



内部编号: 2024060523

嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

项目负责人: 肖楠  xiaonan@shxsj.com
李娟  lijuan@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 鞠海龙 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2024）100409】

评级对象：嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
20 嘉秀 01	AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 7 月 7 日		
21 嘉控 01	AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 4 月 16 日		
22 嘉秀 01	AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 12 月 31 日		
20 嘉秀发展 MTN001	AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 7 月 7 日		
21 嘉秀发展 MTN002	AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 23 日		

评级观点

主要优势：

- 外部发展环境仍较好。嘉兴市位于上海都市圈、环太湖经济圈、杭州湾经济圈的交汇处，区位和政策优势显著，跟踪期内经济持续增长。随着长江三角洲区域一体化、沪嘉杭一体化以及全面接轨上海示范区建设的推进，嘉兴市及秀洲区面临较大的发展机遇，为嘉秀集团经营发展提供了良好的外部环境。
- 区域地位保持。嘉秀集团仍是嘉兴市西北部重要的开发建设及国有资产运营主体，区域地位保持，能持续获得政府在资金注入、资产划转、财政补贴等方面较大力度的支持。

主要风险：

- 偿债压力进一步加大。跟踪期内，嘉秀集团负债规模快速扩张，已累积的刚性债务负担重，且公司近年集中到期债务规模大，面临的即期偿债压力大。公司在建及拟建基础设施、安置房等项目后续资金投入需求仍较大，预计公司负债规模将持续增加。
- 资产流动性仍偏弱。嘉秀集团资产中存货和其他应收款占比仍高，资产变现及资金回收对秀洲区和下辖镇政府企事业单位结算及支付进度依赖度高，公司整体资产流动性仍偏弱。
- 镇属企事业单位占款回收压力仍大。秀洲区下辖镇政府企事业单位对公司占款规模持续大幅增加，对公司资金形成大规模占用，款项回收周期预计偏长，加大了公司资金周转压力。
- 子公司管控压力仍较大。跟踪期内，嘉秀集团并表子公司数量进一步增多，各子公司业务经营模式和经营业务板块呈多样化，公司仍面临较大的子公司管控和资源整合压力。
- 担保代偿风险。嘉秀集团对外担保规模仍较大，且担保对象集中于秀洲区，面临担保代偿风险。

评级结论

通过对嘉秀集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+ 信用等级。

未来展望

本评级机构预计嘉秀集团信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
发行人母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	6.07	4.04	6.36	9.95
刚性债务（亿元）	117.91	115.59	149.30	155.68
所有者权益（亿元）	161.63	162.64	182.76	178.62
经营性现金净流入量（亿元）	-28.95	15.79	-16.66	-1.99

主要财务数据及指标				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	792.25	975.61	1315.29	1427.09
总负债 (亿元)	483.93	605.21	851.46	927.36
刚性债务 (亿元)	437.10	546.56	760.77	858.98
所有者权益 (亿元)	308.33	370.41	463.83	499.73
营业收入 (亿元)	37.12	40.09	30.53	7.33
净利润 (亿元)	5.23	5.24	4.47	0.10
经营性现金净流入量 (亿元)	-89.54	-89.91	-175.56	-33.20
EBITDA (亿元)	10.08	9.04	8.78	—
资产负债率[%]	61.08	62.03	64.74	64.98
权益资本/刚性债务[%]	70.54	67.77	60.97	58.18
长短期债务比[%]	200.32	257.59	308.64	330.70
短期刚性债务现金覆盖率[%]	32.74	23.58	41.99	69.55
EBITDA/利息支出[倍]	0.51	0.36	0.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.01	—

注：发行人数据根据嘉秀集团经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表		
适用评级方法与模型：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）		
评级要素		风险程度
个体信用	业务风险	2
	财务风险	4
	初始信用级别	aa ⁺
	调整因素	合计调整
		其中：①ESG 因素
		②表外因素
		③业务持续性
		④其他因素
	个体信用级别	
外部支持	支持因素	+2
主体信用级别		AA ⁺
调整因素：(0)		
无		
支持因素：(+2)		
该公司是嘉兴市西北部重要的城市开发建设及国有资产运营主体，可获得政府支持。		

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年第一期嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司公司债券、2021 年第一期嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司公司债券、2022 年第一期嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司公司债券、嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司 2020 年度第一期中期票据和嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司 2021 年度第二期中期票据（分别简称“20 嘉秀 01”、“21 嘉控 01”、“22 嘉秀 01”、“20 嘉秀发展 MTN001”和“21 嘉秀发展 MTN002”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司公司（简称“嘉秀集团”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

20 嘉秀 01 于 2020 年 12 月发行，发行规模为 5.00 亿元，期限为 7 年，附设本金提前偿还条款，从第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3-7 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 20%的比例偿还本金，发行利率为 5.00%，募集资金用于该公司项目建设和补充营运资金。21 嘉控 01 于 2021 年 6 月发行，发行规模为 12.00 亿元，期限为 7 年，附设本金提前偿还条款，同时附加第 5 年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权，从第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3-7 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 20%的比例偿还本金，投资者行使投资者回售选择权后，自债券存续第 5 年起，逐年分别按照剩余债券每百元本金值 20%的比例偿还债券本金，发行利率为 4.90%，募集资金用于公司项目建设和补充营运资金。22 嘉秀 01 于 2022 年 3 月发行，发行规模为 8.00 亿元，期限为 7 年，附设本金提前偿还条款，同时附加第 5 年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权，从第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3-7 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 20%的比例偿还本金，投资者行使投资者回售选择权后，自债券存续第 5 年起，逐年分别按照剩余债券每百元本金值 20%的比例偿还债券本金，发行利率为 3.78%，募集资金用于公司项目建设和补充营运资金。截至 2024 年 4 月末，20 嘉秀 01 和 21 嘉控 01 的募集资金已使用完毕；22 嘉秀 01 募集资金已使用 7.06 亿元，其中项目建设、补充营运资金分别已使用 5.66 亿元和 1.40 亿元。

20 嘉秀发展 MTN001 于 2020 年 12 月发行，发行规模为 5.00 亿元，期限为 5 年，附第三年末该公司调整利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 4.49%，募集资金用于归还公司及下属子公司的有息债务本息。21 嘉秀发展 MTN002 于 2021 年 7 月发行，发行规模为 6.00 亿元，期限为 5 年，附第三年末公司调整利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 3.80%，募集资金用于归还公司及下属子公司的有息债务本息。截至 2024 年 4 月末，上述债券募集资金均已使用完毕。

数据基础

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023 年的财务报表进行审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

跟踪期内，该公司合并范围发生变动。2023 年，公司出资新设立 3 家一级子公司，即嘉兴市秀洲传媒有限公司、嘉兴市秀洲区科创人才集团有限公司、嘉兴秀洲翎航一号股权投资合伙企业（有限合伙），并将原二级子公司嘉兴市秀洲区交通投资发展集团有限公司（简称“秀洲交投”）升格成为一级子公司。此外，嘉兴市秀洲区国有资产管理指导中心将持有的嘉兴市秀拓建设投资集团有限公司¹（简称“秀拓建投”）全部股权划转至嘉兴运河湾城投集团有限公司（简称“运河湾城投”），将持有的嘉兴市临空开发建设有限公司全部股权划转至秀洲交投。2024 年第一季度，公司合并范围新纳入嘉兴市麟瑞科华贸易有限公司、嘉兴市秀安人力资源有限公司、嘉兴秀安电子科技有限公司和嘉兴市秀洲区保安服务有限公司，一级子公司未发生变动。截至 2024 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共 15 家。

¹ 根据《关于同意嘉兴市秀拓建设投资集团有限公司股权无偿划转的批复》秀洲国资(2023)31 号文，将秀拓建投 100%股权无偿划入子公司运河湾城投，秀拓建投及其下属子公司嘉兴市秀拓市政管理有限公司、嘉兴市秀拓置业有限公司、嘉兴市秀拓科技发展有限公司、嘉兴市秀拓测绘有限公司、嘉兴市秀悦置业有限公司、嘉兴市秀鑫置业有限公司于本期纳入合并范围。

业务

嘉兴市位于上海都市圈、环太湖经济圈、杭州湾经济圈的交汇处，区位优势明显。跟踪期内，全市经济保持增长，随着长江三角洲区域一体化、沪嘉杭一体化以及全面接轨上海示范区建设的推进，仍可获得较大的发展机遇。跟踪期内，该公司仍主要负责区域内基础设施投建、土地整理及安置房建设等业务，同时还从事租金及景区门票、农产品及机械销售等经营性业务，营业收入来源仍较多元。2023 年，公司基础设施建设、土地整理及安置房业务收入规模保持稳定，受贸易业务收入转由净额法核算影响，公司营业收入呈现下降，综合毛利率有所提升。公司代建项目回款相对滞后，同时在建及拟建项目后续资金投入需求大，仍面临资本性支出压力；自营项目尚需较大规模投入，存在投融资压力和项目运营风险。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓：基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

(2) 行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施

一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

（3）区域因素

A. 嘉兴市

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，地处上海、环太湖、杭州湾三大经济圈的交汇点，东临上海、西南连杭州、北接苏州，与三大城市形成了一小时经济圈，区位优势明显。全市陆地面积 3915 平方公里，海域面积 4650 平方公里；下辖南湖、秀洲两个区，平湖、海宁和桐乡三个县级市和嘉善、海盐两个县。截至 2023 年末，全市常住人口 558.40 万人，常住人口城镇化率达 73.2%。

