

嘉善县国有资产投资有限公司

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪企评(2019)020120】

评级对象: 嘉善县国有资产投资有限公司

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2019年6月3日

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	0.44	0.24	14.84	19.03
刚性债务	6.23	4.12	57.89	70.51
所有者权益	44.22	82.11	91.15	90.35
经营性现金净流入量	8.50	3.73	-5.85	-10.52
合并数据及指标:				
总资产	214.92	248.46	326.81	359.51
总负债	106.44	123.42	188.67	222.77
刚性债务	62.71	66.30	126.65	154.06
所有者权益	108.49	125.04	138.14	136.74
营业收入	12.11	15.85	20.98	4.48
净利润	0.83	2.02	1.62	-1.39
经营性现金净流入量	8.61	11.15	2.30	-19.06
EBITDA	5.72	6.32	6.41	—
资产负债率[%]	49.52	49.67	57.73	61.96
长短期债务比[%]	281.72	156.63	360.84	338.82
权益资本与刚性债务比率[%]	172.99	188.60	109.07	88.76
流动比率[%]	505.72	218.52	348.16	340.63
现金比率[%]	81.12	47.82	115.32	99.86
利息保障倍数[倍]	0.94	1.25	1.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.43	1.68	1.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.10	0.07	—

注:根据嘉善国投经审计的2016-2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理计算。由于2018年公司对很多科目进行了会计差错更正并追溯调整,公司2017年数据使用2018年审计报告期初数/上期数。

分析师

薛雨婷 xyt@shxsj.com

郭燕 gy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势:

- **外部发展环境良好。**嘉善县区位优势显著,近年来经济保持较快发展,房地产市场景气度高。作为嘉兴市全面接轨上海的第一站,嘉善县经济发展面临较大机遇,为嘉善国投提供了良好的外部发展环境。
- **区域地位较突出。**嘉善国投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,能持续获得政府在资产划转、增资及补贴等方面较大力度的支持。
- **主营业务经营稳定性较强。**嘉善国投水务、天然气等业务具备区域专营优势,旅游业务主要依托西塘古镇,具备一定品牌优势,业务经营稳定性及资金回笼能力均较强。
- **多元化业务发展。**嘉善国投经营业务呈多元化发展,且在各业务板块均有较丰富的从业经验,有助于提高公司整体抗风险能力。

主要风险:

- **偿债压力加大。**嘉善国投近年债务扩张较快,资产负债率逐年攀升,偿债压力持续加大。且公司在建及拟建房地产等项目后续资金投入需求仍较大,公司负债规模或将进一步增加。
- **净利润对政府补贴依赖度高。**嘉善国投经营性业务综合盈利能力偏弱,且期间费用对利润侵蚀较严重,净利润水平对政府补贴依赖度高。
- **资产流动性偏弱。**嘉善国投资产中保障房、基建等项目投建成本及应收政府单位往来款的规模较大,款项回收周期预计偏长,整体资产流动性偏弱。
- **对外担保代偿风险。**嘉善国投对外担保余额大,存在代偿风险。

➤ 未来展望

通过对嘉善县国有资产投资有限公司主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



嘉善县国有资产投资有限公司

信用评级报告

概况

嘉善县国有资产投资有限公司（简称“嘉善国投”、“该公司”或“公司”）成立于 2001 年 7 月 26 日，系经嘉善县人民政府善政[2001]95 号文批准，由嘉善县人民政府授权嘉善县财政局出资组建，初始注册资本 1.20 亿元。2005 年和 2007 年嘉善县财政局分别对公司货币增资 0.49 亿元和 1.17 亿元；2008 年 8 月，根据善政发[2008]106 号《嘉善县人民政府关于同意变更国有资产出资人的批复》，公司股东由嘉善县财政局变更为嘉善县国有资产管理局（简称“嘉善县国资局”）；2018 年 12 月，嘉善县国资局对公司货币增资 1.00 亿元；2019 年 2 月，公司股东由嘉善县国资局变更为嘉善县财政局。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 3.85 亿元，嘉善县财政局持有公司全部股权，为公司实际控制人。

该公司是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，主业涉及房地产、油气、水务、旅游、贸易和服务等多个业务板块，区域地位较突出。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货

币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体经济政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便

利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不

足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018 年末，我国城镇化率为 59.58%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《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。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或

政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照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，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

嘉善县为嘉兴市下辖县，是嘉兴市全面接轨上海的第一站，区位优势显著。全县近年工业经济发展态势良好，品牌木业家具、高档纺织服饰等传统产业保持较快发展，同时积极培育先进装备制造、电子信息等成为县域主导产业。嘉善县为全国首个县域科学发展示范点，能获得上级政府在政策等方面较大力度的支持，加之全县产业结构的逐步优化调整和显著的区位优势带动，未来经济发展前景较好。

嘉善县为嘉兴市下辖县，位于嘉兴市东北部、江浙沪两省一市交汇处，东邻上海市青浦、金山两区，南连平湖市、嘉兴市南湖区，西接嘉兴市秀洲区，北靠苏州市吴江区，是浙江省接轨上海第一站，区位优势显著。全县下辖魏塘、罗星和惠民3个街道和西塘、姚庄、大云、陶庄、干窑和天凝6个镇，县域总面积507.68平方千米，截至2018年末，全县常住人口为58.69万人¹。

¹ 嘉善县统计局按5%人口抽样调查结果推算。

嘉善县是全国综合实力百强县之一，2013 年获批成为全国首个也是唯一的“县域科学发展示范点”；2017 年，国家发改委正式批复《嘉善县域科学发展示范点发展改革方案》，明确要求把嘉善建成全面小康标杆县和县域践行新发展理念示范点，为全国县域科学发展积累更多经验，提供更好示范。同年，嘉善县入选国家重大市政工程领域 PPP 创新工作重点城市，成为浙江省唯一入选的城市。作为浙江省接轨上海第一站，嘉善县积极深入以接轨上海为主的区域协作工作。与上海市金山区打造“上海之窗·枫南小镇”项目；在上海大虹桥核心区设立沪嘉协同嘉善中心；公交卡、市民卡交通功能实现与上海等城市互联互通。

嘉善县近年经济保持平稳较快发展，经济增速持续处于嘉兴市各下辖区县前列。2016-2018 年，嘉善县分别实现地区生产总值 456.95 亿元、520.95 亿元和 582.60 亿元，同比分别增长 8.3%、8.6% 和 8.5%。产业结构方面，嘉善县近年产业结构持续调整，但目前仍以第二产业为主，2018 年嘉善县三次产业结构为 3.9:55.0:41.1。

图表 1. 嘉善县主要经济指标及增速情况（单位：亿元、%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值 ²	456.95	8.3	520.95	8.6	582.60	8.5
第一产业增加值	24.05	-0.9	22.00	-1.8	22.40	0.2
第二产业增加值	246.22	8.7	289.85	9.9	320.50	8.7
第三产业增加值	186.68	9.0	209.11	8.0	239.70	9.2
工业增加值	225.75	9.2	266.41	10.4	292.93	8.7
全社会固定资产投资	336.52	14.2	376.40	14.3	-	8.6
社会消费品零售总额	184.54	10.8	203.90	10.5	216.48	8.5
进出口总额	232.73	9.0	268.10	15.0	268.39	10.2

