

信用等级公告

联合[2017]1600 号

嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司：

联合信用评级有限公司通过对嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年公司债券进行了主动评级，确定：

**嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，
评级展望为“稳定”**

嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司拟发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年十月十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2017年嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：10 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，分次还本，在债券存续期的第 3 至第 7 年，每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金。

担保方：中合中小企业融资担保股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2017 年 10 月 11 日

主要财务数据

发行人

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	75.05	72.89	83.34
所有者权益（亿元）	26.41	31.05	38.27
长期债务（亿元）	27.64	29.83	34.96
全部债务（亿元）	38.84	35.14	36.50
营业收入（亿元）	6.81	8.25	8.08
净利润（亿元）	1.73	2.61	1.84
EBITDA（亿元）	1.90	2.76	1.95
经营性净现金流（亿元）	-5.61	6.77	4.73
营业利润率（%）	22.08	25.16	15.59
净资产收益率（%）	6.56	8.41	4.82
资产负债率（%）	64.81	57.40	54.08
全部债务资本化比率（%）	59.52	53.09	48.82
流动比率（倍）	3.49	6.20	8.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	0.05
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.19	0.28	0.19

担保方

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	63.24	77.06	121.04
所有者权益合计（亿元）	54.31	57.98	82.69
营业收入（亿元）	6.95	10.68	14.63
净利润（亿元）	2.67	4.45	5.29
经营性净现金流（亿元）	2.54	2.31	0.90
资产负债率（%）	14.12	24.76	31.68

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为嘉兴市秀洲区最主要的基础设施建设主体，负责秀洲区内的基础设施投资与建设、土地整理等业务，近年来得到政府在资本金注入、财政补贴、税收优惠等方面的大力支持。同时，联合评级也关注到融资压力较大、资产流动性较弱等因素给公司经营带来不利影响。

嘉兴市及秀洲区地方综合财力持续增长，城市基础设施建设发展空间较大，获取政府支持力度持续且稳定，有利于公司的经营规模和盈利能力进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设置提前等额分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来集中偿付压力。中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保实力强，有效提升了本次债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本次公司债券偿还能力和担保方担保实力的综合评估，联合评级认为本次公司债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 嘉兴市及秀洲区经济发展稳定，财政收入逐年增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。

2. 公司是嘉兴市秀洲区城市基础设施建设的主体，在资本金注入、财政补贴、税收优惠等方面得到当地政府的大力支持。

3. 本次债券设置分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。此外，中合担保对本次债券提供全额无条件不可撤

销的连带责任保证担保，有效提高了债券本息偿还的安全性。

关注

1. 公司在建项目规模较大，面临较大的对外融资压力。
2. 公司存货占资产比重较大，整体资产流动性较弱。
3. 公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

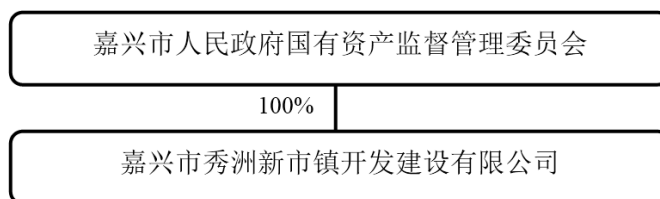
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司（以下简称“公司”）于 2010 年 1 月 6 日，经嘉兴市秀洲区国有资产管理委员会（以下简称“秀洲国资委”）出资 30,000 万元（注册资本）设立，其中以货币资金形式出资 10,000 万元，以股权划拨形式出资 20,000 万元。2013 年 12 月，股东秀洲国资委出具《关于同意股权划转的批复》，决定将其持有的公司 100% 股权划转至嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）持有。截至 2016 年底，公司注册资本 60,000 万元，嘉兴市国资委为公司的唯一股东和实际控制人。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：从事秀洲区基础设施投资、开发、建设，土地整理，河道疏浚，城乡供水管网建设，企业管理服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2016 年底，公司下设综合办公室、计划财务部、项目融资部、资产管理部和工程技术部 5 个职能部门，纳入合并范围一级子公司 8 家，分别为：嘉兴市莲泗荡新市镇建设投资开发有限公司、嘉兴市梅里新市镇建设有限公司、嘉兴市盛洪新市镇投资开发有限公司、嘉兴市麟湖新农村建设投资有限公司（以下简称“麟湖新农村建设”）、嘉兴市秀洲区欣农投资有限公司、嘉兴市兴园投资有限公司、嘉兴市秀禾城镇水利开发建设有限公司和嘉兴市兴镇建设有限公司（以下简称“兴镇建设”）。截至 2016 年底，公司合并范围共有职工 36 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 83.34 亿元，负债合计 45.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）38.27 亿元，归属于母公司的所有者权益 38.15 亿元。2016 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，净利润（含少数股东损益）1.84 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.45 亿元。