跟踪期内，嘉兴市经济保持增长，2023 年，全市实现生产总值 7062.45 亿元，同比增长 6.3%，增速较上年上升 3.8 个百分点。分产业结构看，2023 年第一产业增加值 141.16 亿元，同比增长 3.8%；第二产业增加值 3776.84 亿元，同比增长 6.2%；第三产业增加值 3144.45 亿元，同比增长 6.4%；三次产业结构由上年的 2.1:55.2:42.7 调整为 2.0:54.2:43.8，产业结构有所优化。2024 年第一季度，嘉兴市实现地区生产总值 1688.61 亿元，同比增长 6.3%，其中第一、二、三产业增加值分别为 19.45 亿元、881.15 亿元和 788.01 亿元，同比增速分别为 3.4%、7.1% 和 5.5%。

图表 1. 嘉兴市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	6388.38	8.5	6739.45	2.5	7062.45	6.3	1688.61	6.3
人均地区生产总值（万元）	11.69	6.7	12.18	1.2	12.69	5.6	—	—
人均地区生产总值倍数（倍）	1.44		1.42		1.42		—	
规模以上工业增加值	2524.83	14.0	2815.63	3.9	2933.55	7.6	683.60	8.6
固定资产投资	2729.45	6.2	2925.02	7.2	3142.19	7.4	—	5.8
社会消费品零售总额	2275.04	8.7	2342.73	3.0	2513.46	7.3	661.00	8.6
进出口总值	3783.83	24.0	4399.99	16.3	4409.94	0.3	1136.80	10.8
三次产业结构	2.2:51.9:45.9		2.1:55.2:42.7		2.0:54.2:43.8		—	
城镇居民人均可支配收入（元）	69839	8.9	72096	3.2	75909	5.3	23594	5.3

注：资料来源于嘉兴市统计局

跟踪期内，嘉兴市工业经济持续增长，已形成以纺织服装、皮革制造及化工纤维等传统产业为主的工业格局，同时，嘉兴市致力于发展战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业，产业转型升级不断推进。2023 年，全区规模以上战略性新兴产业、高新技术产业、装备制造业和数字经济核心制造业增加值分别同比增长 12.6%、15.4%、32.6% 和 22.5%。2023 年，嘉兴市固定资产投资增速为 7.4%，其中交通、能源和水利投资、高新产业投资、制造业投资和民间投资四大领域投资分别同比增长 38.5%、19.0%、11.5% 和 -3.7%。2024 年第一季度，全市实现规模以上工业增加值 683.60 亿元，同比增长 8.6%；固定资产投资同比增长 5.8%。

房地产市场方面，受房地产政策调控影响，跟踪期内嘉兴市房地产开发投资及商品房销售呈下降趋势。2023 年，全市房地产开发投资下降 5.5%，其中住宅投资下降 9.7%。同年，商品房销售面积为 434.99 万平方米，同比下降 19.8%；商品房销售额 631.26 亿元，同比下降 23.4%。2024 年第一季度，全市房地产开发投资同比下降 15.4%；商品房销售面积为 115.52 亿元，同比下降 19.7%。

图表 2. 嘉兴市房地产市场情况（单位：亿元、万平方米、%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资额	1059.52	-3.7	1038.66	-2.0	—	-5.5
房屋施工面积	5616.22	-1.3	5132.34	-8.6	4385.15	-14.6
房屋竣工面积	620.21	-21.3	437.33	-29.5	590.90	35.1
商品房销售面积	932.31	-21.3	542.45	-41.8	434.99	-19.8

注：资料来源于嘉兴市统计局

土地市场方面，嘉兴市土地出让量价均持续下跌，致使土地出让总价大幅下降。2023 年全市土地出让总价 317.38 亿元，同比下降 33.32%，其中住宅用地出让总价 123.58 亿元，同比下降 45.46%。2024 年第一季度，嘉兴市土地出让面积和总价分别为 394.98 万平方米和 45.96 亿元，主要来源于工业用地和综合用地（含住宅）；受未实现住宅用地出让影响，土地出让均价下跌至 0.12 万元/平方米。

财政收入方面，2023 年，嘉兴市一般公共预算收入为 632.02 亿元，同比增长 6.0%，其中税收收入 556.83 亿元，同比增长 6.4%，税收比率²为 88.10%。嘉兴市一般公共预算支出主要用于教育、城乡社区、社会保障就业和卫生健康等方面，2023 年全市一般公共预算支出为 826.99 亿元，一般公共预算自给率³为 76.42%，较上年上升 4.36 个百分点，自给能力有所提升。受全国房地产严调控政策、房企拿地意愿下降等因素影响，2023 年嘉兴市政府性基金预算收入大幅下降，当年政府性基金预算收入为 578.19 亿元，同比下降 32.4%。同期，嘉兴市政府性基金预算支出为 885.90 亿元，政府性基金自给率为 65.27%，较上年下降 17.19 个百分点。

近年嘉兴市政府债务及城投企业债务均保持较快增长态势，已累积一定债务负担。2023 年末，嘉兴市政府债务余额为 1988.19 亿元，其中，一般债务和专项债务余额分别为 595.07 亿元和 1393.12 亿元，控制在财政部批准的限额之内。2023 年，区域城投企业债券发行规模合计 1011.84 亿元，净融资 348.29 亿元；2024 年以来城投债净融资受政府管控而缩减。整体来看，嘉兴市城投企业资本市场认可度较高，城投债利差保持在相对低位，区域融资环境好，目前融资渠道较通畅。

图表 3. 嘉兴市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
一般公共预算收入	674.80	596.47	632.02
其中：税收收入	610.26	523.51	556.83
一般公共预算支出	793.72	827.71	826.99
政府性基金预算收入	1010.74	855.04	578.19
其中：国有土地使用权出让收入	887.37	705.65	473.45
政府性基金预算支出	1026.87	1036.93	885.90
政府债务余额	1319.03	1626.10	1988.19

注：资料来源于嘉兴市财政局

B. 秀洲区

秀洲区位于嘉兴市西北部，是嘉兴市两大辖区之一、嘉兴市城市副中心，下辖王店镇、洪合镇、新塍镇、王江泾镇和油车港镇 5 个镇以及新城街道、高照街道、嘉北街道和塘汇街道 4 个街道，同时区域内有 1 个国家级高新区-嘉兴秀洲高新技术产业开发区和 1 个省级经济技术开发区-浙江秀洲经济开发区。截至 2023 年末，秀洲区大口径⁴总面积为 547.73 平方公里，户籍人口为 44.01 万人。

² 税收比率=税收收入/一般公共预算收入*100%。

³ 一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%，政府性基金预算自给率计算公式类似。

⁴ 由于秀洲区嘉北和塘汇两个街道从 2011 年起由嘉兴市经济开发区进行管理，秀洲区数据口径分大、小口径，大口径数据为含该两个街道，

跟踪期内，秀洲区经济保持增长，2023 年，全区实现地区生产总值 903.92 亿元，同比增长 8.3%，增速较上年上升 5.0 个百分点。从产业结构来看，2023 年，秀洲区第一、第二和第三产业增加值分别为 19.46 亿元、465.49 亿元和 418.96 亿元，同比分别增长 5.4%、9.0%和 7.6%，三次产业结构为 2.2:51.5:46.3。工业经济方面，秀洲区目前以纺织业、计算机通信和其他设备制造业、化学纤维业、非金属矿物制品业和纺织服装服饰业为主导，整体发展相对平稳，但面临较大的产业转型升级压力。2023 年，全区实现规模以上工业增加值 270.36 亿元，同比增长 14.9%，增速高于全市平均 7.3 个百分点，居全市第一。其中，高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值同比分别增长 15.4%、12.6%和 32.6%。

2024 年第一季度，秀洲区实现地区生产总值 165.10 亿元，同比增长 9.1%，其中第一、第二和第三产业增加值分别为 2.85 亿元、86.28 亿元和 75.98 亿元，分别同比增长 3.1%、10.5%和 7.8%。当期，全区实现规模以上工业增加值 63.13 亿元，同比增长 16.6%。

图表 4. 秀洲区主要经济指标及增速（单位：亿元、%）⁵

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	807.37	7.5	858.71	3.3	903.92	8.3	165.10	9.1
人均地区生产总值（万元）	11.74	5.4	12.26	1.4	12.70	3.6	—	—
人均地区生产总值倍数（倍）	1.44	—	1.43	—	1.42	—	—	—
工业增加值	376.95	11.8	414.39	4.7	418.15	9.1	63.13	16.6
全社会固定资产投资	165.14	-15.8	204.03	23.5	263.53	29.2	65.02	8.9
社会消费品零售总额	121.60	9.0	124.71	2.6	140.38	12.6	36.95	17.5
进出口总额	265.95	20.1	309.03	16.2	348.69	10.8	94.30	19.2
三次产业结构	2.1:51.4:46.5		2.2:53.1:44.7		2.2:51.5:46.3		—	
城镇居民人均可支配收入（元）	62855		65096		68742		22712	