资料来源：嘉善县政府网

工业经济方面，嘉善县近年工业经济发展态势良好，品牌木业家具、高档纺织服饰等传统产业保持较快发展，同时积极培育先进装备制造、电子信息等成为县域主导产业。根据《嘉善县“十三五”制造业发展规划》，到 2020 年，嘉善县将形成以电子信息、先进装备制造两大主导产业为支撑，节能环保、通用航空两大成长型产业为特色，木业家具、纺织服饰两大传统优势产业为基础的现代产业体系。嘉善县积极实施创新驱动战略，提出“二次创业再出发”。2017 年，嘉善县成功入选全省首批国家科技成果转化创建示范县、国家知识产权强县工程试点县，嘉善通信电子高新技术产业园区列入省级高新技术产业园区创建名单；木业家具产业创新服务综合体入选浙江省首批产业创新服务综合体，并获省财政专项激励资金支持。2018 年，全县规模以上工业企业实现研发经费支出 16.08 亿元，占地区生产总值的比重为 2.76%。

² 数据合计数与各项加总数存在差异系数数据“四舍五入”所致。

旅游业方面，嘉善县近年积极开发自身旅游资源，创建国家全域旅游示范区和大云国家级旅游度假区，其中，国家 5A 级旅游景区西塘古镇景区入选浙江省首批旅游风情小镇创建名单；大云镇正式发布“宠上云端”旅游品牌，歌斐颂巧克力小镇成为国家 4A 级景区；干窑镇新泾港景区创成国家 3A 级景区。2018 年，全县接待国内外游客 1717.43 万人次，同比增长 14.3%；实现国内外旅游总收入 214.72 亿元，同比增长 18.3%。

嘉善县近年固定资产投资保持较高增速，投资结构持续优化。2016-2018 年，嘉善县固定资产投资增速分别为 14.2%、14.3% 和 8.6%。分产业看，嘉善县第三产业投资增速较快，2018 年，嘉善县第二、第三产业投资同比分别增长 1.2% 和 15.0%。从投资方向来看，2018 年，嘉善县高新技术产业投资增长 17.3%，生态环境和公共设施投资增长 17.4%，交通运输投资增长 30.9%。

土地市场方面，近年来嘉善县土地市场景气度较高，土地出让总价在住宅用地的带动下逐年增加，2016-2018 年，嘉善县土地出让总价分别为 68.41 亿元、88.36 亿元和 92.65 亿元。

图表 2. 嘉善县土地市场交易情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积（万平方米）	325.97	269.30	252.99
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	90.79	56.75	59.63
商办用地出让面积（万平方米）	55.70	15.17	22.36
工业用地出让面积（万平方米）	179.29	166.87	169.20
土地出让总价（亿元）	68.41	88.36	92.65
其中：住宅用地出让总价（亿元）	54.65	76.44	81.94
商办用地出让总价（亿元）	7.51	2.42	3.47
工业用地出让总价（亿元）	6.05	6.61	7.14
土地出让均价（万元/亩）	2098.59	3281.14	3662.07
其中：住宅用地出让单价（元/平方米）	6019.76	13467.96	13741.16
商办用地出让单价（元/平方米）	1347.89	1592.53	1550.42
工业用地出让单价（元/平方米）	337.18	395.93	422.03

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营

该公司是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，主业涉及房地产、油气、水务、旅游、贸易、交通和服务等多个业务板块，近年营业收入保持稳步较快增长。其中水务和天然气业务具备区域专营优势，收入及盈利稳定性相对较强，近年受益于煤改气及用气企业增多等因素，公司天然气业务收入持续快速增长，对公司营业收入的贡献程度持续增加；旅游业务主要依托于西塘旅游，具备一定品牌优势，业务盈利能力相对较强，是公司营业毛利的最主要来源；房地产业务目前以保障性住房为主，业务盈利能力偏弱，公司在建及拟建多个房地产项目，后续将面临较大的资本性支出压力，同时项目类型逐步向商业办公拓展，面临一定资金回收风险。

该公司是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，主业涉及房地产、油气、水务、旅游、贸易、交通和服务等多个业务板块，近年营业收入保持稳步较快增长。2016-2018年及2019年第一季度，公司分别实现营业收入12.11亿元、15.85亿元、20.98亿元和4.48亿元。

图表3. 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	12.11	100	15.85	100	20.98	100	4.48	100
房地产	3.18	26.27	4.85	30.60	4.12	19.62	0.19	4.15
油气业务	1.14	9.39	2.69	16.96	4.74	22.58	1.38	30.69
水务业务	2.62	21.61	2.76	17.42	3.02	14.38	0.54	11.96
贸易业务	1.51	12.50	1.57	9.92	2.68	12.79	1.16	25.84
旅游业务	1.68	13.90	2.18	13.76	2.45	11.65	0.44	9.91
租赁服务	-	-	0.33	2.07	1.45	6.90	0.26	5.88
交通运输	1.02	8.38	0.92	5.79	1.00	4.75	0.18	4.04
服务	-	-	-	-	0.77	3.68	0.16	3.66
其他	0.96	7.95	0.55	3.48	0.77	3.65	0.17	3.86
综合毛利率		9.47		14.07		24.32		15.42
房地产		-12.24		-11.21		19.49		5.95
油气业务		22.09		17.84		13.28		14.36
水务业务		15.14		19.21		14.07		3.04
贸易业务		-2.49		0.44		-1.82		1.41
旅游业务		52.37		53.03		58.07		50.98
租赁服务		-		53.71		86.06		74.33
交通运输		-35.79		13.08		0.18		-30.67
服务		-		-		29.57		21.08
其他		42.39		55.01		52.15		27.89

资料来源：嘉善国投

（1）房地产业务

该公司房地产业务包括保障性住房、商品房和商业地产等，目前业务以保障性住房为主。公司保障性住房主要通过自筹资金建设，建成后由政府安排，按照指导价格向符合准购条件的对象定向销售。2016-2018年及2019年第一季度，公司保障房业务收入分别为2.88亿元、3.94亿元、2.88亿元和0.07亿元，受项目完工及销售周期影响收入规模有所波动。由于保障房项目具有较强的公益属性，业务盈利能力弱，同期，保障房业务毛利率分别为-14.61%、-7.81%、9.34%和-75.41%。截至2018年末，公司主要已完工保障房项目投资总额为15.78亿元，可售面积为23.75万平方米，已售面积为18.35万平方米，累计已回笼资金10.37亿元，剩余保障房拟根据拆迁地块需要定向安排或通过拍卖等方式实现存量房的去化。公司目前在建保障房项目主要为魏塘街道善和苑公寓房，项目于2018年12月开工，预计总投资11.97亿元，规划建筑面积29.97万平方米，截至2019年3月末，公司已完成投资0.77亿元。此外，公司拟建大西

门、兴贤路和直属库等安置房项目，预计总投资合计为 31.60 亿元。

商品房及商业地产方面，该公司业务规模相对较小，2017 年以来主要受紫竹苑项目实现销售并结转收入，公司商品房业务收入有所增长。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司商品房业务收入分别为 0.31 亿元、0.91 亿元、1.24 亿元和 0.12 亿元，业务毛利率分别为 10.09%、-25.99%、43.03% 和 53.87%，其中，2017 年业务毛利亏损主要由于当期对部分存量别墅进行拍卖价格相对较低所致。公司目前在建商品房项目仅 1 个，为白水塘路南侧小区（云泽嘉苑）项目，项目于 2018 年 5 月开工，预计总投资 9.60 亿元，规划建筑面积 14.97 万平方米，截至 2019 年 3 月末，已完成投资 4.88 亿元。商业地产方面，公司在建平川商贸中心二期，预计总投资 1.19 亿元，截至 2019 年 3 月末，已完成投资 0.78 亿元。此外，公司拟建善成长租公寓等项目，预计总投资合计为 28.40 亿元。