公司注册地址：嘉兴市秀洲区殷秀路 1090 号 233 室；法定代表人：姚国强。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2017 年嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券预计发行规模为人民币 10.00 亿元，期限为 7 年。本次债券为固定利率债券，票面年利率根据上海银行间同业拆放利率的基准利率加上基本利差确定，单利按年计息，不计复利，并拟于债券存续期第 3~7 年每年按照债券发行总额 20% 的比例分次偿还债券本金。

本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金共 10.00 亿元，其中 6.00 亿元用于项目建设，4.00 亿元用于补充公司营运资金。截至 2016 年底募投项目已完成投资额 2.53 亿元。

表 1 本次债券募投项目情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
1	王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程	2.14	1.45	67.70
2	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	1.15	67.65
3	油车港“两新工程”马库分区四期东区块拆迁安置房建设工程	0.86	0.60	69.68
4	油车港“两新工程”马库分区四期西区块拆迁安置房建设工程	0.73	0.45	61.26
5	新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程	3.40	2.35	69.18
合计		8.83	6.00	67.92

资料来源：公司提供

（1）王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区

项目建设内容

王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程项目位于嘉兴市秀洲区王店镇宝华路东侧、常乐路北侧、河流南侧。项目总用地面积约为 34,723.00 平方米，总建筑面积约为 80,121.40 平方米，其中计容建筑面积 60,203.10 平方米（住宅建筑面积为 56,994.40 平方米，其中高层建筑 5 栋 27,960.70 平方米、多层建筑 9 栋 29,033.70 平方米、社区物业、社区服务用房建筑面积 1,388.80 平方米、配套用房建筑面积 1,507.90 平方米、架空层建筑面积 312.00 平方米）；不计容建筑面积 19,918.30 平方米（多层自行车库建筑面积为 4,726.20 平方米、半地下非机动车库建筑面积 2,879.90 平方米、地下车库建筑面积 12,312.20 平方米）。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市秀洲区发展和改革局《关于王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程项目可行性研究报告的批复》（秀洲发改批〔2015〕237 号）、嘉兴市国土资源局秀洲区分局《王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程用地预审意见》（秀洲土预字〔2015〕31 号）；嘉兴市秀洲区环境保护局《关于王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程环境影响报告表审查意见的函》（秀洲环建函〔2015〕158 号）；嘉兴市秀洲区住房和城乡建设局出具《节能审查意见书》（浙建节秀洲 2016006 号）、嘉兴市城乡规划建设管理委员会出具《建设用地规划许可证》（地字第 330411201600028 号）、嘉兴市秀洲区人民政府办公室关于王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程社会稳定风险评估报告的意见和关于秀洲区域安置小区项目相关情况的说明；嘉兴市国土资源局秀洲区分局颁发的土地使用权证（嘉秀洲国用〔2016〕57319 号）等文件。

项目进度

该项目计划总投资 21,419.50 万元，其中本次债券募集资金安排 14,500.00 万元，占项目总投资 67.70%。宝华路拆迁安置小区项目于 2015 年 11 月开工建设，建设期为 36 个月，截至 2016 年底，项目完工金额为 3,590.02 万元，完工比例为 16.76%。

（2）油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房。

项目建设内容

油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房项目位于嘉兴市秀洲区油车港镇广福路东侧、马库路北侧，项目总用地面积为 34,066.00 平方米，总建筑面积为 59,958.95 平方米，（高层