注：资料来源于秀洲区统计局

2023 年及 2024 年第一季度，秀洲区实现固定资产投资 263.53 亿元和 65.02 亿元，分别同比增长 29.2%和 8.9%，其中全区完成房地产开发投资 79.42 亿元和 16.80 亿元，分别同比增长 26.0%和 8.7%。房地产市场方面，2023 年全区商品房施工面积 395.78 万平方米，同比下降 6.2%，商品房销售面积 42.72 万平方米，同比增长 1.6%，销售额 52.81 亿元，同比下降 11.6%。2024 年第一季度，秀洲区商品房销售面积 8.21 万平方米，同比下降 0.6%。

图表 5. 秀洲区房屋建设、销售情况（单位：万平方米、亿元、%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
商品房施工面积	417.13	33.2	421.87	1.1	395.78	-6.2	279.90	-19.7
商品房竣工面积	18.78	-28.1	13.29	-29.3	42.38	219.0	8.77	--
商品房销售面积	46.79	-35.3	42.05	-10.1	42.72	1.6	8.21	-0.6
商品房销售额	62.44	-31.1	59.72	-4.4	52.81	-11.6	7.85	-44.0

注：资料来源于秀洲区统计局

土地市场方面，2023 年，秀洲区住宅用地及综合用地（含住宅）出让均价持续下跌，当年仅实现土地出让总价 21.34 亿元，同比大幅下降 52.27%，其中住宅用地和综合用地（含住宅）出让总价分别为 4.24 亿元和 6.48 亿元。2024 年第一季度，秀洲区土地出让总价为 14.97 亿元，其中，综合用地（含住宅）出让总价为 11.25 亿元。

财政收入方面，2023 年，秀洲区一般公共预算收入为 28.56 亿元，税收比率 82.53%，较上年上升 3.42 个百分点，一般公共预算收入整体质量较高。秀洲区一般公共预算支出主要用于教育、农林水、城乡社区和一般公共服务等，2023 年支出 50.22 亿元，一般公共预算自给率为 56.86%，对上级政府补助存在一定依赖。秀洲区政府性基金预算收入主要集中于土地使用权出让收入，受全国房地产严调控政策等因素影响，2023 年秀洲区政府性基金预算收入有所下降。2023 年，全区政府性基金预算收入为 49.29 亿元，同比下降 17.7%，同期，政府性基金自

小口径数据为不含该两个街道。

⁵ 2021-2023 年地区生产总值、人均地区生产总值、工业增加值、三次产业结构为大口径数据，其余均为小口径数据；2024 年第一季度均为小口径数据。

给率为 53.77%。

2023 年末，秀洲区政府债务余额为 167.71 亿元，较上年末增长 33.62%，其中一般债务和专项债务余额分别为 15.14 亿元和 152.56 亿元，控制在财政部批准的限额之内。随着区域城投企业融资规模扩张，秀洲区债务负担加重。但考虑到区域内金融资源丰富，且 2023 年区域城投企业净融资 61.98 亿元，城投债利差保持在相对低位，区域融资环境较好。

图表 6. 秀洲区主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
一般公共预算收入	29.05	24.70	28.56 (42.32) ⁶
其中：税收收入	24.90	19.54	23.57 (37.01)
一般公共预算支出	42.42	47.04	50.22
政府性基金预算收入	68.52	59.89	49.29
其中：国有土地使用权出让收入	64.10	55.36	41.34
政府性基金预算支出	70.96	94.63	91.67
政府债务余额	83.34	125.51	167.71

注：资料来源于秀洲区财政局

2. 业务运营

（1）业务地位

跟踪期内，该公司仍主要负责秀洲区内基础设施投建、土地整理及安置房建设等业务，同时从事租赁、租金及景区门票、农产品及机械销售等经营性业务。

（2）经营规模

跟踪期内，该公司基础设施建设、土地整理及安置房业务收入规模保持稳定，受贸易业务收入转由净额法核算影响，公司营业收入呈现下降。2023 年，公司营业收入为 30.53 亿元，同比下降 23.84%，其中基建、土地整理及安置房业务收入合计为 23.90 亿元，占营业收入比重为 78.29%，贸易业务收入为 0.03 亿元，占营业收入比重降至 0.10%，当年租赁业务收入占比增至 8.79%，成为公司营业收入的重要构成之一。受盈利能力较弱的贸易业务收入占比下降、盈利能力较强的租赁业务收入占比提升等因素影响，2023 年公司综合毛利率为 15.41%，较上年提升 2.95 个百分点。2024 年第一季度，公司实现营业收入 7.33 亿元，综合毛利率为 14.47%。

图表 7. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元、%）

项目	2021 年/末		2022 年/末		2023 年/末		2024 年第一季度/末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	792.25	—	975.61	—	1315.29	—	1427.09	—
营业收入⁷	37.12	100.00	40.09	100.00	30.53	100.00	7.33	100.00
基础设施建设业务	7.91	21.30	9.26	23.09	9.65	31.61	2.60	35.45
土地整理业务	10.41	28.05	7.98	19.91	8.46	27.70	2.99	40.80
安置房业务	2.53	6.80	6.77	16.89	5.79	18.97	—	—
租赁业务	1.70	4.59	1.77	4.41	2.68	8.79	0.87	11.88
贸易业务	11.77	31.71	11.28	28.13	0.03	0.10	—	—
租金及景区门票业务	0.17	0.46	0.17	0.41	0.17	0.57	0.03	0.43
农产品及机械销售业务	0.90	2.42	1.00	2.49	1.03	3.36	0.30	4.03
其他业务 ⁸	1.73	4.66	1.87	4.67	2.72	8.89	0.54	7.42

注：根据嘉秀集团提供的资料整理

⁶ 括号中为新体制下财政数据。

⁷ 加总数与合计数略有差异系四舍五入所致，下同。

⁸ 其他业务收入包括园林绿化、餐厨垃圾、农民画制作、蚕种销售、市政修缮养护及厂房销售等。

A. 基础设施建设业务

该公司是秀洲区基础设施投资建设的主要主体，基础设施代建业务收入仍为公司营业收入的主要来源。跟踪期内，受益于项目完工结算，公司基础设施建设业务收入有所增长，业务毛利率略有下降。2023 年及 2024 年第一季度，公司基础设施建设业务收入分别为 9.65 亿元和 2.60 亿元，业务毛利率分别为 8.30%和 8.20%，其中，2023 年毛利率较 2022 年下降 3.32 个百分点，系结算项目加成比例不同所致。

该公司基础设施建设业务以委托代建模式为主，涉及主体包括嘉兴市秀宏建设投资集团有限公司（简称“秀宏建投”）、嘉兴市闻川城市投资发展集团有限公司（简称“闻川城投”）、嘉兴市梅里投资管理集团有限公司（简称“梅里投资”）、嘉兴市麟湖控股集团有限公司（简称“麟湖控股”）、嘉兴市嘉睦发展投资集团有限公司（简称“嘉睦发展”）和嘉兴市盛洪发展投资集团有限公司（简称“盛洪发展”）、运河湾城投及其子公司，具体协议签订形式、签订方及收入确认标准视子公司不同而有所差异。具体来看，2020 年起，根据秀洲区人民政府下发的《关于明确基础设施等代建项目管理职能的通知》，下属子公司麟湖控股、嘉睦发展和盛洪发展，由油车港镇人民政府、新塍镇人民政府和洪合镇人民政府及下辖镇属企业等作为委托方，与项目实际承做子公司签订协议，约定项目完工后按照成本加成方式，支付不低于工程成本 15%的收益。闻川城投自 2021 年起，与王江泾镇人民政府签订《基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》，约定王江泾镇政府采取成本加成方式结算工程项目成本，支付不低于工程成本 20%的收益。秀宏建投是由嘉兴市新兴产业基地实业有限公司（简称“新兴产业化公司”）和嘉兴市洪运新农村投资开发有限公司（简称“洪运新农村”）等秀洲区属及下辖镇属企业作为委托方与项目实际承做子公司就单一项目签订委托代建协议，项目结算总价款为建设成本加成一定比例（通常为 5%-6%）的代建费，结算周期视项目分为按标段结算或待项目全部完工后一次性结算。梅里投资及下属子公司则是与项目业主浙江省嘉兴现代物流园管理委员会及项目结算人嘉兴市秀洲区王店镇财政所共同签订委托代建协议，由梅里投资负责项目的投资建设，由王店镇财政所在每年年底按照项目成本加成 20%进行收入结算并拨付代建回购款项，后部分子公司签署的受托代建协议约定成本加成比例变更为 8%和 9%。

由于项目结算进度较慢，该公司代建基础设施项目回款相对滞后，同时，在建及拟建项目后续资金投入需求仍很大，公司将持续面临较大的资本性支出压力。截至 2024 年 3 月末，公司已完工项目已投资 77.29 亿元，已确认收入合计为 52.52 亿元，已实际回笼资金 35.41 亿元。同期末，公司主要在建基础设施项目预计总投资合计为 167.43 亿元，已完成投资 107.45 亿元，已确认收入合计为 13.01 亿元，已实际回笼资金 6.37 亿元。此外，公司后续仍有多个拟建项目，投资需求较大。