图表 4. 公司在建及拟建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目类型	建设期	预计总投资	规划建筑面积	已完成投资
在建项目：					
嘉善县魏塘街道善和苑公寓房	保障房	2018.12-2020.12	11.97	29.97	0.77
白水塘路南侧小区（云泽嘉苑）	商品房	2018.5-2020.8	9.60	14.97	4.88
平川商贸中心二期	商业地产	2017.4-2019.12	1.19	4.05	0.78
在建项目小计	-	-	22.76	48.99	6.43
拟建项目：					
大西门安置房	保障房	2019.12-2022.12	16.30	21.00	-
兴贤路安置房	保障房	2019.12-2022.12	7.50	12.50	-
直属库安置房	保障房	2019.12-2022.12	7.80	9.60	-
嘉善县善成长租公寓	住宅	2019.6-2022.6	3.00	2.50	-
嘉善县职训研发中心	办公（培训学校）	2019.8-2021.8	0.87	1.30	-
嘉善县健康护理中心	办公（医疗培训）	2019.12-2023.12	4.53	4.26	-
嘉善金融创新中心	办公	2019.12-2021.12	20.00	15.00	-
拟建项目小计	-	-	60.00	66.16	-
合计	-	-	82.76	115.15	6.43

资料来源：嘉善国投（截至 2019 年 3 月末）

整体来看，该公司目前房地产业务以存量保障房销售为主，业务综合盈利能力较弱。公司未来除保障性住房投资外，拟向办公等商住房地产项目拓展，在建及拟建房地产项目后续资金投入需求较大，将面临较大的资本性支出压力，此外办公等商住房地产项目以自主租售为主，项目面临一定资金回收风险。

（2）油气业务

该公司油气业务主要由嘉善县城乡天然气有限责任公司及嘉善县中国石化经营有限公司负责运营，包括天然气和石油销售等业务。近年来，受益于煤改气及公司新设加油站等因素，公司油气业务收入逐年较大幅增长，已成为公司营业收入的最主要来源，2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现油气业务收入 1.14 亿元、2.69 亿元、4.74 亿元和 1.38 亿元。但受人工、管网折

旧等成本增加较多等因素影响，业务毛利率呈下滑趋势，同期分别为 22.09%、17.84%、13.28% 和 14.36%。

该公司天然气销售对象包括居民、企业及车用燃气，目前以企业用气为主。近年受益于煤改气及嘉善县房地产市场快速发展等因素，公司天然气销售量逐年大幅增长，2016-2018 年分别为 3094 万立方米、8601 万立方米和 14797 万立方米，其中，2018 年，企业、居民天然气和车用燃气销售量分别为 14082 万立方米、715 万立方米和 378.54 万立方米。截至 2018 年末，公司拥有天然气管网 1246 公里。车用燃气方面，公司通过自有加气站对出租车、公交等车辆提供车用燃气销售服务，目前仅拥有站前路 1 个加气站，业务规模较小，未来公司将规划建设西塘加气站，以满足增长的车用燃气需求。公司石油销售业务为 2017 年新开展业务，2017 年 9 月以来先后设立善通、长江路和翔盛 3 个加油站，2018 年累计实现成品油销售 1.04 万吨，实现石油销售收入 0.82 亿元。

(3) 水务业务

该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等，以供水业务为主，经营主体主要为子公司嘉善县水务控股集团有限公司（简称“水务集团”）。近年公司水务业务收入保持稳步增长，2016-2018 年，公司分别实现水务业务收入 2.62 亿元、2.76 亿元和 3.02 亿元，业务毛利率分别为 15.14%、19.21% 和 14.07%。2019 年第一季度，受季节性因素影响，公司水务业务收入和毛利率均大幅降低，分别为 0.54 亿元和 3.04%。

供水业务方面，该公司是嘉善县唯一的供水企业，业务具备区域专营优势，近年随着供水量的稳步增加，公司供水业务收入保持增长，是水务业务收入的最主要来源。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司供水量分别为 7317 万吨、7632 万吨、7730 万吨和 1846 万吨，供水业务收入分别为 1.52 亿元、1.57 亿元、1.58 亿元和 0.32 亿元，业务毛利率分别为 20.51%、23.59%、17.28% 和 -11.32%。截至 2018 年末，公司共拥有丁栅和魏塘 2 家自来水厂，设计供水能力为 31.00 万吨/日，拥有自来水管网 2611.94 公里。为确保高峰期的供水安全，公司目前在建丁栅水厂二期，设计供水能力 5 万吨/日，预计总投资 0.74 亿元，截至 2018 年末已投资 0.32 亿元。

图表 5. 公司供水业务运营情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
供水能力（万吨/日）	31.00	31.00	31.00	31.00
供水总量（万吨）	7317	7632	7730	1846
售水总量（万吨）	5735	5942	6140	1336
产销差率（%）	21.62	22.14	20.57	27.63
管网漏损率（%）	11.93	11.92	11.96	12.08
管网总长度（公里）	2543.23	2608.84	2611.94	2611.94

资料来源：嘉善国投

污水处理业务方面，该公司污水处理范围覆盖嘉善县主城区，包括魏塘、罗星和惠民三个街道以及姚庄、干窑、大云三个镇，近年业务收入保持稳步增长。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现污水处理业务收入 0.69 亿元、0.76 亿元、0.81 亿元和 0.16 亿元，业务毛利率分别为-6.89%、0.30%、-5.85%和 7.25%。公司目前污水处理能力相对有限，部分污水需通过外送至嘉兴市处理厂进行处理。为更好地满足嘉善县污水处理需求，公司近年加快进行污水设备和厂房扩建，2018 年公司基本完成嘉善县大成环保污水厂扩容工程的建设，增加污水处理能力 3.5 万吨/日，项目预计总投资 2.50 亿元，截至 2018 年末已投资 1.26 亿元，预计于 2019 年投入运营。此外，公司 2018 年新建东部污水处理厂工程，计划增加污水处理能力 5 万吨/日，项目计划总投资 5.91 亿元，截至 2018 年末已投资 1.15 亿元，预计于 2021 年建成投产。

(4) 贸易业务

该公司贸易业务主要包括粮油收储及大宗商品贸易，2018 年，为控制业务经营风险，公司不再进行废旧金属贸易，转而开始从事以钢材为主的供应链贸易，贸易业务收入规模快速增加，但业务盈利能力弱，且受政策性储粮等因素影响，部分年度贸易业务毛利呈小幅亏损。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现贸易业务收入 1.51 亿元、1.57 亿元、2.68 亿元和 1.16 亿元，业务毛利率分别为-2.49%、0.44%、-1.82%和 1.41%。目前公司供应链贸易下游客户主要为杭州热联集团股份有限公司，未来公司将积极拓展供应链贸易业务，同时依托贸易开展供应链金融服务，业务收入预计将持续快速增长，但业务市场化程度高，且存在一定垫资压力，业务经营面临较大的风控压力。

(5) 旅游业务

该公司旅游业务经营主体为浙江西塘旅游文化发展有限公司（简称“西塘旅游”），业务开展主要依托于西塘，收入主要来源于门票销售、游船游览、停车服务和旅行社带团收入，其中以景区门票收入为主。西塘作为国家 5A 级旅游景区、江南六大古镇之一，具备一定品牌优势，近年随着西塘游客接待人数的持续增加，公司旅游业务收入保持稳步增长，同时业务盈利能力较强，是公司营业毛利的最主要来源。2016-2018 年，西塘古镇接待游客人数分别为 778.60 万人、918.00 万人和 1016.28 万人，公司分别实现旅游业务收入 1.68 亿元、2.18 亿元和 2.45 亿元，业务毛利率分别为 52.37%、53.03%和 58.07%。未来公司将逐步拓展 OTA 预订平台、文创 IP 等旅游相关业务以突破“门票经济”，实现公司旅游业务收入的持续增长。

