.63 亿元，较上年底增长 3.96%。在所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 6.19%和 93.54%，权益稳定性较好。

截至 2021 年底，母公司负债总额 124.02 亿元，较上年底增长 34.55%，以非流动负债为主（占 67.42%）。母公司全部债务 109.91 亿元，其中，长期债务占 76.07%，母公司全部债务资本化比率 40.48%，母公司债务负担适中；现金短期债务比为 0.23 倍，母公司存在短期偿债压力。

2021 年，母公司营业收入为 0.05 亿元，利润总额为 0.06 亿元。

十、外部支持

2021 年，公司在资金注入、股权及资产划拨、项目建设资本金拨入以及政府补助等方面获得有力的外部支持。

2021 年，公司收到政府各项支持合计 62.53 亿元，计入“资本公积”；收到政府补助合计 3.28 亿元，计入“其他收益”。

表16 2021年公司资本公积增加情况（单位：亿元）

形式	项目	金额
资金注入	新塍镇政府拨款	0.75
	油车港镇政府拨款	11.24
	洪合镇资本投入	4.00
股权划拨	油车港镇政府划入股权	5.29
	取得合并范围子公司实际控制权	4.29
	秀洲区政府划拨股权	15.28
资产划入	嘉兴市行政事业单位划拨房产	0.08
	秀洲经济开发区无偿划入停车位特许经营权（50 年）	2.88
	秀洲区洪合镇无偿划入收费停车位经营收费权	1.37
	秀洲区国资委划拨房产	0.10
	秀洲区王江泾镇政府划拨房产	0.10
项目建设资本金拨入	秀洲区王店镇人民政府划拨项目建设资本金	4.80
	秀洲区洪合镇政府划拨项目建设资本金	5.05
	王江泾政府划拨项目建设资本金	7.30
合计		62.53