图表 8. 截至 2024 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况⁹（单位：亿元）

项目名称	项目实施主体	预计总投资	已投资	已确认收入	已回笼资金
秀水新区城乡融合有机更新项目（欢乐世界项目）	麟湖控股及其子公司	7.89	3.84	-	-
秀洲区正原路城市有机更新项目		7.16	5.91	-	-
油车港镇企业关停淘汰		6.00	4.29	-	-
油车港镇小城镇环境综合整治项目		6.50	6.21	-	-
油车港镇 2018 年市政基础设施提升工程		1.03	0.21	-	-
油车港镇美丽乡村项目		1.50	1.13	-	-
油车港镇农村道路改造提升工程		2.10	2.06	-	-
麟湖公园基础设施项目		1.76	0.64	-	-
秀洲区城乡融合项目		5.00	2.80	-	-
麟湖小学项目		1.20	1.10	1.22	-
油黎公路		4.50	4.37	-	-
秀洲区河湖淤泥资源再利用工程（暨低洼田改造项目）		2.00	0.46	-	-
秀洲农业开发区公共基础设施首开区建设项目		2.00	0.17	-	-
洪合镇兴洪路（洪工路-洪昌路）道路工程项目	盛洪发展及其子公司	1.20	0.60	-	-
洪合镇绿道建设工程		1.00	0.86	-	-
康养中心项目		2.00	1.54	-	-
洪合镇城镇污水综合整治工程		1.30	0.74	-	-

⁹ 仅列示预计总投资额 1 亿元以上项目，下同；部分项目预计总投资根据实际情况进行调整。

项目名称	项目实施主体	预计总投资	已投资	已确认收入	已回笼资金
风情旅游特色小镇富兴家园绿化附属工程	嘉滕发展及其子公司	1.00	0.99	-	-
现代渔业特色园	闻川城投及其子公司	1.20	1.14	0.89	0.89
小城市建设拆迁项目-南方水泥		1.20	1.02	0.88	-
一里街 123 幢拆除项目		1.10	1.07	-	-
王江泾镇小城镇环境综合整治工程二期		2.50	2.46	-	-
莲泗路		1.20	1.05	0.53	-
浙江元丰纺织房屋及土地腾退		7.50	5.08	-	-
锦江热电		1.20	1.14	-	-
恒盛化纤厂腾退项目		1.20	1.18	-	-
王江泾镇青荷路道路工程项目		1.00	1.92	-	-
旧城改造项目		1.00	1.43	-	-
新增国道 G524 工程（08 省道延伸线）	秀宏建设及其子公司	23.10	15.55	9.49	5.48
嘉兴市油车港至江苏黎里公路工程		15.00	13.26	-	-
X313 洛油线南虹大桥改造工程		2.46	0.80	-	-
小型农田水利重点县工程		3.20	2.29	-	-
新塍镇污水零直排创建工程		1.13	1.06	-	-
新塍镇喷水织机整治淘汰工程		1.80	0.97	-	-
新塍镇镇东拟开发区块及房屋腾退		1.50	1.30	-	-
新塍镇 2020 年-2022 年污水零直排治理		1.22	1.06	-	-
嘉海公路绿化提升	梅里投资及其子公司	1.00	0.90	-	-
经开区人才公寓		2.57	0.65	-	-
物流公共信息平台项目		2.10	2.08	-	-
王店镇特色小镇文化公共产业配套项目二期		1.00	0.92	-	-
农田水利工程项目		1.46	0.36	-	-
矛盾调解中心建设项目		1.16	0.40	-	-
铁路以东区域综合整治		1.64	0.58	-	-
特色小镇文化公共产业配套项目设计施工总承包一期		2.34	0.81	-	-
中心幼儿园项目		1.50	0.52	-	-
秀洲大道（东升西路—中山西路）道路桥梁改造及周边环境综合提升工程	运河湾城投及其子公司	2.22	0.14	-	-
火炬路（秀园路—雁泾港）道路工程		1.79	0.09	-	-
秀洲区城乡融合新农村建设（新塍一期）项目		25.00	8.30	-	-
合计	-	167.43	107.45	13.01	6.37

注：根据嘉秀集团提供的资料整理

B. 土地整理业务

该公司土地整理业务经营主体包括秀宏建投、梅里投资、闻川城投、嘉滕发展、盛洪发展、麟湖控股、运河湾城投及其子公司，业务模式与基础设施建设业务相同。2023 年及 2024 年第一季度，公司土地整理业务收入分别为 8.46 亿元和 2.99 亿元，业务毛利率分别为 10.48%和 9.60%，其中 2023 年收入较上年增长 6.02%，毛利率维持稳定。

截至 2024 年 3 月末，该公司已完工土地整理项目已投资 78.10 亿元，已确认业务收入 16.96 亿元，已实际回笼资金 11.77 亿元；公司主要在建土地整理项目预计总投资 288.55 亿元，已完成投资 196.95 亿元，已确认业务收入 15.41 亿元，已实际回笼资金 10.86 亿元。整体来看，公司土地整理业务后续资金投入需求仍较大，业务收入易受项目结算进度、开发完成的土地出让情况影响，稳定性相对偏弱。

图表 9. 截至 2024 年 3 月末公司主要在建土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目实施主体	预计总投资	已投资	已确认收入	已回笼资金
农村土地整治	麟湖控股及其子公司	2.05	0.71	-	-
油车港土地整治及征地拆迁		40.00	30.45	-	-
洪合镇泰石桥村农村土地整理项目	盛洪发展及其子公司	12.02	9.56	1.39	1.39
洪合镇大东桥村东片		10.00	8.00	5.21	5.21
机场项目		15.00	11.91	-	-
洪合镇镇区范围环境综合整治支出		3.56	2.37	-	-
机场配套洪合村部分土地整治项目		10.50	2.10	-	-
洪合镇镇区百圣社区范围内土地整治项目支出及配套支出		1.20	0.75	-	-
新塍镇陡门花苑征迁整理	嘉腾发展及其子公司	8.80	8.73	1.20	1.20
湖嘉申航道嘉兴段二期工程征迁款		9.00	9.32	-	-
新塍镇全域土地征迁项目		8.50	5.02	2.04	-
新塍镇违建拆除、危房改造		1.42	0.66	0.74	-
新塍镇三调复垦及土地房屋征拆迁（二期）		3.21	2.25	2.69	2.56
沙家浜整村拆迁工程		2.00	1.69	-	-
新塍镇土地征拆迁工程		5.00	2.21	-	-
收藏村征迁	闻川城投及其子公司	5.00	3.74	-	-
沈家桥全域整治		10.00	8.65	-	-
长虹村征迁项目		5.00	1.95	-	-
宇四浜土地整治		5.00	0.36	-	-
复垦土地包干补偿		5.00	0.99	-	-
工业区（南区）拆迁		30.00	29.66	-	-
王江泾区域征迁		10.30	5.66	2.08	0.50
新塍镇小城镇环境综合整治	秀宏建设及其子公司	5.00	4.49	0.06	-
新塍镇全域土地整治、房屋腾退征拆迁补偿		8.80	5.07	-	-
来龙桥村土地整理项目		1.20	1.22	-	-
新塍镇三调复垦及土地房屋征拆迁		8.00	5.77	-	-
新塍镇全域土地整理及房屋拆迁补偿项目		1.99	1.96	-	-
国庆村房屋拆迁	梅里投资及其子公司	5.00	2.36	-	-
公路港征拆安置		5.00	1.22	-	-
建林村征拆		8.00	2.13	-	-
镇西村征拆		8.00	1.11	-	-
嘉北二期征拆迁、腾退	运河湾城投	35.00	24.88	-	-
合计	-	288.55	196.95	15.41	10.86

注：根据嘉秀集团提供的资料整理

C. 安置房业务

该公司安置房业务模式包括委托代建和自营两种模式，其中委托代建主要经营主体为原秀洲新市镇下属子公司，具体模式同基础设施代建模式，即针对单个项目，由秀洲区人民政府、受托方（即负责具体项目实施的子公司）及公司签订委托代建三方协议，明确项目预计总投资额和项目收入总额（总投资加成不低于 15%），项目建设期内，区政府根据项目实际投资额加 15% 的投资收益支付项目款。截至 2024 年 3 月末，公司已完工代建安置房项目已投资 17.33 亿元，已确认代建收入 19.34 亿元¹⁰，已回笼资金 15.39 亿元；同期末公司无在建及拟建代建安置房项目。自营安置房项目主要包括公司于 2017 年发行企业债的 5 个募投项目以及闻川城投、梅里投资、秀拓建投等负责投建的安置房项目，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，2023 年公司实现安置房业务收入 5.79 亿元，主要来源于新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程和油车港镇

¹⁰ 由于代建安置房项目业务模式和收入确认方式与基础设施代建业务一致，代建安置房项目收入统一纳入代建业务收入核算。

“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房，业务毛利率为 16.35%，收入及毛利率较上年均略有下降。

该公司目前已完工自营安置房项目主要包括油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房、宝华路拆迁安置项目和新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程等 14 个，项目已投资额为 21.86 亿元，规划建筑面积为 72.91 万平方米，可售面积为 61.48 万平方米，截至 2024 年 3 月末，公司已售面积为 41.12 万平方米，已确认销售收入 19.21 亿元，实现资金回笼 7.49 亿元。其中，运河大公馆为安置王江泾城中村改造项目所涉及拆迁居民而购买，目前已收到王江泾镇财政局政府购买服务款 5.00 亿元。整体来看，公司已完工安置房项目整体销售及回款情况不佳。