(6) 交通业务

该公司交通业务主要经营主体为子公司嘉善县交通建设投资集团有限公司（简称“交投集团”），业务包括城际客运、等级公路收费及汽车租赁等。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司交通业务分别实现收入 1.02 亿元、0.92 亿元、1.00 亿元和 0.18 亿元，业务毛利率分别为-35.79%、13.08%、0.18%和

-30.67%。2017 年公司将公交业务主要经营主体嘉善县城市公交有限公司股权无偿划出，不再从事公交业务，受此影响，公司交通业务收入有所下滑，但盈利能力大幅改善。2018 年以来，受汽车租赁业务尚处于拓展期，新车投放及人工等成本大幅上升等因素影响，公司交通业务毛利率持续较大幅下滑。

具体来看，该公司等级公路收费全部来源于公司唯一的一级收费公路平黎公路（嘉善段），合计里程 38.94 公里，2016-2018 年通行费收入分别为 0.30 亿元、0.35 亿元和 0.40 亿元。汽车租赁业务为公司 2017 年新开展业务，经营主体为公司控股子公司环球车享嘉善汽车租赁有限公司（简称“环球车享”），业务以新能源汽车分时租赁为主。由于业务尚处于拓展期，业务收入规模很小，2018 年，公司实现电动车分时租赁收入 403.95 万元。截至 2019 年 3 月末，公司已投入运营车辆 350 辆，建成租车网点 106 个，充电桩 647 个。

(7) 其他业务

该公司是嘉善县重要的城建主体，下属子公司嘉善县城市建设投资集团有限公司（简称“城投集团”）、交投集团均在嘉善县城市基础设施中承建部分基础设施项目。具体业务模式方面，公司根据每年初嘉善县政府下发的规划进行项目建设，资金来源主要包括财政拨款和外部融资。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 2018 年末，公司市政基础设施建设工程项目已投入尚未结算成本为 38.87 亿元，收到市政基础设施项目财政资金拨付余额为 21.74 亿元。公司目前主要在建基础设施项目计划总投资 56.69 亿元，截至 2018 年末累计已完成投资 10.12 亿元。此外，公司拟建基础项目预计总投资 8.74 亿元，建设资金将主要来源于县财政预算资金。

该公司还从事服务、租赁服务等业务，其中，服务业务经营主体为 2017 年末并入的嘉善县君泰保安服务有限公司（简称“君泰保安”）、嘉善县君安机动车安全性能检测有限公司和嘉善县机动车驾驶员培训学校有限公司，业务主要涉及保安服务、驾校和汽车检测等，2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现服务业务收入 0.77 亿元和 0.16 亿元。租赁服务业务主要为公司本部与子公司嘉善县资产经营有限公司（简称“资产经营公司”）的物业出租，以政府单位门面资产出租为主，近年随着可租赁面积的增加，公司租赁服务业务收入实现较快增长，2018 年租赁服务业务收入为 1.45 亿元，较上年增加 1.12 亿元，业务毛利率为 86.06%。

管理

该公司为国有独资企业，嘉善县财政局为公司唯一股东及实际控制人。公司法人治理结构较健全，同时制定了较完善的内部管理制度体系，可较好地保障公司经营有序开展。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

截至 2019 年 3 月末，该公司注册资本和实收资本均为 3.85 亿元，嘉善县财政局为公司唯一股东及实际控制人。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司根据《公司法》等相关法律法规的要求规范运作，建立健全法人治理机制。公司不设股东会，由嘉善县财政局行使股东会职权。公司设有董事会和监事会，董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 名，职工代表 1 名，其中，非职工代表董事由嘉善县财政局委派，董事长由嘉善县财政局从董事会成员中指定。公司监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 1 名，职工代表 2 名，非职工代表监事由嘉善县财政局委派。公司设总经理 1 名，由董事会聘用或解聘，对董事会负责。公司的高级管理人员大多具有多年的相关业务经验，整体素质较高，有助于公司的经营决策及管理。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司的关联交易主要涉及关联方担保及关联方应收应付款项。截至 2018 年末，公司与关联方其他应收款余额为 2.58 亿元，全部为应收嘉善县财政局的往来款；与关联方其他应付款余额为 5.49 亿元，为应付嘉善县财政局下属企业嘉善县善成实业有限公司（简称“善成实业”）的往来款。此外，关联担保方面，截至 2018 年末，公司对联营企业嘉善经济技术开发区实业有限公司（简称“嘉善经开”）的担保余额为 5.30 亿元，对善成实业担保余额 5.55 亿元，共计 10.85 亿元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据业务与行政管理的需要设置了综合部、计划财务部、投资发展部、风险控制部、项目建设中心等 5 个职能部门，各部门职责分工明确，协作顺畅，能够较好地对人事、财务、子公司管理、对外担保等方面进行有效管控。公司组织结构图详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司根据相关法律法规、规范性文件的要求，逐步建立健全内部管理制度，形成了涵盖财务管理、子公司管理、对外担保管理等方面的内部管理体系，为公司日常运营提供了较好的制度保障。

财务管理方面，该公司根据自身经营特点制定了《财务管理制度》，对财

务人员、资金审批、现金管理、发票管理等多个方面做出详细规定。公司通过健全内部岗位职责、规范工作流程和权限管理等措施，保障资金的使用安全。

子公司管理方面，该公司将财务、重大事项、招投标及内审等方面工作纳入统一的管理体系，并制定统一的管理制度。公司定期取得各子公司的月度、季度、半年度及年度报告。通过强化对子公司经营过程的监控，公司基本能实现对子公司重大事项的监控。

对外担保管理方面，该公司仅对国有或国有控股公司提供担保，且需结合被担保人的资信情况，严格审查担保合同约定的各项义务性条款，并要求被担保人按季度提供财务报表、还本付息情况等资料。财务管理部指定专员负责对外担保事项的统一簿记管理。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部 2019 年 5 月 16 日《企业信用报告》，公司本部无不良信贷记录。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 2019 年 5 月 30 日，公司本部未存在重大异常情况。

3. 发展战略

该公司未来将立足嘉善、围绕自身优势，抢抓长三角一体化发展重大机遇，按照“储备一批、论证一批、审批一批、落地一批”的总体思路，巩固和开拓在房产物业、城市运营、片区开发、乡村振兴、产业基金、贸易金融等多个领域的战略性投资。

财务

近年来，该公司负债规模扩张较快，资产负债率逐年上升，偿债压力持续加大。但公司目前债务期限结构尚合理，水务、油气、旅游等主营业务收入持续增长且业务资金回笼能力较强，此外，公司货币资金储备较充裕，外部融资渠道较畅通，整体债务偿付保障程度较高。

1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2018 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行最新企业会计准则。

2017 年该公司划出交投集团下属嘉善县城市公交有限公司以剥离持续亏损的公交业务，同时新设环球车享以开展汽车分时租赁业务，并无偿受让君泰保安等从事服务业务的子公司股权。2019 年 1 月，为统筹资源，公司原一级

子公司嘉善县商业开发投资集团有限公司与城投集团合并，保留城投集团的同时注销商投集团。截至 2019 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司共 56 家，其中主要一级子公司包括城投集团、水务集团、交投集团、西塘旅游、资产经营公司和嘉善国贸实业有限公司等。