住宅 5，栋建筑面积为 20,409.34 平方米，多层住宅 14 栋建筑面积为 27,887.25 平方米，物业管理用房建筑面积为 369.34 平方米、社区服务用房建筑面积 184.98 平方米、高层底层储藏室建筑面积为 1,926.66 平方米、开闭所、公共配电间建筑面积 93.98 平方米、门卫建筑面积 30.00 平方米、全地下汽车库建筑面积 9,058.00 平方米）。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市秀洲区发展和改革局《关于油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房项目可行性研究报告的批复》（秀洲发改批〔2015〕166 号）；嘉兴市国土资源局秀洲分局《油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房用地预审意见》（秀洲土预字〔2015〕11 号）、嘉兴市秀洲区环境保护局《关于油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房项目环境影响报告表审查意见的函》（秀洲环建函〔2015〕137 号）、嘉兴市秀洲区住房和城乡建设局出具《节能审查意见书》（浙建节秀洲 2015014 号）、嘉兴市城乡规划建设管理委员会出具《建设用地规划许可证》（地字第 330411201400062 号）和秀洲区人民政府办公室关于油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房社会稳定风险评估报告的意见（秀洲政办发〔2015〕68 号）；嘉兴市国土资源局秀洲分局颁发的土地使用权证（嘉秀洲国用〔2015〕第 52538 号）等批复文件。

项目进度

该项目计划总投资 17,000.00 万元，其中本次债券募集资金安排 11,500 万元，占项目总投资 67.65%。油车港中心社区徐家门拆迁安置房项目于 2015 年 7 月开工建设，建设期为 35 个月，截至 2016 年底，项目完工金额为 3,994.51 万元，完工比例为 23.50%。

（3）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

项目建设内容

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位于嘉兴市秀洲区油车港镇菱坊路东侧，马厍路北侧，项目总用地面积约为 25,693.00 平方米，总建筑面积为 33,616.00 平方米，其中高层住宅 2 栋建筑面积为 9,520.00 平方米，多层住宅 9 栋建筑面积为 16,740.00 平方米，物业配套用房建筑面积为 534.00 平方米、地面自行车库建筑面积为 3,983.00 平方米、全地下自行车库建筑面积为 952.00 平方米、地下机动车停车位建筑面积 1,887.00 平方米。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市秀洲区发展和改革局《关于油车港镇“两新工程”马厍分区四期东区块拆迁安置房建设工程可行性研究报告的批复》（秀洲发改批〔2013〕251 号）、嘉兴市国土资源局秀洲分局《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用地预审意见》（秀洲土预字〔2013〕2 号）；嘉兴市秀洲区环境保护局《关于油车港镇“两新工程”马厍分区四期东区块拆迁安置房建设工程环境影响报告表审查意见的函》（秀洲环建函〔2013〕166 号）；嘉兴市秀洲区住房和城乡建设局出具《节能审查意见书》（浙建节秀洲 2014007 号）、嘉兴市住房和城乡建设局出具《建设用地规划许可证》（地字第 330411201300018 号）、秀洲区人民政府办公室关于油车港镇“两新工程”马厍分区四期东区块拆迁安置房建设工程社会稳定风险评估报告的意见（秀洲政办发〔2013〕131 号）；嘉兴市国土资源局秀洲分局颁发的土地使用权证（嘉秀洲国用〔2016〕第 61646 号）等批复文件。

项目进度

该项目计划总投资 8,610.76 万元，其中本次债券募集资金安排 6,000 万元，占项目总投资 69.68%。马厍分区四期东区块拆迁安置房建设工程项目于 2014 年 1 月开工建设，建设期为 36 个月，截至 2016 年底，项目完工金额为 5,157.85 万元，完工比例为 59.90%。由于项目建设用地取得及相关基础设施

建设的进度晚于预期，该项目建设进度延期。

(4) 油车港镇“两新工程”马厩分区四期西区块拆迁安置房建设工程

项目建设内容

油车港镇“两新工程”马厩分区四期西区块拆迁安置房建设工程位于嘉兴市秀洲区油车港镇菱坊路东侧，马厩路北侧，项目总用地面积约为 24,329.00 平方米，总建筑面积为 44,486.00 平方米，其中多层住宅 11 栋建筑面积为 36,614.00 平方米，物业配套用房建筑面积为 470.00 平方米，自行车库建筑面积为 7,402.00 平方米。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市秀洲区发展和改革局《关于油车港镇“两新工程”马厩分区四期西区块拆迁安置房建设工程可行性研究报告的批复》（秀洲发改批〔2015〕98 号）、嘉兴市国土资源局秀洲分局《油车港镇“两新工程”马厩分区四期西区块拆迁安置房建设工程用地预审意见》（秀洲土预字〔2015〕3 号）；嘉兴市秀洲区环境保护局《关于油车港镇“两新工程”马厩分区四期西区块拆迁安置房建设工程环境影响报告表审查意见的函》（秀洲环建函〔2015〕30 号）；嘉兴市城乡规划建设管理委员会出具《建设用地规划许可证》（地字第 330411201500012 号）、嘉兴市秀洲区住房和城乡建设局出具《节能审查意见书》（浙建节秀洲 2015008 号）、嘉兴市秀洲区人民政府关于油车港镇“两新工程”马厩分区四期西区块拆迁安置房建设工程社会稳定风险评估报告的意见（秀洲政办发〔2015〕17 号）；嘉兴市国土资源局秀洲分局颁发的土地使用权证（嘉秀洲国用〔2016〕第 61637 号）等批复文件。