图表 10. 公司已完工自营安置房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	已投资额	规划建筑面积	可售面积	已售面积	已确认收入
油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房	1.70	6.00	5.74	2.16	0.97
油车港镇“两新工程”马厍分区四期东区块拆迁安置房建设工程	0.86	3.36	2.74	2.74	1.16
油车港镇“两新工程”马厍分区四期西区块拆迁安置房建设工程	0.73	4.45	3.71	-	-
王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程	2.14	8.01	6.02	6.02	2.32
新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程	3.42	14.69	11.87	8.14	3.06
王江泾沙河景园安置房	1.86	7.61	6.29	3.67	1.06
北虹小区	0.74	3.42	3.14	2.82	0.67
国庆嘉苑一期	2.74	9.53	6.13	6.13	3.06
运河大公馆	3.98	5.01	5.01	5.01	5.00
镇西小区一期	0.69	2.67	2.67	1.05	0.55
国庆嘉苑二期（1 栋-10 栋）	0.73	3.96	3.96	1.61	0.91
荷园	0.94	1.50	1.50	1.50	0.30
华云二期	0.71	1.75	1.75	0.24	0.12
清溪花苑项目（王江泾镇一里街棚户区改造安置房建设项目）	0.61	0.96	0.96	0.04	0.03
合计	21.86	72.91	61.48	41.12	19.21

注：根据嘉秀集团提供的资料整理

该公司在建自营安置房项目主要包括油车港镇陈家坝拆迁安置小区二期工程、秀洲经开区安置房一期建设项目、王江泾镇收藏村安置房项目和油车港镇中心社区马厍分区二期拆迁安置小区工程等，项目预计总投资 111.52 亿元，截至 2024 年 3 月末已完成投资 69.53 亿元，后续仍有较大规模资金需求。

图表 11. 截至 2024 年 3 月末公司在建自营安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
嘉北街道南陶浜拆迁安置房	2.40	2.31
王江泾沙河景园二期安置房	2.40	2.09
宇泗浜村花甲圩新社区一期	1.30	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	5.90
油车港镇陈家坝拆迁安置小区一期工程	3.24	3.23
王江泾镇宇泗浜村花甲圩新社区二期工程	0.62	0.52
王江泾镇沈家桥拆迁安置小区建设项目	4.93	5.24
新塍镇新盛水岸二期拆迁安置房工程	1.49	1.52
新塍镇文松苑拆迁安置工程	2.50	2.53
国庆嘉苑二期（11 栋-28 栋）	8.00	4.03
油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房新建项目	1.50	1.37
油车港镇丽苑小区五期南区块二安置房工程	0.50	0.49

项目名称	预计总投资	已投资
新溪名苑	8.00	8.34
油车港镇陈家坝拆迁安置小区二期工程	24.00	11.36
王江泾镇一里街棚户区改造安置房建设项目	1.80	1.67
秀洲经开区安置房一期建设项目	10.91	4.82
秀洲大道西北安置房项目	5.80	2.10
王江泾镇收藏村安置房项目	10.80	6.27
油车港镇陈家坝拆迁安置小区三期工程	13.38	4.46
合计	111.52	69.53

注：根据嘉秀集团提供的资料整理

D. 其他业务

该公司还开展贸易、租赁、农产品及机械销售、租金及景区门票、园林绿化等经营性业务，对公司营业收入和毛利形成较好补充。

该公司贸易业务经营主体包括子公司闻川城投、秀宏建投、嘉睦发展、盛洪发展和梅里投资，贸易产品以化学用品、钢坯、煤炭和纺织为主。2023 年，贸易业务收入为 0.03 亿元，占营业收入的比重较上年下降 28.03 个百分点至 0.10%，系收入确认方式转变为净额法所致。公司租赁业务主要为物业租赁，跟踪期内，公司租赁业务板块新增物业资产，同时物业费用和资产折旧增加，致使收入增长而毛利率下降。2023 年及 2024 年第一季度，公司租赁业务收入分别为 2.68 亿元和 0.87 亿元，业务毛利率分别为 56.54%和 57.27%，其中 2023 年业务收入较上年增长 51.41%，业务毛利率较上年下降 8.98 个百分点。公司农产品及机械销售业务经营主体为秀宏建投，是嘉兴市本级首家实现全冷链运输的综合性配送企业，业务收入主要来源于向嘉兴市中小学、幼儿园及各农业推广站提供农产品的综合配送服务，以及对外销售各型水泵、农机等。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现农产品及机械销售收入 1.03 亿元和 0.30 亿元，业务毛利率分别为 13.40%和 12.98%。公司租金及景区门票业务收入全部来源于子公司闻川城投，其中租金主要来源于闻川城投子公司嘉兴市王江泾南方纺织经营管理有限公司出租的南方大厦、仓库以及子公司嘉兴市三益农业开发有限公司出租的土地使用权，景区业务来自位于嘉兴市秀洲区王江泾镇的国家 AAA 级旅游景区莲泗荡风景区的门票收入。2023 年及 2024 年第一季度，公司租金和景区门票业务收入分别为 0.17 亿元和 0.03 亿元，业务毛利率分别为 52.78%和 55.90%。公司其他业务主要包括园林绿化、餐厨垃圾、农民画制作、蚕种销售及市政修缮养护、保洁、垃圾清运等。2023 年及 2024 年第一季度，其他业务收入分别为 2.72 亿元和 0.54 亿元，2023 年收入增量来源于人力资源服务、绿化养护和餐厨垃圾等业务。

该公司近年自营项目建设需求逐渐增加，目前主要在建项目包括嘉兴运河文化旅游度假区、秀水光谷园区项目、秀水领创园项目和浙江（嘉兴）长三角智慧产业园项目等，预计总投资合计为 148.57 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 69.58 亿元，后续拟通过旅游、物业租赁及销售、收取污水管网费等方式实现资金回笼。

图表 12. 截至 2024 年 3 月末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已完成投资
嘉兴运河文化旅游度假区（一期、二期）	16.00	15.13
现代农业科技服务中心	1.00	0.86
嘉兴市秀洲区康养中心项目	2.64	1.73
蓬莱发展大厦	2.60	2.55
秀洲区南片污水外排复线工程	2.60	1.54
秀洲区北片污水外排复线工程	1.20	1.26
收购部分民营污水管网泵站	1.05	0.41
秀洲区洪合镇熨烫产业园一期	3.93	2.78
污水管网续建	3.00	3.07
王江泾污水处理工程	5.00	3.58
新材料创业创新基地	3.30	2.27
洪远大厦项目	5.83	1.73
秀水光谷园区项目	11.92	5.98

项目名称	预计总投资	已完成投资
油车港镇马厩老街改造提升工程	4.02	1.88
恒瑞大厦改造项目	5.00	3.23
秀腾科创园区基础设施高质量提升工程	4.95	1.66
秀水领创园项目	6.72	2.92
结构生物学企业应用公共实验室年产 2000 万剂靶向膜蛋白新药建设项目	2.35	0.02
秀水新城科技产业园	3.70	1.34
高性能背板厂房及配套设施项目	3.49	0.35
智能化电气设备制造项目	1.88	0.23
镇西农贸市场项目	1.42	0.38
王店镇集成装饰创业创新园（二期）	1.35	0.51
梅里机电产业园项目	2.32	1.26
洪合毛衫时尚产业园项目	2.04	0.19
悦和邻里中心	2.94	0.04
横泾桥邻里中心	2.00	0.01
秀水光谷园区二期及园区配套工程	5.19	0.22
秀水耘谷项目	1.80	0.01
国家高新区（秀湖新城）产业配套新材料产业园	1.17	0.48
秀湖新滕西文桥能源产业园项目	4.24	0.82
梅里物流综合产业园项目	2.27	0.98
秀湖颐养院工程	3.80	0.32
浙江（嘉兴）长三角智慧产业园一期项目	16.89	9.51
浙江（嘉兴）长三角智慧产业园二期项目	8.97	0.33
合计	148.57	69.58

注：根据嘉秀集团提供的资料整理

财务

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续快速扩张，已累积的债务负担重，且短期刚性债务规模显著增长，即期偿债压力大。公司资产主要集中于存货和其他应收款，资产变现及资金回收对秀洲区和下辖镇政府企事业单位结算及支付进度依赖度高，资产流动性偏弱。此外，公司以秀洲区下辖镇政府企事业单位为主的往来应收款持续大幅增加，已对公司资金形成大规模占用，加大了公司资金周转压力。公司利润水平对政府补助的依赖度高，盈利稳定性一般。

1. 财务杠杆

跟踪期内，该公司负债规模持续扩张，负债经营程度有所加重。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司负债总额分别为 851.46 亿元和 927.36 亿元，其中 2023 年末较 2022 年末增长 40.69%。同期末，资产负债率分别为 64.74%和 64.98%，其中 2023 年末较 2022 年末上升 2.71 个百分点；股东权益与刚性债务比率为 60.97%和 58.18%。

（1）资产

跟踪期内，该公司资产规模持续增长，2023 年末公司资产总额为 1315.29 亿元，较上年末增长 34.82%；仍以流动资产为主，占资产总额的比重为 84.40%。公司流动资产主要集中于存货、其他应收款、货币资金和应收账款，2023 年末占流动资产的比重分别为 59.81%、27.66%、5.74%和 5.13%。其中，存货余额为 667.03 亿元，较上年末增长 28.23%，主要系工程施工项目建设推进所致，年末主要包括代建的基础设施、土地整理和安置房等工程施工成本 579.16 亿元及存量土地 58.12 亿元。其他应收款余额为 308.51 亿元，较上年末增长 43.37%，主要系应收嘉兴市莲泗荡新市镇建设投资开发有限公司（简称“莲泗荡新市镇”）和嘉兴市闻源水务投资集团有限公司（简