经该公司管理层批准，公司自 2018 年 1 月 1 日起对投资性房地产的后续计量方法由成本模式变更为公允价值模式，并对 2017 年合并及母公司报表相关科目进行追溯调整，调增合并口径投资性房地产、未分配利润、递延所得税负债金额分别为 10.07 亿元、6.55 亿元和 3.42 亿元。此外，公司对很多会计科目进行了前期会计差错更正，并采用追溯重述法，主要包括：公益性资产不满足在建工程、存货的定义，应重分类至其他非流动资产，与其对应的政府补助重分类至其他非流动负债，据此公司调减 2017 年末在建工程 25.69 亿元，相应增加其他非流动资产，以及调减 2017 年末专项应付款 15.12 亿元，相应增加其他非流动负债。故本评级报告 2017 年数据采用公司 2018 年审计报告（会审字[2019]0004 号）期初数及上期数。

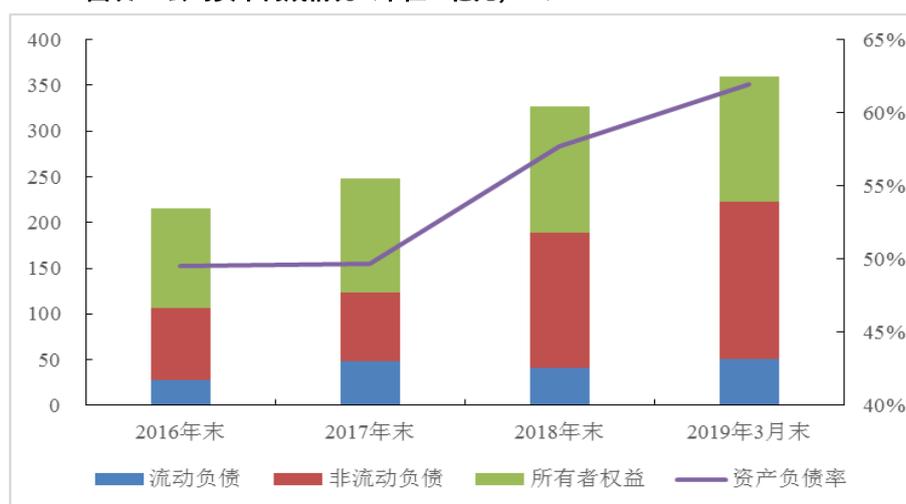
2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

近年随着在建保障房、基础设施等项目的持续投入，该公司负债总额较快速扩张，资产负债率逐年攀升。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 106.44 亿元、123.42 亿元、188.67 亿元和 222.77 亿元，资产负债率分别为 49.52%、49.67%、57.73%和 61.96%。

图表 6. 公司资本构成情况（单位：亿元，%）



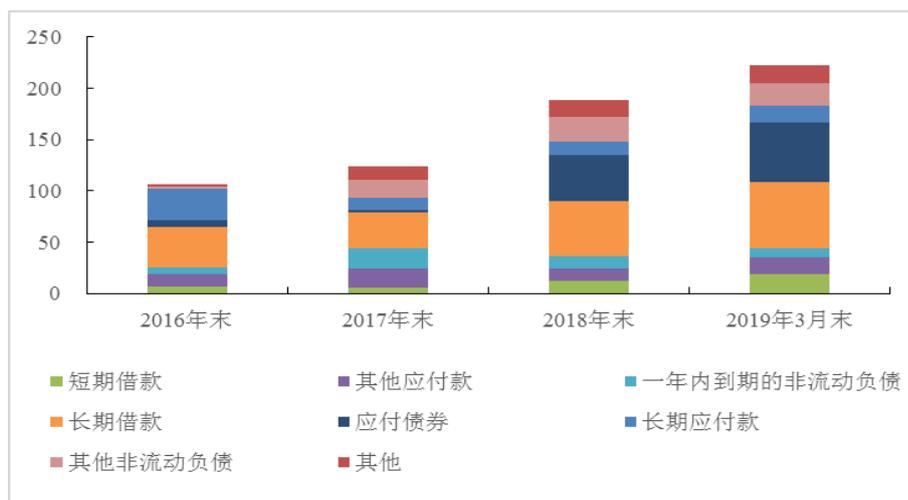
注：根据嘉善国投提供的数据整理、绘制

该公司负债以非流动负债为主，且 2018 年以来公司增量债务以长期为主，债务期限结构进一步优化，与公司基础设施和保障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。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 281.72%、156.63%、360.84% 和 338.82%。

从负债构成来看，该公司负债主要集中于银行借款、应付债券等刚性债务、其他非流动负债、长期应付款和其他应付款，2018 年末占负债总额的比重分别为 67.13%、12.77%、7.19% 和 6.35%。其中，其他非流动负债余额为 24.09 亿元，主要为市政项目财政拨款，包括基础设施建设工程项目资金 21.74 亿元、管道燃气设施预埋费 1.77 亿元及廉租房建设资金 0.58 亿元；长期应付款余额为 13.56 亿元，包括长期应付款 4.75 亿元和专项应付款 8.80 亿元，其中长期应付款主要包括应付国开发展基金有限公司、中国农发重点建设基金有限公司和人才公寓房款分别为 1.70 亿元、1.28 亿元和 0.64 亿元，专项应付款主要为部分非公益性项目财政拨款；其他应付款余额为 11.99 亿元，主要为与善成实业、嘉善县土地储备中心、嘉善县统一征地办公室等单位的往来款以及工程质保金和押金，2018 年末公司对上述单位的应付往来款余额分别为 5.49 亿元、0.95 亿元和 0.67 亿元，工程质保金及押金余额为 1.54 亿元。2019 年 3 月末，公司刚性债务较 2018 年末较大幅增加 21.64% 至 154.06 亿元，占负债总额的比重较 2018 年末上升 2.03 个百分点至 69.16%。除此之外，公司其他负债构成较 2018 年末无显著变化。

图表 7. 公司负债构成情况（单位：亿元）



注：根据嘉善国投提供的数据整理、绘制

B. 刚性债务

该公司融资原以金融机构借款为主，2018 年以来债券发行量大幅增加，成为公司融资的另一主要渠道。公司 2018 年以来刚性债务快速扩张，债务偿付压力显著加大，但新增刚性债务以长期为主，短期债务集中偿付压力尚可控。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 62.71 亿元、66.30 亿元、126.65 亿元和 154.06 亿元，其中短期刚性债务余额分别为 13.45 亿元、26.21 亿元、24.73 亿元和 28.98 亿元。

2018 年末，该公司金融机构借款余额为 74.48 亿元，占刚性债务的比重为

58.80%。公司金融机构借款以保证借款和质押借款为主，2018 年末公司长期借款中保证借款和质押借款占比分别为 30.23%和 27.73%，其中保证借款主要为集团内部互保，质押物包括银行定期存单、应收账款及公路收费权等。公司原金融机构借款主体基本集中于下属子公司，2018 年起，公司本部开始通过金融机构进行融资，新增中长期借款成本区间为 5.46%-6.50%。

2018 年末，该公司应付债券（含一年内到期的应付债券）余额为 47.93 亿元，占刚性债务的比重为 37.84%。2019 年以来，公司本部先后发行短期融资券、非公开定向债务融资工具和非公开公司债各 1 期，债券余额继续较大幅度增加。截至 2019 年 5 月末，公司本部尚在存续期的债券余额合计为 57.00 亿元。此外，公司下属子公司西塘旅游 2018 年以来先后发行资产支持专项计划、资产支持票据和非公开公司债，截至 2019 年 5 月末，西塘旅游存续债券余额为 27.15 亿元。