项目进度

该项目计划总投资 7,345.28 万元，其中本次债券募集资金安排 4,500 万元，占项目总投资 61.26%。马厩分区四期西区块拆迁安置房建设工程项目于 2015 年 4 月开工建设，建设期为 24 个月，截至 2016 年底，项目完工金额为 3,530.88 万元，完工比例为 48.07%。

(5) 新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程

项目建设内容

新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程位于嘉兴市秀洲区新塍镇，八字路北侧、富兴路西侧，项目总用地面积约为 93,496.00 平方米，总建筑面积为 146,866.00 平方米，其中住宅建筑面积 116,456.00 平方米；物业管理、社区服务及配套用房建筑面积为 7,750.00 平方米，自行车库建筑面积 22,660 平方米。

项目审批情况

该项目已获得嘉兴市秀洲区发展和改革局《关于新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程项目可行性研究报告的批复》（秀洲发改批〔2015〕217 号）、嘉兴市国土资源局秀洲分局《新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程用地预审意见》（秀洲土预字〔2015〕26 号）；嘉兴市秀洲区环境保护局《关于新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程项目环境影响报告表审查意见的函》（秀洲环建函〔2015〕143 号）；嘉兴市城乡规划建设管理委员会出具《建设用地规划许可证》（地字第 330411201500065 号）和嘉兴市秀洲区人民政府办公室关于新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程社会稳定风险评估报告的意见（秀洲政办发〔2015〕114 号）；嘉兴市国土资源局秀洲分局颁发的土地使用权证（嘉秀洲国用〔2016〕第 61607 号）等批复文件。

项目进度

该项目计划总投资 33,968.07 万元，其中本次债券募集资金安排 23,500 万元，占项目总投资 69.18%。火炬花苑安置小区工程项目于 2015 年 10 月开工建设，建设期为 35 个月，截至 2016 年底，

项目完工金额为 8,989.95 万元，完工比例为 26.47%。

3. 募投项目经济效益

募投项目预期收入来源于项目建成后的安置房销售收入、自行车库销售收入和停车位销售收入等。项目预计实现经营性收入合计 11.18 亿元，利润总额 0.91 亿元，具体项目收益测算，详见后文“本次债券偿债能力分析”部分。

三、行业分析

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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、加强区域交流与合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。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

总体看，城投公司作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办

办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函〔2016〕88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预〔2016〕152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综〔2016〕11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

总体看，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合评级认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合评级也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济

（1）嘉兴市经济与财力概况

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，嘉兴市陆地面积3,915平方公里，现有人口450.17万，下辖南湖、秀洲两个区，平湖、海宁、桐乡三个市和嘉善、海盐两个县。

2014~2016年，嘉兴市经济总量保持持续增长。2016年，嘉兴市全市生产总值（GDP）3,760.12亿元，比上年增长7.0%。其中，第一产业增加值143.85亿元，增长0.9%；第二产业增加值1,911.57亿元，增长5.7%；第三产业增加值1,704.70亿元，增长9.1%。三次产业结构调整为3.8:50.9:45.3。按常住人口计算，全年人均生产总值81,751元（按年平均汇率折算为12,308美元），增长6.4%。

财政收入方面，2014~2016 年，嘉兴市全市财政收入保持了较快增长，三年财政一般预算收入分别为 568.09 亿元、638.80 亿元和 673.37 亿元。