称“闻源水务”）等往来款增加所致，年末主要应收对象包括莲泗荡新市镇、洪运新农村、闻源水务、嘉兴市麟湖文化旅游有限公司（简称“麟湖文旅”）和嘉兴市洪合镇村镇建设开发有限公司，应收款项余额分别为 34.78 亿元、32.76 亿元、31.81 亿元、18.43 亿元和 18.31 亿元；整体来看，公司其他应收款近年持续较大幅度增加，已对公司资金形成大规模占用，且应收对象以镇属企事业单位为主，款项回收周期预计偏长，不利于公司资金流转。公司货币资金余额为 64.02 亿元，较上年末增长 115.38%，其中受限资金为 0.27 亿元。公司应收账款余额为 57.25 亿元，较上年末增长 23.80%，系应收工程款项增加所致，年末主要应收嘉兴现代物流园投资发展有限公司、嘉兴市秀洲区王江泾镇人民政府财政办、嘉兴市秀洲区新塍镇财务管理中心、嘉兴市秀洲区新塍田园综合体开发建设有限公司（简称“新塍田园”）和麟湖文旅代建项目工程款，分别为 10.14 亿元、10.03 亿元、8.86 亿元、8.60 亿元和 4.48 亿元。

该公司非流动资产主要集中于在建工程、投资性房地产、无形资产、固定资产、长期股权投资和其他权益工具投资，2023 年末占非流动资产的比重分别为 34.15%、17.72%、11.12%、10.82%、9.55%和 8.90%。其中，在建工程余额为 68.28 亿元，较上年末大幅增长 56.09%，系恒瑞大厦改造、秀水光谷园区、浙江（嘉兴）长三角智慧产业园等自营项目建设推进所致；投资性房地产余额为 35.45 亿元，主要为用于出租的物业等资产，较上年末增长 9.54%，主要系购买嘉兴市秀洲区油车港镇乐源路 1 号工业厂房及土地所致；无形资产余额为 22.23 亿元，较上年末增长 23.23%，主要系购买国有土地使用权 1.58 亿元、秀拓建投股权纳入合并范围增加 4.46 亿元所致，年末主要包括土地使用权 14.49 亿元和车位收费权 7.69 亿元；固定资产余额为 21.64 亿元，主要为自购及划入的房屋及建筑物，较上年末增长 38.21%，主要系运河湾城投收购瑞银广场商办综合房地产（2.07 亿）、秀拓建投并表增加星宇广场（2.04 亿）以及秀禾发展大厦转固（2.00 亿元）所致；长期股权投资余额为 19.10 亿元，较上年末基本持平，年末主要包括对洪运新农村、嘉兴麟湖投资管理集团有限公司（简称“麟湖投资”）和嘉兴市梅溪开发建设有限公司¹¹（简称“梅溪开发”）投资，账面余额分别为 8.91 亿元、5.01 亿元和 3.51 亿元；其他权益工具投资余额为 17.80 亿元，较上年末增长 106.47%，主要系新增对 Ximalaya.inc 投资等所致，年末主要投资对象包括 Ximalaya.inc、嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司、嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司和嘉兴银行股份有限公司等，投资余额分别为 5.21 亿元、2.50 亿元、2.30 亿元和 1.50 亿元。此外，其他非流动资产余额为 14.99 亿元，较上年末增长 43.00%，主要为子公司秀宏建投核算的市政工程建设成本，秀洲区财政对相关工程建设资金拨款计入专项应付款，待项目建设完工移交区政府后与专项应付款相应核减。

2024 年 3 月末，该公司资产总额为 1427.09 亿元，较 2023 年末增长 8.50%。其中，货币资金较 2023 年末增长 76.45%至 112.97 亿元；应收账款较 2023 年末增长 7.09%至 61.31 亿元，主要系基础设施建设及土地整理业务结算已确认收入，但相关结算款项尚未收回所致；预付款项较 2023 年末增长 64.49%至 20.07 亿元，系预付嘉兴市秀洲新城基础设施投资开发有限公司征迁项目款 5.50 亿元、预付天津产权交易中心有限公司 3.70 亿元资产收购款所致；固定资产较 2023 年末增长 25.71%至 27.20 亿元，主要系收到无偿划入的人才公寓所致；存货较 2023 年末增长 5.09%至 700.96 亿元，在建工程较 2023 年末增长 21.93%至 83.26 亿元，主要系项目资金持续投入所致。除上述外，公司其他资产构成较 2023 年末无显著变化。

资产受限情况，截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产金额为 32.94 亿元，占资产总额的比重为 2.31%，主要包括投资性房地产 23.91 亿元、固定资产 3.29 亿元和在建工程 3.23 亿元等，因借款抵押受限。

图表 13. 截至 2024 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	0.27	0.24	定期存单、工程保证金
存货	0.43	0.06	借款抵押
投资性房地产	23.91	67.47	借款抵押
固定资产	3.29	12.09	借款抵押
无形资产	1.81	7.83	借款抵押
在建工程	3.23	3.88	借款抵押
总计	32.94	2.31	—

注：根据嘉秀集团所提供的数据整理、绘制

¹¹ 嘉兴现代物流园投资发展有限公司和梅里投资分别持有其 70%和 30%股权。

（2）所有者权益

跟踪期内，受益于收到资金拨付和资产划转等支持，该公司所有者权益有所增加。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司所有者权益分别为 463.83 亿元和 499.73 亿元，较 2022 年末和 2023 年末分别增长 25.22%和 7.74%。同期末，资本公积分别为 391.41 亿元和 426.61 亿元，2023 年末资本公积较 2022 年末净增加 81.27 亿元，主要系获得镇政府等资金注入 66.38 亿元、子公司股权划转 6.37 亿元¹²所致、股东嘉兴高新控股对公司 10.00 亿元债权转作资本注入所致；2024 年 3 月末，资本公积较 2023 年末净增加 35.20 亿元，系镇政府资金注入及资产划转所致。此外，随着净利润的增加，公司未分配利润呈现增长，2023 年末及 2024 年 3 月末分别为 42.22 亿元和 42.25 亿元，其中 2023 年末较 2022 年末增长 11.45%。2023 年末，少数股东权益较上年末增长 85.19%至 15.60 亿元，亦成为所有者权益的重要构成。

（3）负债

跟踪期内，该公司负债仍以非流动负债为主，与公司基础设施和安置房等项目投建及资金回收期相对较长的业务特点匹配度较高。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 308.64%和 330.70%。从负债构成来看，公司负债主要集中于银行借款、应付债券等刚性债务、其他应付款和专项应付款，2023 年末占负债总额的比重分别为 89.35%、4.43%和 3.76%。其中，刚性债务余额为 760.77 亿元，较上年末增长 39.19%；其他应付款余额为 37.72 亿元，较上年末增长 22.26%，主要系增加与嘉兴市秀洲区交通运输局往来款项所致，年末主要核算与嘉兴市秀洲区交通运输局、嘉兴市秀洲区财政局、嘉兴秀禾房地产开发有限公司¹³、嘉兴市秀湖发展投资集团有限公司（简称“秀湖集团”）等往来款，应付余额分别为 6.78 亿元、4.47 亿元、4.16 亿元和 3.56 亿元，其他往来对象相对较多且分散；专项应付款余额为 31.99 亿元，为财政专项项目建设拨款，较上年末增长 126.33%。此外，合同负债余额较上年末增加 6.44 亿元至 7.66 亿元，主要系秀拓建投股权划入，其预收商品房款项增加所致。2024 年 3 月末，公司刚性债务较 2023 年末增长 12.91%至 858.98 亿元，主要来源于新增长期借款；其他应付款较 2023 年末下降 5.33%至 35.71 亿元，主要系支付往来款所致；专项应付款较 2023 年末下降 62.13%至 12.12 亿元，系项目专项拨款核减所致。除上述外，公司其他负债构成较 2023 年末无显著变化。

随着融资力度的加大，跟踪期内该公司刚性债务快速扩张，已累积的债务负担重，公司短期刚性债务规模显著增长，即期偿债压力大。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 760.77 亿元和 858.98 亿元，其中短期刚性债务余额分别为 153.87 亿元和 163.27 亿元；2023 年末刚性债务和短期刚性债务分别较 2022 年末增长 39.19%和 19.50%。

从融资渠道来看，近年来，该公司融资以银行借款为主。2023 年末，公司银行借款、债券融资、理财直融和融资租赁余额¹⁴分别为 472.92 亿元、267.13 亿元、11.01 亿元和 1.80 亿元，占刚性债务余额的比重分别为 62.16%、35.11%、1.45%和 0.24%。从银行借款方式来看，公司借款以保证借款为主，2023 年末保证借款余额占银行借款余额的比重为 91.38%，担保主要以子公司互保为主；债券融资主要由公司本部对子公司提供担保。从承债主体来看，公司融资以下属子公司自主融资为主，公司本部借款规模相对有限，2023 年末，公司本部刚性债务余额为 149.30 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 19.63%，子公司闻川城投、梅里投资、麟湖控股、秀宏建投、嘉睦发展和盛洪发展刚性债务占比分别为 18.70%、13.64%、11.86%、10.74%、10.29%和 9.34%。2024 年 3 月末，公司银行借款、债券融资、理财直融、信托及融资租赁余额分别为 574.01 亿元、263.01 亿元、6.66 亿元和 10.47 亿元，刚性债务增量主要来源于银行借款 101.09 亿元。