图表 8. 公司本部存续债券概况（截至 2019 年 5 月末）

债券简称	发行金额（亿元）	期限（年）	债券余额（亿元）	发行利率（%）	起息日期
12 嘉善债	10.00	7	2.00	6.80	2012.6.6
18 嘉善 01	15.00	5	15.00	6.20	2018.7.24
18 嘉善 02	5.00	5	5.00	6.70	2018.7.24
18 嘉善 03	10.00	5	10.00	5.50	2018.11.13
18 嘉善国投债	8.00	7	8.00	5.19	2018.12.17
19 嘉善国资 CP001	7.00	1	7.00	3.50	2019.1.18
19 嘉善国资 PPN001	5.00	5	5.00	4.73	2019.1.28
19 嘉善 01	5.00	7	5.00	4.97	2019.4.30
合计	65.00	-	57.00	-	-

资料来源：嘉善国投

C. 或有负债

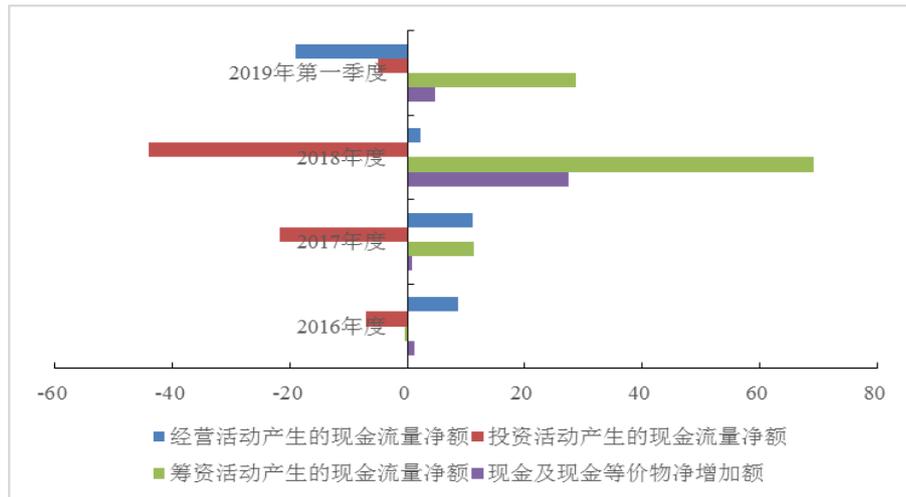
截至 2018 年末，该公司对外担保余额为 75.87 亿元（担保明细参见附录四），担保比率为 54.92%。公司担保对象以嘉善县国有企业为主，主要包括嘉善县干窑城镇投资开发有限公司、嘉善陶庄再生资源有限公司、嘉善县银通有限公司、嘉善县大云旅游投资管理有限公司和嘉善县魏塘新市镇投资建设有限公司等，截至 2018 年末，公司对上述公司提供担保余额总计 37.71 亿元，占公司对外担保余额的 57.99%。整体看，公司对外担保对象较多且余额较大，面临一定的代偿风险。

(2) 现金流分析

该公司水务、油气、旅游等主营业务资金回笼能力均较强，但受往来资金的净额波动，公司经营性净现金流存在一定波动性。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 90.29%、102.38%、113.89%和 96.24%，经营活动现金流量净额分别为 8.61 亿元、11.15 亿元、2.30 亿元和-19.06 亿元。随着在建保障房、基础设施等项目的持续投入，公司投资活动现金流持续较大

额净流出。同期，公司投资活动现金流量净额分别为-7.12 亿元、-21.70 亿元、-44.07 亿元和-4.97 亿元，其中 2018 年收回投资收到的现金及投资支付的现金大幅增加主要系公司本部将闲置资金用于国债逆回购所致。公司经营和投资活动资金缺口主要通过银行借款和政府资金拨付等方式弥补，2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.34 亿元、11.35 亿元、69.27 亿元和 28.72 亿元。

图表 9. 近年来公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据嘉善国投提供的数据整理、绘制

该公司 EBITDA 逐年小幅增加，但公司刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务的保障程度仍偏低。2016-2018 年，公司 EBITDA 分别为 5.72 亿元、6.32 亿元和 6.41 亿元，对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.08 倍、0.10 倍和 0.07 倍。

图表 10. 公司 EBITDA 及经营性净现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.43	1.68	1.44
EBITDA/刚性债务(倍)	0.08	0.10	0.07
经营性现金净额(亿元)	8.61	11.15	2.30
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	23.58	29.34	5.18
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	7.95	9.70	1.48

资料来源：嘉善国投

(3) 资产质量分析

该公司近年持续获得股东和政府资产、资本金注入及政府债务置换资金拨付等方面较大力度的支持，资本实力逐年增强。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 108.49 亿元、125.04 亿元、138.14 亿元和 136.74 亿元，其中，资本公积分别为 91.51 亿元、99.34 亿元、107.09 亿元和 107.09 亿元。2017 年末资本公积增加主要为公司收到嘉善县财政局拨付的杭州湾跨海大桥北接线高速公路二期项目资本金 5.00 亿元、嘉善县政府无偿划拨的价

值 20.39 亿元的国有股权³以及嘉善县国资局对公司 20.98 亿元的国有房产等经营性资产，同期，嘉善县国资局将嘉善县城市基础设施投资有限公司 100% 国有股权从公司无偿划出，期末公司减少资本公积 43.07 亿元；2018 年末资本公积增加主要为公司及子公司收到嘉善县政府无偿划入资产和资金分别为 5.59 亿元和 0.20 亿元，以及公司对联营企业嘉善经开增资 5.8 亿元，导致资本公积增加 2.61 亿元，同期，嘉兴市善通运输（集团）有限公司将资产无偿划转至嘉善县城市公交有限公司，导致资本公积减少 0.67 亿元。

随着基建、保障房等项目的持续投入，以及融资力度加大使账面货币资金较大幅增加，该公司资产总额逐年稳步增长。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产总额分别为 214.92 亿元、248.46 亿元、326.81 亿元和 359.51 亿元。其中，2017 年，公司获得较大规模股权和嘉善县城区的商铺等资产划入，同时划出拥有较多划拨土地的原子公司嘉善县城市基础设施投资有限公司，年末公司资产结构转为以非流动资产为主。同期末，公司非流动资产占资产总额的比重分别为 34.39%、57.70%、56.38% 和 51.90%。

该公司非流动资产主要集中于投资性房地产、其他非流动资产、长期股权投资、固定资产、可供出售金融资产和在建工程，2018 年末占非流动资产的比重分别为 34.81%、23.19%、14.06%、9.16%、8.70% 和 7.76%。其中，2018 年末投资性房地产余额为 64.14 亿元，主要为用于出租的物业资产，较 2017 年末大幅增加 19.38 亿元，主要系公司本部在上海虹桥购入账面价值为 6.98 亿元的物业资产、子公司西塘旅游原自用的物业转为出租增加投资性房地产 7.39 亿元以及嘉善县政府划入的国有资产 5.59 亿元；其他非流动资产余额为 42.73 亿元，主要为公司在建的市政基础设施建设工程项目；长期股权投资余额为 25.90 亿元，主要为对嘉善经开的股权投资，较上年末增长 47.40%，主要系公司 2018 年对嘉善经开实缴增资 5.00 亿元⁴，截至 2018 年末，公司对嘉善经开的投资余额为 25.60 亿元，持股比例为 46.15%；固定资产余额为 16.87 亿元，主要为房屋建筑物及管网资产等；可供出售金融资产余额为 16.04 亿元，以政府性投资为主，主要投资对象包括嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司、嘉兴市申嘉湖高速公路投资开发有限公司、嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司、嘉兴市原水投资有限公司（简称“嘉兴原水投资”）和浙江善庆生态旅游开发有限公司（简称“善庆生态”），2018 年末投资余额分别为 5.16 亿元、3.05 亿元、2.59 亿元、1.00 亿元和 1.00 亿元，持股比例分别为 1.47%、16.86%、12.94%、12.48% 和 50.00%，其中嘉兴原水投资和善庆生态为公司 2018 年新增投资对象，善庆生态为公司与浙江省庆元县当地国企合资成立，主要从事庆元-嘉善生态旅游文化产业园的投资运营；在建工程余额为 14.29 亿元，主要为公司在建的水务管道工程和善江公路改拓建提升工程等。