（2）嘉兴市秀洲区经济与财力概况

嘉兴市秀洲区位于浙江省北部，长江三角洲的杭嘉湖平原，东邻上海，西靠杭州，南濒杭州湾，北接苏州，与各城市距离均不超过 90 公里，是上海经济开发区的理想延伸地，被国务院列为先行规划、先行发展的重点沿海开放地区之一。截至 2017 年 3 月底，秀洲区下辖 5 个镇：王店镇、洪合镇、新塍镇、王江泾镇和油车港镇，4 个街道和 1 个省级经济开发区全区总面积 542 平方公里，总人口约 38 万人。

2016 年，全区生产总值 307.76 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。按三次产业分：第一产业增加值为 16.98 亿元，同比增长 2.6%；第二产业增加值为 148.70 亿元，同比增长 6.7%，其中工业增加值为 136.85 亿元，同比增长 7.0%；第三产业增加值为 142.08 亿元，同比增长 8.7%。三次产业比重从 2015 年的 5.7:49.5:44.8 变化为 5.5:48.3:46.2。

2014~2016 年，嘉兴市秀洲区地方综合财力（税收收入包含应上缴中央部分）保持增长，分别为 71.00 亿元、73.57 亿元和 79.74 亿元。若不考虑债务转贷收入，嘉兴市秀洲区地方综合财力分别为 69.00 亿元、61.33 亿元和 78.57 亿元。受税收收入下降影响，近三年一般预算收入小幅下降，分别为 42.58 亿元、42.32 亿元和 41.20 亿元。除了一般预算收入，上级补助收入和政府性基金收入近三年均有所波动，其中上级补助收入分别为 10.50 亿元、22.32 亿元和 13.34 亿元；政府性基金收入分别为 17.67 亿元、8.67 亿元和 24.93 亿元。

扣除应上缴中央税收后，嘉兴市秀洲区近三年一般公共预算收入分别为 14.30 亿元、16.41 亿元和 18.08 亿元。2016 年一般公共预算收入比上年决算数同比增长 10.1%；其中税收收入 15.90 亿元，比上年决算数同比增长 13.4%。总体看，嘉兴市秀洲区地方财力以一般预算收入和政府性基金收入为主，上级补助收入对财政收入形成了一定补充。

截至 2016 年底，嘉兴市秀洲区地方政府债务余额 71.01 亿元，同比增长 10.66%，全部为政府直接债务。

总体看，近年来嘉兴市全市财政收入保持了较快增长，2016 年嘉兴市秀洲区地方债务规模较大，债务负担重。

（3）未来发展规划

根据嘉兴市秀洲区《关于制定秀洲区国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，“十三五”期间，秀洲区将以打造现代化田园新秀洲升级版为发展目标，注重生态文明建设，坚定不移深化“五水共治”“五气共治”“三改一拆”等重点工作，推动“美丽乡村”建设扩面提升，着力营造更加协调、可持续的绿色发展格局。强化“多规融合”，实现生产空间集聚高效、生活空间宜居适度、生态空间天蓝水清的空间优化格局。主动融入国家开放战略。抓住用好国家实施“一带一路”建设、长江经济带建设等战略的机遇，提升区域开放合作层次。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司是嘉兴市下属负责秀洲区开发建设的主体和国有资产运营实体，主要承担嘉兴市秀洲区范围内土地整理、市政基础设施建设、保障性住房建设和国有资产运营任务。除公司外，嘉兴市秀洲区还拥有三家主要融资平台，分别为嘉兴市秀宏建设投资集团有限公司（主要承担秀洲区区委区政府

下达的区域范围内交通基础设施建设管理)、嘉兴市秀源水务投资集团有限公司(主要承担水务类社会公益事业项目的投资、建设、开发、运营、管理)、嘉兴市秀禾农业投资集团有限公司(重点承担农业、农村、土地开发整理等相关领域项目的投资、建设、开发、运营、管理)。与嘉兴市秀洲区其他政府投融资平台企业相比,公司作为秀洲区内唯一从事城市基础设施建设和国有资产运营的平台企业,具有区域专营和较强的政府支持优势。截至2016年底,公司资产规模达到83.34亿元,注册资本和实收资本均为6.00亿元,公司唯一股东与实际控制人均为嘉兴市国资委;2016年,公司实现收入8.08亿元,利润总额1.88亿元,净利润1.84亿元。