注：上述资本公积明细不包括资本公积减少部分

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

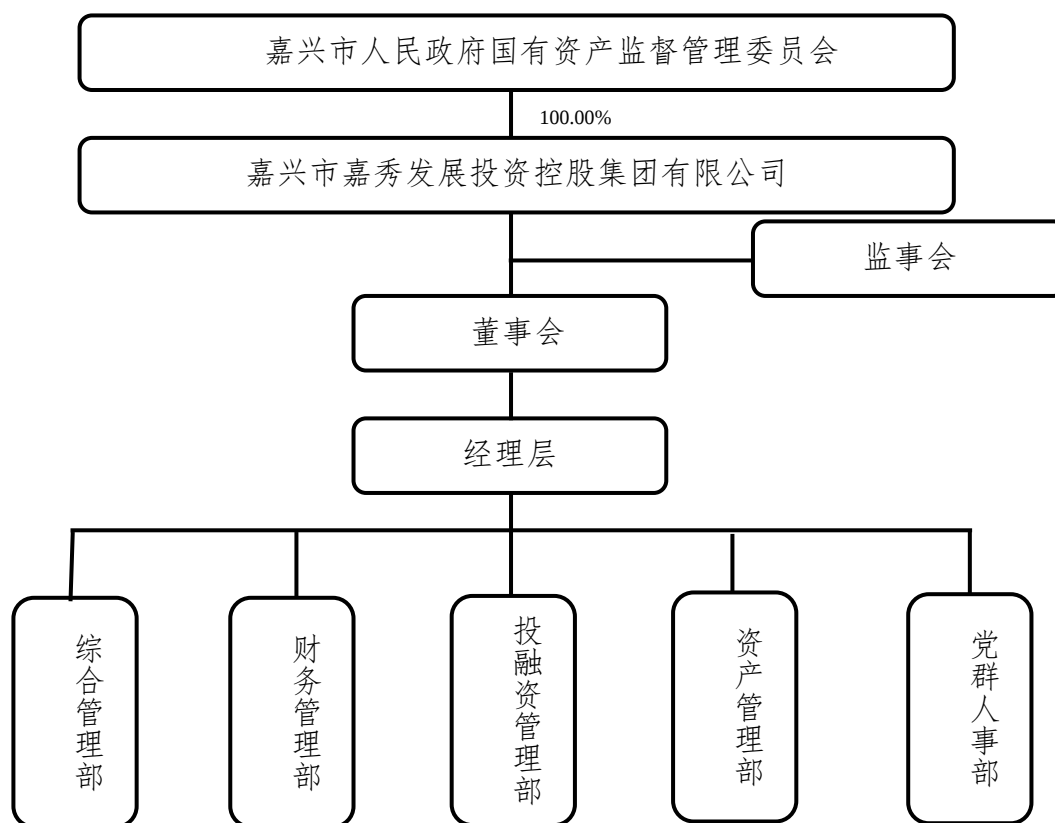
十一、 存续期内债券偿还能力

截至2021年底，公司存续期债券“17嘉兴秀洲债/PR秀洲债”余额6.00亿元，由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

十二、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，确定维持“17嘉兴秀洲债/PR秀洲债”的信用等级为AAA，评级展望调整为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
嘉兴市盛洪发展投资集团有限公司	50000.00	100.00
嘉兴市麟湖控股集团有限公司	100000.00	100.00
嘉兴市嘉睦发展投资集团有限公司	50000.00	100.00
嘉兴市秀禾城镇水利开发建设有限公司	10000.00	100.00
嘉兴市秀洲区金控投资管理有限公司	500.00	100.00
嘉兴市秀洲区全域土地开发建设有限公司	40000.00	100.00
嘉兴市闻川城市投资发展集团有限公司	12000.00	100.00
嘉兴市梅里投资管理集团有限公司	60000.00	100.00
嘉兴市秀宏建设投资集团有限公司	110000.00	100.00
嘉兴秀广数字产业发展有限公司	1000.00	60.00

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	45.82	47.39	42.36
资产总额（亿元）	495.17	624.18	792.25
所有者权益（亿元）	198.85	239.52	308.33
短期债务（亿元）	40.87	91.46	127.61
长期债务（亿元）	208.13	245.82	307.75
全部债务（亿元）	249.00	337.27	435.35
营业总收入（亿元）	26.23	35.39	37.12
利润总额（亿元）	4.77	5.73	5.96
EBITDA（亿元）	7.15	8.67	10.08
经营性净现金流（亿元）	-51.74	-69.46	-89.54
财务指标			
现金收入比（%）	94.49	73.39	68.82
营业利润率（%）	17.94	13.80	11.68
总资本收益率（%）	1.39	1.33	1.14
净资产收益率（%）	2.25	2.27	1.70
长期债务资本化比率（%）	51.14	50.65	49.95
全部债务资本化比率（%）	55.60	58.47	58.54
资产负债率（%）	59.84	61.63	61.08
流动比率（%）	615.57	423.52	420.75
速动比率（%）	252.23	188.18	172.25
经营现金流动负债比（%）	-71.43	-54.66	-55.57
现金短期债务比（倍）	1.12	0.52	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	0.51	0.58	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	34.83	38.90	43.18

注：本报告已将其他流动负债中有息债务调整至短期债务核算，将长期应付款中有息债务调整至长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	4.25	6.22	6.07
资产总额 (亿元)	222.84	247.64	285.65
所有者权益 (亿元)	154.71	155.47	161.63
短期债务 (亿元)	1.30	0.50	26.30
长期债务 (亿元)	55.23	73.18	83.62
全部债务 (亿元)	56.53	73.68	109.91
营业总收入 (亿元)	0.00	0.04	0.05
利润总额 (亿元)	0.13	0.00	0.06
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-24.25	-23.03	-28.95
财务指标			
现金收入比 (%)	*	103.00	101.00
营业利润率 (%)	*	100.00	99.89
总资本收益率 (%)	0.06	0.00	0.02
净资产收益率 (%)	0.08	0.00	0.03
长期债务资本化比率 (%)	26.31	32.01	34.10
全部债务资本化比率 (%)	26.76	32.15	40.48
资产负债率 (%)	30.57	37.22	43.42
流动比率 (%)	581.48	510.75	316.66
速动比率 (%)	581.48	510.75	316.66
经营现金流动负债比 (%)	-188.04	-121.28	-71.66
现金短期债务比 (倍)	3.27	12.44	0.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：公司未提供母公司利息支出及折旧摊销数据，相关指标无法计算，以“/”表示；母公司部分科目余额为零，导致上表中部分指标无穷大或无法计算，以*表示

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持