该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2018 年末占

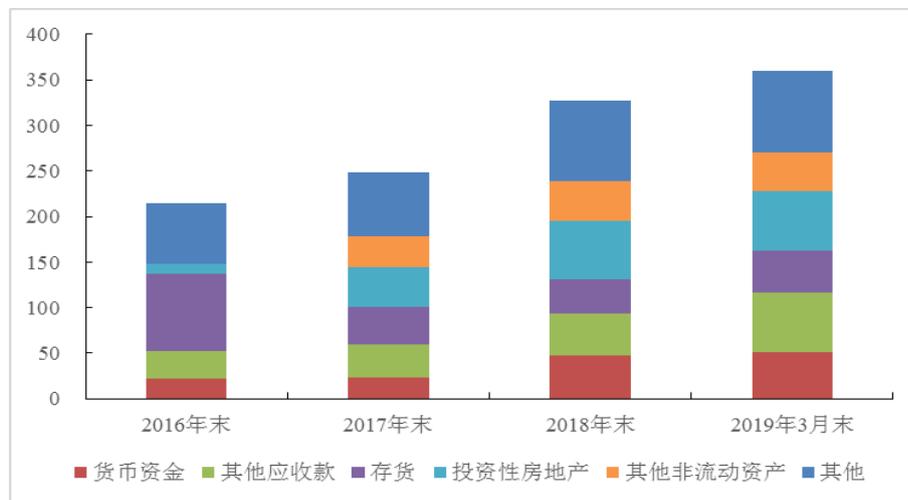
³ 包括价值 2.64 亿元嘉善县君泰保安服务有限公司 100% 股权、价值 0.39 亿元嘉善县金嘉矿产投资开发有限公司 100% 股权、价值 0.02 亿元嘉善县城市管理服务有限公司 100% 股权及价值 17.35 亿元经开区公司 35.00% 的股权。

⁴ 计划增资 5.80 亿元，本期实缴出资 5.00 亿元。

流动资产的比重分别为 33.12%、32.16%和 27.05%。其中,货币资金余额为 47.21 亿元,受 2018 年融资力度加大影响较上年末大幅增加 105.40%,其中受限货币资金 5.01 亿元;其他应收款余额为 45.84 亿元,主要为与嘉善县当地企事业单位的往来款,应收对象较多,前五大应收对象为嘉善县嘉正房屋征收服务中心、嘉善县西塘新市镇投资开发有限公司、嘉善县西塘村镇基础设施建设有限公司、嘉善县北部新城开发建设有限公司和嘉善县嘉和房屋征收服务中心,应收往来款合计达 27.42 亿元;存货余额为 38.55 亿元,主要为保障房等项目的开发成本。

2019 年 3 月末,该公司其他应收款受往来净流出增加影响较 2018 年末增长 45.00%至 66.32 亿元,存货受房地产等项目开发成本增加较 2018 年末增长 19.23%至 45.97 亿元,除此之外,公司其他资产构成较 2018 年末无显著变化。

图表 11. 公司资产构成及变化情况 (单位: 亿元)



注: 根据嘉善国投提供的数据整理、绘制

(4) 流动性/短期因素

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末, 该公司流动比率分别为 505.72%、218.52%、348.16%和 340.63%, 速动比率分别为 198.72%、130.36%、251.02%和 242.38%, 指标处于较高水平。但公司流动资产中保障房等项目开发成本和其他应收款占比较高, 款项回收易受区域房地产市场政策、景气度及相关占款单位的实际支付情况影响, 存在一定不确定性, 公司实际资产流动性偏弱。同期末, 公司货币资金余额分别为 22.62 亿元、22.99 亿元、47.21 亿元和 50.70 亿元, 短期刚性债务现金覆盖率分别为 168.16%、87.72%、190.93%和 174.93%, 货币资金储备相对充裕, 能对即期债务偿付形成较强保障。

资产受限方面, 截至 2018 年末, 该公司受限资产账面价值 27.19 亿元, 占资产总额的比重为 8.32%, 主要包括 8.69 亿元存货、8.67 亿元投资性房地产及 5.01 亿元货币资金等用于借款抵质押。

图表 12. 截至 2018 年末公司受限资产情况

项目	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	5.01	10.61	借款质押、保证金
存货	8.69	22.54	借款抵押
固定资产	1.68	9.96	借款抵押
无形资产	2.47	86.65	借款抵押
投资性房地产	8.67	13.52	借款抵押
其他非流动资产	0.62	1.45	借款抵押
在建工程	0.05	0.35	借款抵押
合计	27.19	-	-

资料来源：嘉善国投

3. 公司盈利能力

近年随着油气、旅游、水务等业务收入的持续增加，该公司营业收入逐年稳步增长，同时主要受租赁服务、旅游等毛利率相对较高业务收入贡献度增加影响，公司综合毛利率有所提升。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现营业收入 12.11 亿元、15.85 亿元、20.98 亿元和 4.48 亿元，综合毛利率分别为 9.47%、14.07%、24.32% 和 15.42%。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主，费用规模较大，对公司利润侵蚀较严重。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司期间费用分别为 4.94 亿元、4.12 亿元、5.62 亿元和 1.91 亿元，期间费用率分别为 40.78%、25.99%、26.79% 和 42.69%，其中，管理费用分别为 1.81 亿元、1.72 亿元、2.13 亿元和 0.65 亿元，财务费用分别为 2.37 亿元、1.51 亿元、2.38 亿元和 0.96 亿元。

该公司主营业务盈利能力较弱，加之较大规模的期间费用侵蚀，公司经营性业务利润持续亏损，净利润水平高度依赖于政府补助。2016-2018 年，公司分别收到政府补助 5.63 亿元、4.28 亿元和 2.53 亿元，净利润分别为 0.83 亿元、2.02 亿元和 1.62 亿元。2019 年第一季度，公司基本尚未收到政府补助，受此影响，净利润呈亏损，为-1.39 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司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。公司主业涉及房地产、油气、水务、旅游、贸易、交通和服务等多个业务板块，近年营业收入保持稳步较快增长。公司 2018 年以来债务扩张较快，资产负债率逐年较大幅上升，偿债压力持续加大，但公司目前债务期限结构尚合理，且部分主业资金回笼能力强，能对即期债务偿付提供较强保障。

2. 外部支持因素

该公司作为嘉善县重要的国有资产运营主体，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，2016-2018年，公司获得的资产和资金注入分别为8.51亿元、50.20亿元和6.80亿元，政府补助分别为5.63亿元、4.28亿元和2.53亿元。