总体看,公司作为秀洲区内唯一从事城市基础设施建设和国有资产运营的平台企业,具有区域专营和较强的政府支持优势。

2. 人员素质

截至2016年底,公司高层管理人员包括总经理、财务负责人。

姚国强,1972年10月出生,汉族,党员,本科学历。历任嘉兴市双桥农场职员、嘉兴市秀洲区畜牧兽医局职员。现任嘉兴市秀洲区农经局(农办)改革指导科科长、公司董事长、总经理。

杜佳菁,1975年2月出生,汉族,党员,本科学历。曾任嘉兴市物资局财务、嘉兴大陆置业有限公司财务、嘉兴市国有资产监督管理委员会办公室委派会计。现任嘉兴市秀禾农业投资集团有限公司财务负责人、公司财务负责人。

截至2016年底,公司合并范围共有职工36人。从年龄构成看,50岁以下的占100%;从学历构成看,本科及以上学历的占20%、专科的占40%、高中及同等学历的占40%;从专业构成看,业务人员占20%、财务人员占20%,后勤等人员占60%。

总体看,公司高管人员大多具有政府工作经历,有一定管理经验,员工构成基本能满足日常经营管理需要。

3. 政府支持

作为嘉兴市秀洲区国有资产运营和开发建设的重要主体,公司在资本金注入、财政补贴和税收减免等方面得到政府的大力支持。

(1) 资本注入

自公司成立以来,秀洲区国资委多次向公司划拨股权等资产充实其注册资本金:①秀洲国资委于2010年1月14日印发《关于股权划转的函》(秀洲国资委函(2010)3号),同意将其持有的麟湖新农村建设100%的股权、嘉兴市梅里新市镇建设有限公司100%的股权、嘉兴市秀洲区欣农投资有限公司21.05%的股权、嘉兴市盛洪新市镇投资开发有限公司100%的股权、嘉兴市莲泗荡新市镇建设投资开发有限公司100%的股权合计20,000万元划转给公司。②秀洲区国资委于2012年增加公司注册资本30,000万元,通过资本公积转增注册资本的方式。截至2016年底,公司累计实收资本为60,000万元,其中货币出资10,000万元,占注册资本16.67%。③2016年公司收到政府注入的财政资金5.00亿元,增加“资本公积”。区级财政安排的直接投资资金,将优先注入公司作为公司资本,由公司开展对外投资或项目开发。

(2) 财政补贴及相关资金支持

2014~2016年,公司分别收到政府补贴0.52亿元、0.75亿元和0.71亿元,体现在公司利润表中的营业外收入(补贴收入)科目中。政府部门对公司的补贴支持,一定程度上减轻了公司的资金压力。

（3）税收优惠

根据秀洲区人民政府出具税务优惠的文件秀洲政办发〔2012〕143 号以及秀洲政办发〔2012〕144 号，具体优惠项目如下：

根据税务部门出具的财税〔2011〕70 号文，公司及下属公司取得的政府补贴资金符合财税〔2011〕70 号文中“专项用途财政资金”的规定，作为不征税收入。

公司及下属公司开展相关土地整理、市政基础设施及保障性住房项目投资建设产生的营业税、城建税、教育费附加、企业所得税；因持有的土地资产、房屋资产产生的土地使用税、房产税，均予以免征。

总体看，政府在资本金注入、财政补贴和税收优惠等方面均出台了相关政策对公司进行支持，公司作为嘉兴市下属秀洲区内最主要的城市建设主体，未来有望获得秀洲区政府稳定持续的外部支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，嘉兴市国资委是公司的唯一出资人。公司不设股东会，由出资人行使股东会职权，出资人享有资产收益并决定公司的重大事项。

公司依法设立董事会，董事会成员为 5 人。董事会成员由出资人委派或更换，但 1 名职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事任期为每届 3 年，任期届满，连派连选可以连任。董事会的职权为：执行出资人的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案与决算方案、制定公司利润分配方案和弥补亏损方案以及制定公司基本管理制度等。董事会设董事长 1 人，由出资人从董事会成员中制定；董事长职责包括决定公司经营计划和投资方案、执行出资人的决定、决定公司内部管理制度等。

公司设监事会，成员 3 人，1 名职工代表监事由职工代表大会选举产生，监事会成员由出资人委派。监事的任期每届为三年，任期届满经委派和选举可连任。监事会主席由出资人从监事会成员中指定。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事会行使职权包括检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设经营管理层，负责公司的日常经营管理。设总经理 1 人，总经理对董事会负责，由董事会决定聘任或解聘。总经理列席董事会会议，行使职权包括主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案、拟订公司的基本管理制度等。