截至 2024 年 6 月 20 日，公司存续债券余额为 261.86 亿元，其中公司本部、秀宏建投、闻川城投、梅里投资、麟湖控股、嘉睦发展和盛洪发展存续债券余额分别为 115.96 亿元、45.90 亿元、47.00 亿元、15.00 亿元、10.00 亿元、20.00 亿元和 8.00 亿元。目前，公司已发行债券还本付息情况均正常。

图表 14. 公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行金额	期限	发行利率	起息日期	债券余额
17 嘉兴秀洲债	10.00	7	5.60	2017-09-25	2.00
20 嘉秀 01	5.00	7	5.00	2020-12-11	4.00

¹² 主要为秀拓建投 5.81 亿元。

¹³ 全资股东为中粮地产（上海）有限公司。

¹⁴ 一年内到期的非流动负债中应付利息未统计在内，下同。

债券简称	发行金额	期限	发行利率	起息日期	债券余额
20 嘉秀发展 MTN001	5.00	5 (3+2)	4.49	2020-12-16	4.58
21 嘉秀 01	3.40	5	4.68	2021-01-26	2.28
21 嘉控 01	12.00	7 (5+2)	4.90	2021-06-15	9.60
21 嘉秀发展 MTN002	6.00	5 (3+2)	3.80	2021-07-05	6.00
21 嘉秀发展 PPN002	7.00	5 (3+2)	3.95	2021-07-15	7.00
21 嘉秀发展 MTN003	5.00	5	4.00	2021-08-25	5.00
22 嘉秀 01	8.00	7 (5+2)	3.78	2022-03-22	8.00
22 嘉秀发展 MTN001	8.50	5 (3+2)	3.24	2022-06-10	8.50
22 嘉秀 02	5.00	3	3.05	2022-09-19	5.00
22 嘉秀 03	1.00	5	3.60	2022-09-19	1.00
22 嘉秀发展 PPN001	4.70	3	3.16	2022-09-21	4.70
22 嘉秀发展 MTN002	5.00	3	2.90	2022-10-18	5.00
23 嘉秀 01	5.00	3	4.89	2023-01-03	5.00
23 嘉秀 03	4.00	3	3.88	2023-04-12	4.00
23 嘉秀发展 PPN001	6.00	3	3.48	2023-07-12	6.00
23 嘉秀发展 PPN002	7.00	2	3.03	2023-08-18	7.00
23 嘉秀 05	5.00	5	3.90	2023-08-30	5.00
23 嘉秀发展 MTN001	5.20	3	3.46	2023-09-19	5.20
23 嘉秀发展 PPN003	5.10	3	3.73	2023-10-23	5.10
24 嘉秀发展 SCP001	6.00	0.57	1.98	2024-04-26	6.00
嘉秀集团小计	128.90	—	—	—	115.96
21 秀宏 01	5.00	5 (3+2)	3.95	2021-08-24	5.00
22 秀宏 01	5.00	5 (3+2)	3.76	2022-01-24	5.00
22 秀宏建设 PPN001	5.00	5 (3+2)	4.07	2022-06-24	5.00
22 秀宏 02	10.00	5 (3+2)	3.60	2022-09-13	10.00
23 秀宏 01	10.00	5 (3+2)	4.79	2023-02-28	10.00
23 秀宏建设 PPN001	5.90	5 (3+2)	4.56	2023-03-17	5.90
24 秀宏建设 PPN001	5.00	5 (3+2)	2.79	2024-04-19	5.00
秀宏建投小计	45.90	—	—	—	45.90
22 嘉梅 01	5.00	5 (3+2)	3.20	2022-08-03	5.00
22 梅里投资 PPN001	5.00	5 (3+2)	3.78	2022-03-24	5.00
23 嘉梅 01	5.00	5 (3+2)	3.71	2023-06-14	5.00
梅里投资小计	15.00	—	—	—	15.00
20 闽川城投债	5.00	7	5.40	2020-08-14	4.00
21 闽川城投 PPN001	5.00	3	3.95	2021-08-20	5.00
22 闽川 01	9.00	5 (3+2)	3.82	2022-01-07	9.00
22 闽川 02	8.00	5	4.60	2022-12-14	8.00
23 闽川 01	6.00	3	5.20	2023-01-18	6.00
23 闽川城投 PPN001	8.00	3	4.52	2023-03-22	8.00
23 闽川城投 PPN002	7.00	3	4.45	2023-06-29	7.00
闽川城投小计	48.00	—	—	—	47.00
22 嘉滕 01	8.00	5	3.95	2022-07-05	8.00
23 嘉滕债 01	6.00	7 (5+2)	3.75	2023-07-26	6.00

债券简称	发行金额	期限	发行利率	起息日期	债券余额
24 嘉睦债 01	6.00	7（5+2）	2.67	2024-04-29	6.00
嘉睦发展小计	20.00	—	—	—	20.00
22 麟湖 01	5.00	3	3.98	2022-12-05	5.00
23 麟湖 01	5.00	3	4.20	2023-04-06	5.00
麟湖控股小计	10.00	—	—	—	10.00
23 盛洪 01	8.00	5（3+2）	4.45	2023-03-22	8.00
盛洪发展小计	8.00	—	—	—	8.00
合计	275.80	—	—	—	261.86

注：wind（截至 2024 年 6 月 20 日）

2. 偿债能力

（1）现金流量

跟踪期内，该公司基础设施建设及土地整理业务资金回笼仍较慢，主业收现水平偏低，并由于代建项目投入及往来款项流出规模较大，经营活动现金净流出规模仍较大。2023 年及 2024 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 84.84%和 54.96%，经营活动产生的现金流量净额分别为-175.56 亿元和-33.20 亿元，2023 年净流出规模较上年扩大 95.25%。公司投资活动产生的现金流主要体现为购置固定资产和建设自营项目、资金拆借等现金流出，2023 年及 2024 年第一季度，投资活动净现金流分别为-33.28 亿元和-15.72 亿元。公司经营和投资活动资金缺口主要通过银行借款、发行债券和政府注资等方式弥补，同期，筹资活动产生的现金流量净额分别为 244.92 亿元和 97.87 亿元，2023 年净流入规模较上年增长 100.00%。

（2）盈利

跟踪期内，该公司营业收入呈现下降，综合毛利率有所提升。2023 年，公司营业收入同比下降 23.84%至 30.53 亿元，其中代建、土地整理及安置房业务仍为主要构成；综合毛利率为 15.41%，较上年提升 2.95 个百分点。2024 年第一季度，公司实现营业收入 7.33 亿元，综合毛利率为 14.47%。公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，对利润形成一定侵蚀。2023 年及 2024 年第一季度，公司期间费用分别为 4.80 亿元和 1.24 亿元，期间费用率分别为 15.71%和 16.88%，其中管理费用分别为 2.22 亿元和 0.65 亿元，财务费用分别为 2.45 亿元和 0.50 亿元。跟踪期内，公司利润水平对政府补助依赖度仍高，2023 年及 2024 年第一季度，公司分别获得政府补助 5.61 亿元和 0.56 亿元，受益于此，净利润分别实现 4.47 亿元和 0.10 亿元。

（3）偿债能力

跟踪期内，受利润总额减少影响，该公司 EBITDA 有所下降，对利息支出的保障程度仍较弱。2023 年，公司 EBITDA 同比下降 2.89%至 8.78 亿元，对利息支出的覆盖倍数为 0.30 倍，较上年下降 0.06 倍。同期，公司经营净现金流和非筹资性净现金流仍均呈净流出，无法对债务偿付提供保障。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司流动比率分别为 535.27%和 559.94%，较上年末分别提升 46.57 个百分点和 24.67 个百分点，指标处于相对较高水平。但公司流动资产中存货和其他应收款占比很高，其中存货易受秀洲区及下辖镇政府单位工程结算进度影响，其他应收款中应收镇政府单位款项规模较大，整体来看，公司流动资产变现及资金回收周期预计偏长，实际资产流动性偏弱。跟踪期内，公司短期刚性债务规模持续增长，货币资金对其保障程度弱，即期偿债压力大。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 41.99%和 69.55%，受益于新增融资带来货币资金增加而有所提升。

图表 15. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.51	0.36	0.30	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.02	0.01	—

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-62.14	-54.43	-92.98	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-23.05	-18.28	-26.86	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-80.18	-80.64	-110.61	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-29.74	-27.08	-31.95	—
流动比率 (%)	420.75	488.70	535.27	559.94
现金比率 (%)	26.29	17.94	31.01	52.74
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	32.74	23.58	41.99	69.55

注：根据嘉秀集团提供的资料计算、绘制

该公司与多家商业银行存在长期合作关系，跟踪期内整体信用状况良好。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 695.09 亿元，其中尚未使用额度为 153.76 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司股权结构、董事及监事人员发生变更。2023 年 9 月，嘉兴市国资委将其持有的公司 100%股权无偿划转至浙江嘉兴高新控股集团有限公司¹⁵（简称“嘉兴高新控股”）。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，嘉兴高新控股为公司唯一股东，嘉兴市国资委为实际控制人。2024 年 6 月，公司五位董事和五位监事发生变更，新任命五位董事和三位监事，目前董监高人员均已按章程约定到位。除此之外，公司部门设置及内部管理制度等方面均未发生重大变化。

