

## 嘉善县国有资产投资有限公司 主动评级报告

信用等级: A<sub>pi</sub> 信用展望: 稳定

评级时间: 2021年12月10日



主要经营指标	2017	2018	2019	2020
地区生产总值(亿元)	500.95	589.60	624.81	555.77
一般公共预算收入(亿元)	51.73	61.60	67.79	71.75
主要财务指标	2018	2019	2020	2021H1
现金类资产(亿元)	47.21	68.09	58.33	65.95
资产总额(亿元)	326.81	388.20	506.72	583.55
所有者权益(亿元)	138.14	144.24	197.13	233.20
短期债务(亿元)	24.22	41.30	43.02	46.44
全部债务(亿元)	126.15	173.32	213.61	260.40
营业总收入(亿元)	20.98	26.90	33.59	22.17
利润总额(亿元)	1.80	2.10	2.47	1.33
EBITDA(亿元)	6.41	10.18	12.04	—
经营净现金流(亿元)	2.30	7.74	-0.43	-16.92
营业毛利率(%)	24.32	19.27	23.82	27.87
EBIT利润率(%)	21.32	29.57	26.91	—
总资产报酬率(%)	1.59	2.23	2.02	—
资产负债率(%)	57.73	62.84	61.10	60.04
全部债务资本化比率(%)	47.73	54.58	52.01	52.75
流动比率(倍)	3.48	2.51	2.64	3.73
现金类资产/短期债务(倍)	1.95	1.65	1.36	1.42
全部债务/EBITDA(倍)	19.69	17.02	17.75	—
EBITDA利息保障倍数(倍)	1.44	1.27	1.10	—

资料来源: 公开资料, 公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年上半年财务报表。

### 评级结论

嘉善县国有资产投资有限公司(以下简称“嘉善国资”或“公司”)成立于 2001 年, 公司控股股东和实际控制人均为嘉善县财政局, 2021 年 7 月, 嘉善县财政局对公司货币增资 0.35 亿元, 公司注册资本变更为 4.20 亿元, 实收资本为 3.85 亿元。公司是嘉善县重要的资产运营及城建主体, 涉及基础设施建设、房地产、油气、水务、旅游等多个业务板块, 短期内业务结构将保持稳定。中债资信认为公司所属的城投行业信用品质一般。经营方面, 公司基建业务政府拨款无法覆盖投资成本且未来支出规模很大, 需关注资金平衡压力; 房地产业务后续面临投资压力, 需关注去化和资金回笼情况; 水务、油气和旅游等业务经营稳定, 具有一定区域垄断优势, 公司经营风险较低。财务方面, 公司资产质量一般, 经营性业务持续亏损, 利润总额对政府补助依赖性很强, 公司债务负担较重, 债务期限结构较好, 长短期偿债指标表现一般, 公司财务风险较低。外部支持具有很强的增信作用。综合上述因素, 中债资信对公司主体信用等级评定为 A<sub>pi</sub>, 信用展望为稳定。

### 评级要素

#### ■ 经营风险要素

● **行业风险:** 2021 年积极的财政政策将提质增效、更可持续, 保持适度支出强度; 稳健的货币政策灵活精准、合理适度, 保持宏观杠杆率基本稳定, 处理好恢复经济和防范风险的关系; 中央经济工作会议强调抓实化解地方政府隐性债务风险工作, 防范化解地方政府隐性债务风险的政策底线依然坚定, 城投行业相关政策和融资环境持续收紧; 城投企业基建融资职能弱化趋势不变, 市场化法治化转型持续推进, 业务模式及政府支持方式进一步规范, 但行业债务负担持续上行, 流动性压力依然较大, 财务表现仍很差。中债资信对城投行业信用品质的评价为“一般”。

● **规模和市场地位:** 公司是嘉善县重要的基础设施建设以及国有资产运营主体, 在嘉善县水务、油气、旅游等业务领域具有一定的地域垄断性。

● **基础设施建设业务:** 公司承担了部分嘉善县的基础设施建设业务, 每年根据嘉善县政府规划进行项目建设, 资金来源主要为外部融资和财政拨款。公司未披露基建项目是否与政府签订协议, 但公司基建项目不确认收入, 账务处理方面, 公司将市政基础设施建设成本在“其他非流动资产”核算, 同时财政拨付资金计入“其他非流动负债”, 待项目竣工核算后相应核减。截至 2020 年末, 该业务已投入尚未结算成本为 47.36 亿元, 收到政府拨款 27.16 亿元, 政府拨款无法覆盖建设成本; 截至 2021 年 3 月末, 在建项目计划总投资 74.26 亿元, 已投资 24.48 亿元, 同期拟建项目计划投资 82.30 亿元。整体看, 该业务政府拨款无法覆盖投资成本, 未来仍存在很大支出规模, 需关注