总体看，公司治理结构简单，能满足公司经营所需。

2. 管理体制

董事会为公司最高权力机关，公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司设立了综合办公室、计划财务部、资产管理部、项目融资部和工程技术部等职能部门。

公司作为国有资产授权经营者，拥有较强的项目管理能力，主要从事基础设施等项目资金筹措、建设、经营、管理，因此公司的项目资金管理、子公司管理、财务管理、内部监督责任制度、对外担保制度等成为公司内部控制和管理的核心。

在资金管理方面，公司制定了嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司资金管理办法及重点项目资

金运作管理办法。根据办法，公司明确了公司资金管理责任机构及其职责；规定按照“集中管理、统一设户、分别核算”的原则进行重点项目资金管理；各建设项目开工前，将项目施工所签订的各种合同、协议等资料报专设平台备案，作为支付资金的依据；平台每月与银行对账，编制未达账项调节表并报送领导及部门；对于重点项目资金，公司与项目单位分别开设专用账户集中管理。

公司针对工程建设资金拨付和其他资金支付做出详细规定。资金支付必须根据资金结存情况审批意见，由资金申请单位报送各级分管部门、经理签字，资金申请表所附资料齐全完整后，方可办理资金拨付手续。根据资金申请项目，资金申请单位必须提供与该项目有关的有效、合法原始凭证及相关资料。在额度方面，工程价款按照建设合同规定的条款，实际完成的工作量及工程监理意见结算与支付。工程竣工决算按中介机构评估审定的结论为准，并作为支付尾款和结转投资的依据。此外，公司还制定了财务稽核制度、费用报销制度、现金管理制度和存款管理制度等一系列制度文件。

总体看，公司内部管理体系基本建立，能满足公司目前管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事嘉兴市秀洲区范围内土地整理、城市基础设施建设、保障性住房建设业务；同时，公司通过出租自持物业获得部分租赁收入。2014~2016 年，公司营业收入波动增长，受土地整理业务下滑影响，2016 年营业收入 8.08 亿元，同比下降 2.06%。公司营业收入中，代建项目收入和土地整理管理费收入为公司主要收入来源，近三年合计占比分别为 96.37%、96.70%和 94.65%。公司租赁业务收入对公司营业收入形成补充，2014~2016 年分别为 0.21 亿元、0.22 亿元和 0.22 亿元。公司其他业务收入主要为土地流转收入和土地拍卖收入，其中土地拍卖收入系 2016 年新增收入。

2014~2016 年，公司毛利率波动下降，主要受代建业务毛利率变动及新增业务影响；2016 年，公司整体毛利率 16.16%，较 2015 年下降 9.40 个百分点。受营改增影响，2016 年公司代建项目的毛利率有所下降；土地整理项目的经营模式为委托管理，即每年度仅将按实际投资总额固定比例收取的管理费计入收入，因此该板块的毛利率为 100%。2016 年其他业务板块毛利率大幅下降，主要系新增土地业务毛利相对较低所致。

表 2 2014~2016 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理项目收入	5,448.07	8.00	100.00	9,513.55	11.53	100.00	2,636.14	3.26	100.00
代建项目收入	60,216.32	88.37	13.04	70,260.38	85.16	13.04	73,842.63	91.39	10.43
租赁收入	2,099.99	3.08	72.12	2,234.19	2.71	77.26	2,247.91	2.78	79.65
其他业务	376.82	0.55	92.01	491.04	0.60	100.00	2,075.02	2.57	42.14
合计	6,8141.20	100.00	22.51	82,499.17	100.00	25.56	80,801.70	100.00	16.16

资料来源：公司审计报告

注：代建项目收入包括道路项目及保障性住房项目收入；其他业务收入包括土地流转收入和土地拍卖收入，其中土地拍卖为 2016 年新增业务。

总体看，近三年公司收入波动增长，毛利率水平受代建业务毛利率变动及新增业务影响波动下降。

2. 业务经营分析

(1) 保障性住房及市政基础设施建设

公司作为嘉兴市下属负责秀洲区开发建设的主体和国有资产运营实体，担负着嘉兴市秀洲区范围内保障性住房建设、市政基础设施建设的重要任务。

针对单个项目，秀洲区人民政府、受托方（公司子公司）、公司签订委托代建三方协议，协议中明确项目预计总投资额与返还收入总额（总投资加成不低于 15%），项目建设期内，政府根据项目实际投资额加 15% 的投资收益支付项目款，对项目规模、内容和标准实施组织管理，控制项目投资，确保工程质量，按期完成进度。公司本部负责对项目进程中必要的资金、技术需求提供支持。