2. 表外因素

截至 2024 年 3 月末，该公司对外担保余额为 61.64 亿元，担保比率为 12.33%。公司对外担保对象主要包括闻源水务、麟湖文旅、梅溪开发、洪运新农村、新塍田园和嘉兴市秀洲区污水处理有限责任公司等，担保余额分别为 10.01 亿元、9.79 亿元、9.15 亿元、8.38 亿元、7.93 亿元和 2.70 亿元，合计占公司对外担保余额的 77.79%。整体来看，公司对外担保规模较大，且担保对象集中于秀洲区，面临代偿风险。

3. 业务持续性

该公司主要负责区域内基础设施投建、土地整理及安置房建设等业务，同时从事租金及景区门票、农产品及机械销售等经营性业务，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

该公司关联方主要为公司联营企业，包括麟湖投资和洪运新农村等。跟踪期内，无关联方交易产生。关联应收应付款项方面，2023 年末，公司应付关联方企业款项共 4.25 亿元，主要为应付秀湖集团和嘉兴市高等级公路投资有限公司款项 3.56 亿元和 0.48 亿元；应收关联方企业款项共 41.10 亿元，主要为应收洪运新农村款项 32.76 亿元。

根据股东嘉兴高新控股、该公司本部、主要承债子公司闻川城投、梅里投资、秀宏建投、嘉睦发展、麟湖控股和盛洪投资《企业信用报告》¹⁶，上述主体近年无未结清欠息、关注类借款等征信异常记录。根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、中国执行信息公开网等信用信息公示平台信息查询结果，截至 2024 年 6 月 12 日，

¹⁵ 截至 2024 年 3 月末，嘉兴高新控股注册资本为 30.00 亿元，嘉兴市国资委为其唯一股东及实际控制人。

¹⁶ 征信报告日期分别为 2024 年 5 月 15 日、2024 年 5 月 20 日、2024 年 4 月 18 日、2024 年 5 月 15 日、2024 年 5 月 15 日、2024 年 4 月 15 日、2024 年 5 月 17 日和 2024 年 5 月 16 日。

未发现公司本部存在重大异常情况；子公司盛洪投资于 2021 年 9 月存在一项行政处罚，系擅自占用洪合镇锦福村土地 1.20 万平方米用于建造配套蒸烫园区，责令退还非法占用土地并恢复土地原状，行政处罚金额 12.08 万元。

外部支持

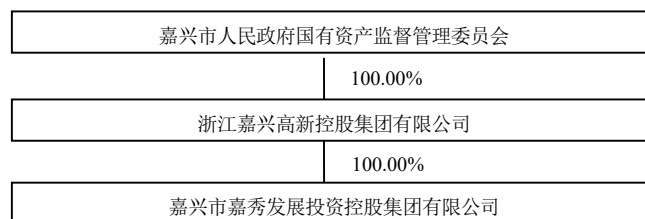
作为嘉兴市西北部重要的开发建设主体，该公司能持续获得政府在资产划转、资本金注入和补助等方面较大力度的支持，2023 年及 2024 年第一季度，公司获得的资产和资本金注入分别为 81.27 亿元和 35.20 亿元，获得的政府补助分别为 5.61 亿元和 0.56 亿元。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持嘉秀集团主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，本次跟踪所涉债券信用等级均为 AA⁺。

附录一：

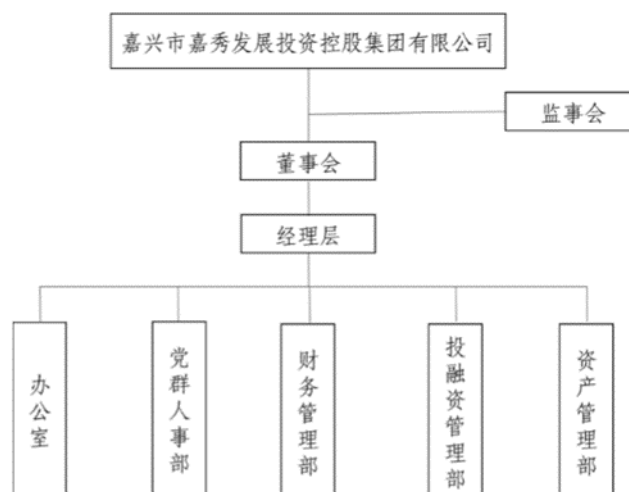
公司与实际控制人关系图



注：根据嘉秀集团提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据嘉秀集团提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司	嘉秀集团	-	基础设施建设，土地整理等	340.10	182.76	0.01	1.96 万元	-16.66	母公司口径
嘉兴市秀宏建设投资集团有限公司	秀宏建投	100	基础设施建设，交通、教育、文化等投资开发	218.26	85.72	6.43	0.89	3.88	合并口径，下同
嘉兴市闻川城市投资发展集团有限公司	闻川城投	100	基础设施建设，土地整理，旅游开发，实业投资等	274.45	97.61	6.74	1.10	-43.45	
嘉兴市梅里投资管理集团有限公司	梅里投资	100	工业设施、基础设施投资和建设，自有房屋出租等	210.96	80.25	5.74	0.77	-26.79	
嘉兴市嘉滕发展投资集团有限公司	嘉滕发展	100	基础设施建设、土地整理，自有房屋出租等	180.77	69.48	4.84	0.93	-26.27	
嘉兴市盛洪发展投资集团有限公司	盛洪发展	100	基础设施建设、土地整理，自有房屋出租等	165.66	61.31	3.63	0.79	-32.61	
嘉兴市麟湖控股集团有限公司	麟湖控股	100	基础设施建设、土地整理，自有房屋出租等	185.61	65.69	2.90	0.83	-34.83	

注：根据嘉秀集团提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
宁波市奉化区投资集团有限公司	785.73	255.58	67.47	21.61	2.27	-101.42
嘉善县国有资产投资集团有限公司	900.63	284.00	68.47	40.02	0.86	-8.97
连云港市城建控股集团有限公司	1138.50	349.67	69.29	62.90	4.39	6.87
嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司	1315.29	463.83	64.74	30.53	4.47	-175.56

注：根据 Wind 资料整理

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
资产总额[亿元]	792.25	975.61	1315.29	1427.09
货币资金[亿元]	41.68	29.73	64.02	112.97
刚性债务[亿元]	437.10	546.56	760.77	858.98
所有者权益[亿元]	308.33	370.41	463.83	499.73
营业收入[亿元]	37.12	40.09	30.53	7.33
净利润[亿元]	5.23	5.24	4.47	0.10
EBITDA[亿元]	10.08	9.04	8.78	—
经营性现金净流入量[亿元]	-89.54	-89.91	-175.56	-33.20
投资性现金净流入量[亿元]	-26.00	-43.30	-33.28	-15.72
资产负债率[%]	61.08	62.03	64.74	64.98
长短期债务比[%]	200.32	257.59	308.64	330.70
权益资本与刚性债务比率[%]	70.54	67.77	60.97	58.18
流动比率[%]	420.75	488.70	535.27	559.94
速动比率[%]	163.50	174.79	209.29	225.06
现金比率[%]	26.29	17.94	31.01	52.74
短期刚性债务现金覆盖率[%]	32.74	23.58	41.99	69.55
利息保障倍数[倍]	0.46	0.31	0.26	—
有形净值债务率[%]	163.32	171.86	192.91	194.70
担保比率[%]	9.66	10.59	11.64	12.33
毛利率[%]	12.37	12.46	15.41	14.47
营业利润率[%]	15.92	13.14	15.66	1.23
总资产报酬率[%]	1.30	0.89	0.66	—
净资产收益率[%]	1.91	1.54	1.07	—
净资产收益率*[%]	1.87	1.52	1.07	—
营业收入现金率[%]	68.82	67.53	84.84	54.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-62.14	-54.43	-92.98	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-23.05	-18.28	-26.86	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-80.18	-80.64	-110.61	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-29.74	-27.08	-31.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.51	0.36	0.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.01	—

注：表中数据依据嘉秀集团经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计—期末存货余额—期末预付账款余额—期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末短期刚性债务余额} \times 100\%$
利息保障倍数(倍)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$
有形净值债务率(%)	$\text{期末负债合计} / (\text{期末所有者权益合计} - \text{期末无形资产余额} - \text{期末商誉余额} - \text{期末长期待摊费用余额} - \text{期末待摊费用余额}) \times 100\%$
担保比率(%)	$\text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	$\text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率(%)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率(%)	$\text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$
营业收入现金率(%)	$\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019 年 7 月 1 日	AA ⁺ /稳定	薛雨婷、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2023 年 7 月 12 日	AA ⁺ /稳定	肖楠、苏利杰	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 27 日	AA ⁺ /稳定	肖楠、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 (20 嘉秀 01)	历史首次评级	2020 年 7 月 7 日	AA ⁺	薛雨婷、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、苏利杰	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 (21 嘉控 01)	历史首次评级	2021 年 4 月 16 日	AA ⁺	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、苏利杰	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 (22 嘉秀 01)	历史首次评级	2021 年 12 月 31 日	AA ⁺	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、苏利杰	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
债项评级 (20 嘉秀发展 MTN001)	本次评级	2024 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
	历史首次评级	2020 年 7 月 7 日	AA ⁺	薛雨婷、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、苏利杰	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 (21 嘉秀发展 MTN002)	历史首次评级	2021 年 6 月 23 日	AA ⁺	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、苏利杰	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 27 日	AA ⁺	肖楠、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。