### 市场服务

电话: 010-88090123

**免责条款:** 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

资金平衡情况。

●房地产业务：公司房地产业务全部位于嘉善县内，以保障房为主，也包括商品房及商业地产。保障房方面，公司自筹资金进行建设，建成后按照政府指导价格向符合准购条件的对象进行销售，由于其定价低于市场价格，导致部分项目亏损，政府给予一定补贴。近年来，公司保障房销售收入持续下降，2020年以来受保障房销售价格提升及无偿获得安置收入0.16亿元影响，毛利率大幅提升。截至2021年3月末，公司主要已完工在售保障房项目累计总投资16.39亿元，累计回款11.75亿元，总体去化率为84.08%，预计全部销售完毕仍无法覆盖投资成本，部分项目完工期限较早，资金回收周期较长，需关注后续销售及资金回笼情况；同期在建项目计划总投资71.36亿元，已投资30.45亿元，拟建项目计划投资50.60亿元，在、拟建项目未来面临较大资金支出压力。商品房及商业地产方面，截至2021年3月末，已完工在售项目3个，总投资11.54亿元，已回笼资金14.83亿元，整体去化进度良好，毛利率较高；同期在建项目预计总投资41.47亿元，已投资5.65亿元，拟建项目计划总投资30.20亿元，未来将面临较大的投资压力。整体看，公司保障房与商业地产在建、拟建项目待投资规模很大，需关注后续投资压力。

●水务业务：公司水务业务主要包括供水、污水处理以及部分水网管道工程。公司是嘉善县唯一供水企业，供水户数约26万户，日供水能力36万吨，2020年以来，受新冠肺炎疫情期间减免水费、维修及运营成本增加影响，该业务收入有所下滑，毛利率持续亏损。公司污水处理范围主要为嘉善县主城区，收入规模较小，污水处理能力较为有限，2020年以来受高污染行业工业污水排放量下降及折旧成本增加等因素影响，营业呈现较大额亏损，目前公司正在新建污水处理厂，预计建成后营业收入和污水处理能力将进一步提升。整体看，公司水务业务运营稳定，区域垄断性较强。

●油气业务：公司油气业务主要经营天然气和石油销售。受益于煤改气及公司新设加油站，公司油气业务收入大幅增长，已逐渐成为公司收入的主要来源，但2020年受疫情影响，终端非居民用户用气量有所下滑，公司油气业务收入同比下降。天然气销售收入在油气业务收入中占75%左右，主要面向居民、企业及车用燃气，截至2021年3月末，公司拥有天然气管网1,545公里，车用燃气方面目前业务规模较小，拥有一个正在运营的加气站与一个在建的西塘加气站；石油销售业务自2017年以来设立加油站三家，销售规模较小。

●旅游业务：公司旅游业务开展主要依托于西塘，收入主要来源于门票，景区二次消费占比较小，西塘为国家5A级旅游景区，具备一定品牌优势，该业务整体盈利能力较强，是公司营业毛利主要来源之一，2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，该业务收入及毛利率均大幅下滑，未来随着公司拓展OTA预订平台、文创IP等旅游相关业务，公司旅游业务收入有望进一步增加。

●其他业务：公司的其他业务主要包括贸易、交通、服务与担保。贸易业务

主要包括粮食收储和大宗商品交易，该板块业务盈利能力较弱，下游客户集中度较高，且存在垫资压力，面临较大风险。交通业务包括城际客运、公交、公路收费和汽车租赁等，受省内调整高速公路通行费率等因素影响，交通运输收入和毛利率均有所下降。服务业务以租赁为主，主要负责政府单位门面资产租赁，该业务近年来收入增长可观，毛利率维持较高水平。此外，公司自 2019 年 12 月逐步扩展担保业务，目前已发生逾期和代偿，但担保规模不大，对公司影响有限。

● **发展战略：**公司在建、拟建项目主要集中在基础设施建设和房地产等业务领域，未来一年计划投资 50 亿元，2021 年 6 月末短期债务规模约 46.44 亿元，合计资金需求约 96.44 亿元，考虑到同期账面现金类资产 65.95 亿元、近三年年均销售商品、提供劳务收到的现金约 32 亿元及近三年年均政府补贴对资金需求的覆盖，未来资本支出压力可控。