此外，该公司与金融机构保持良好的长期合作关系，截至2019年3月末，公司合并口径综合授信总额为148.08亿元，其中尚未使用额度为56.26亿元。

评级结论

该公司为国有独资企业，嘉善县财政局为公司唯一股东及实际控制人。公司法人治理结构较健全，同时制定了较完善的内部管理制度体系，可较好地保障公司经营有序开展。

该公司是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，主业涉及房地产、油气、水务、旅游、贸易、交通和服务等多个业务板块，近年营业收入保持稳步较快增长。其中水务和天然气业务具备区域专营优势，收入及盈利稳定性相对较强，近年受益于煤改气及用气企业增多等因素，公司天然气业务收入持续快速增长，对公司营业收入的贡献程度持续增加；旅游业务主要依托于西塘旅游，具备一定品牌优势，业务盈利能力相对较强，是公司营业毛利的最主要来源；房地产业务目前以保障性住房为主，业务盈利能力偏弱，公司在建及拟建多个房地产项目，后续将面临较大的资本性支出压力，同时项目类型逐步向商业办公拓展，面临一定资金回收风险。近年来，公司负债规模扩张较快，资产负债率逐年上升，偿债压力持续加大。但公司目前债务期限结构尚合理，水务、油气、旅游等主营业务收入保持增长且业务资金回笼能力较强，此外，公司货币资金储备较充裕，外部融资渠道较畅通，整体债务偿付保障程度较高。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2020 年 6 月 2 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

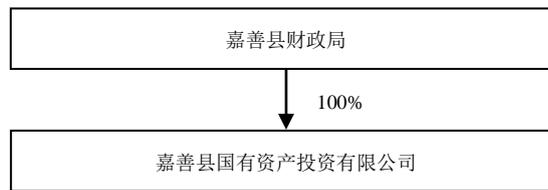
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

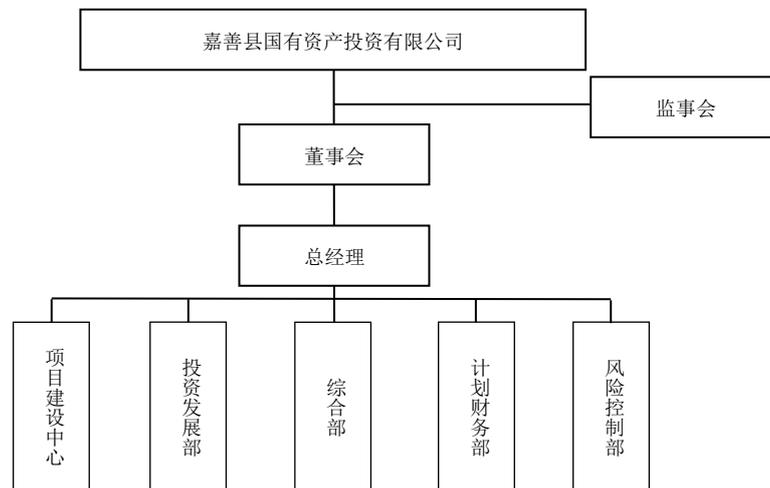
公司与实际控制人关系图



注：根据嘉善国投提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据嘉善国投提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
嘉善县国有资产投资有限公司	嘉善国投	—	基建、国有资产经营等	57.13	91.15	1.12	0.61	-5.85	本部
嘉善县资产经营有限公司	资产经营公司	100	国有资产经营管理等	-	4.11	0.01	-0.01	0.02	
嘉善县城市建设投资集团有限公司	城投集团	100	城市基础设施建设等	30.05	22.92	8.02	1.34	30.05	
嘉善县水务控股集团有限公司	水务集团	100	水务基础设施建设等	8.35	6.40	3.16	-0.47	8.35	
嘉善县交通建设投资集团有限公司	交投集团	100	交通基础设施建设	5.86	6.82	2.16	0.06	5.86	
浙江西塘旅游文化发展有限公司	西塘旅游	57.17	旅游产品开发等	24.01	8.40	2.43	0.26	-2.80	

注：根据嘉善国投提供资料整理

附录四：

截至 2018 年末公司对外担保情况

担保对象	担保金额（万元）
嘉善县干窑城镇投资开发有限公司	100054.00
嘉善陶庄再生资源有限公司	94000.00
嘉善县银通有限公司	78000.00
嘉善县善成实业有限公司	55450.00
嘉善大云旅游投资管理有限公司	55000.00
嘉善经济开发区实业有限公司	53000.00
嘉善县魏塘新市镇投资建设有限公司	50000.00
嘉善红菱建设开发有限公司	40760.00
嘉善姚庄工业投资开发有限公司	37540.59
嘉善县罗星街道新市镇投资开发有限公司	35000.00
嘉善大云旅游实业有限公司	30000.00
嘉善县姚庄镇投资开发有限公司	21750.00
浙江西塘实业有限公司	20000.00
嘉善陶庄污水处理工程有限公司	15000.00
嘉兴胥塘仓储有限公司	12600.00
嘉善县魏新工程建设有限公司	11800.00
嘉善县姚庄新市镇投资开发有限公司	10700.00
嘉兴积善实业股份有限公司	9000.00
嘉兴沈道投资有限公司	8600.00
嘉善经济技术开发区实业有限公司	7000.00
嘉善县凝溪城镇有机更新有限公司	6000.00
嘉善大云文化生态旅游发展有限公司	3300.00
嘉善县大云新市镇投资开发股份有限公司	2700.00
嘉善大云生态旅游发展有限公司	1450.00
总计	758704.59

注：根据嘉善国投 2018 年审计报告整理

附录五：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额[亿元]	214.92	248.46	326.81	359.51
货币资金[亿元]	22.62	22.99	47.21	50.70
刚性债务[亿元]	62.71	66.30	126.65	154.06
所有者权益[亿元]	108.49	125.04	138.14	136.74
营业收入[亿元]	12.11	15.85	20.98	4.48
净利润[亿元]	0.83	2.02	1.62	-1.39
EBITDA[亿元]	5.72	6.32	6.41	—
经营性现金净流入量[亿元]	8.61	11.15	2.30	-19.06
投资性现金净流入量[亿元]	-7.12	-21.70	-44.07	-4.97
资产负债率[%]	49.52	49.67	57.73	61.96
长短期债务比[%]	281.72	156.63	360.84	338.82
权益资本与刚性债务比率[%]	172.99	188.60	109.07	88.76
流动比率[%]	505.72	218.52	348.16	340.63
速动比率[%]	198.72	130.36	251.02	242.38
现金比率[%]	81.12	47.82	115.32	99.86
利息保障倍数[倍]	0.94	1.25	1.01	—
有形净值债务率[%]	98.70	101.79	140.78	167.88
担保比率[%]	61.82	51.07	54.92	—
毛利率[%]	9.47	14.07	24.32	15.42
营业利润率[%]	-34.36	16.92	8.71	-29.19
总资产报酬率[%]	1.75	2.03	1.56	—
净资产收益率[%]	0.78	1.73	1.23	—
净资产收益率*[%]	0.69	1.59	1.23	—
营业收入现金率[%]	90.29	102.38	113.89	96.24
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.58	29.34	5.18	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.95	9.70	1.48	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.06	-27.78	-93.83	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.37	-9.18	-26.77	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.43	1.68	1.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.10	0.07	—

注：根据嘉善国投经审计的2016-2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理计算。由于2018年公司很多科目进行了会计差错更正并追溯调整，公司2017年数据使用2018年审计报告期初数/上期数。

附录六：

各项财务指标的计算公式

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%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+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

附录七：

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 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。

评级声明

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。

本信用评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至 2020 年 6 月 2 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。