● **业务委托方实力：**公司基础设施建设等业务委托方为嘉善县政府，2020 年嘉善县位列全国综合实力百强县第 57 位，实现 GDP655.77 亿元，同比增长 8.00%，高于全国水平。财政方面，2020 年嘉善县实现综合财力 224.42 亿元，其中一般公共预算收入为 71.79 亿元，税收收入占比达 93.23%，一般公共预算收入稳定性较强；受区域近年来土地市场景气度较高，住宅用地价格上升持续带动土地出让总价增加所致，2020 年嘉善县实现政府性基金收入 128.79 亿元，对综合财力贡献较大。截至 2020 年末，嘉善县政府债务余额 174.47 亿元，政府债务率 77.74%，政府债务负担一般。整体看，嘉善县经济财政实力较强，债务风险可控。

#### ■ 财务风险要素

● **资产质量：**截至 2021 年 6 月末，公司资产总额 583.55 亿元，流动资产和非流动资产占比相近，主要由存货、其他应收款和投资性房地产构成。存货主要为保障房项目的开发成本，截至 2021 年 6 月末账面价值 93.75 亿元，其中保障房项目沉淀成本约 75.88 亿元，成本沉淀规模较大，从历年平均回款情况看，预计回收周期较长，对公司资金形成较大占用；公司其他应收款账面余额 101.13 亿元，其中对嘉善县自然资源和规划局、嘉善县西塘镇乡村振兴建设有限公司、嘉善县嘉和房屋征收服务中心和嘉善县嘉正房屋征收服务中心的应收款合计 53.80 亿元，占款规模较大，部分账龄偏长，计划于未来五年内完成回款；公司投资性房地产余额为 89.93 亿元，主要为用于出租的物业资产，较上年末增加 12.35 亿元，主要系嘉善县政府无偿划入 12.08 亿元公寓房所致，其中 11.48 亿元资产尚未办妥产权证书。截至 2021 年 6 月末公司受限资产共计 29.95 亿元，占公司总资产的 5.13%，主要为用于借款抵押的投资性房地产、存货和长期股权投资等，受限规模一般。整体来看公司资产流动性较差，资产质量一般。

● **盈利能力和现金流：**公司经营性业务利润持续亏损，利润总额对政府补贴

依赖很大，公司自身盈利能力很弱，同时，公司以财务费用为主的期间费用近年来增长迅速，对利润造成一定侵蚀。现金流方面，受公司集中购置土地资产进行项目储备导致经营性现金流出所致，公司 2020 年和 2021 年上半年经营活动现金流由净流入转为净流出；由于基础设施和房地产等项目持续投入，投资活动现金流表现为持续大规模净流出；筹资活动现金流表现为大规模净流入，公司对外部筹资依赖较大。截至 2021 年 6 月末，公司未提取授信额度为 128.28 亿元，备用流动性较为充足，短期筹资压力可控。

●**资本结构和偿债指标：**公司债务规模持续增长，截至 2021 年 6 月末，公司全部债务余额 260.40 亿元，以长期债务为主。债务负担方面，截至 2021 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.04% 和 52.75%，债务负担较重；偿债指标方面，截至 2021 年 6 月末，公司现金类资产/短期债务为 1.42 倍，短期偿债指标表现一般，截至 2020 年末，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 17.75 倍和 1.10 倍，长期偿债指标表现一般。

●**对外担保：**截至 2021 年 6 月末，公司及下属子公司对外担保累计余额 55.47 亿元，占净资产的比重为 23.79%，被担保企业大部分为嘉兴市的国有企业，其中子公司同舟担保公司在保业务 83 笔，总额为 6.03 亿元，已出现 1 笔逾期，金额为 155.00 万元。整体看，公司对外担保规模不大，但担保期限较长（部分 10 年以上）且担保公司业务已出现逾期，仍需关注或有风险。

#### ■ 外部支持

嘉善国资是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，区域地位较突出，能够获得股东及政府在增资、补贴等方面大力支持。2018~2020 年，公司获得的资产和资金注入分别为 6.80 亿元、4.47 亿元和 44.89 亿元；2018~2020 年公司分别获得政府补助 2.53 亿元、4.40 亿元和 4.57 亿元，外部支持具有很强增信作用。

附件一：

### 信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为  $AAA_{pi}$ 、 $AA_{pi}$ 、 $A_{pi}$ 、 $BBB_{pi}$ 、 $BB_{pi}$ 、 $B_{pi}$ 、 $CCC_{pi}$ 、 $CC_{pi}$ 、 $C_{pi}$ 、 $D_{pi}$ ，其中  $AAA_{pi}$  至  $B_{pi}$  级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
$AAA_{pi}$	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。
$AA_{pi}$	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。
$A_{pi}$	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
$BBB_{pi}$	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
$BB_{pi}$	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
$B_{pi}$	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。
$CCC_{pi}$	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
$CC_{pi}$	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
$C_{pi}$	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
$D_{pi}$	主体已经违约。

## 信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对嘉善县国有资产投资有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。