2014~2016 年，公司主要在建的保障性住房为王江泾镇虹南新社区项目、油车洪镇“城乡统筹一体化”农民安置房建设项目和王店镇蚂桥拆迁安置房项目等；主要在建的市政基础设施建设为王江泾镇东方路道路工程、王店镇梅秀路和梅中路道路工程和洪合镇中修通村公路工程等。截至 2016 年底，公司在建项目总投资额合计 38.91 亿元，已投资 28.06 元，项目未来投资压力主要集中在 2017 年。

资金平衡方面，秀洲区人民政府每年根据公司提供的投资额确认表返还成本及加成。账务处理方面，项目累计投资计入“存货-代建项目”科目，每年年底确认收入的同时，结转相应成本计入“主营业务成本”。项目回款则根据竣工审计后政府另外发文明确支付进度，对于公司项目回款情况联合评级将持续关注。针对截至 2015 年底公司应收秀洲区政府及下属单位的账款（全部应收账款以及部分其他应收款），嘉兴市秀洲区人民政府下发秀洲政〔2016〕44 号文件，秀洲区政府计划于 2016~2019 年全部偿还：2016 年 2,600.00 万元；2017 年 23,000.00 万元；2018 年 44,501.62 万元；2019 年 44,501.63 万元。2016 年公司分别收到保障房及市政基础设施建设回款 39,021.74 万元和 5,282.80 万元，反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

表 3 截至 2016 年底公司保障性住房及基础设施项目建设情况（单位：万平方米、万元）

项目类型	项目名称	计划总投入	截至 2016 年底已投资额	2017 年计划投资	2018 年计划投资
保障房（安置房）项目	王江泾镇虹南新社区项目	44,510.91	38,701.32	5,809.59	-
	油车洪镇“城乡统筹一体化”农民安置房建设项目	90,000.00	74,294.05	15,705.95	-
	王店镇蚂桥拆迁安置房项目	30,000.00	21,410.27	8,589.73	-
	洪合镇“两新工程”征迁安置、改造集聚及配套建设一期工程	866.61	866.61	-	-
	王江泾镇腾云村拆迁安置房项目	1,370.30	1,370.30	-	-
	新塍镇“城乡统筹一体化”农民安置房建设项目	99,974.32	87,977.40	11,996.92	-
	油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房	17,000.00	3,994.51	8,000.00	5,005.49
	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	8,610.76	5,157.85	3,452.91	-
	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	7,345.28	3,530.88	3,814.40	-
	王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程	21,419.50	3,590.02	7,000.00	10,829.48
	新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程	33,968.07	8,989.95	12,000.00	12,978.12
	小计	355,065.75	249,883.16	76,369.50	28,813.09
基础设施项目	王江泾镇东方路道路工程	11,030.20	9,589.18	1,441.02	-
	王店镇梅溪新村附属及庆元路改造工程	1,952.92	1,952.92	-	-
	洪合镇中修通村公路工程	9,151.00	9,151.00	-	-
	王江泾镇倭墩浜周边道路工程	1,421.66	1,421.66	-	-
	新塍镇农村联网公路工程	5,000.00	4,063.77	936.23	-

	洪合镇道路改造工程	5,499.69	4,512.41	987.28	-
	小计	34,055.47	30,690.94	3,364.53	-
	合计	389,121.22	280,574.10	79,734.03	28,813.09

资料来源：公司提供

注：上表保障房项目列表中后五个项目（本次债券募投项目）属于公司自建项目，公司未与政府签订委托代建协议。

总体看，公司保障性住房及市政基础设施建设项目 2017 年存在较大的投资支出压力；应收秀洲区政府及下属单位的款项账期较长。

（2）土地整理

自成立以来，公司受嘉兴市秀洲区人民政府委托对嘉兴市秀洲区范围内的指定地块进行整理，具体包括土地拆迁、复垦等。

针对具体土地整理项目，嘉兴市秀洲区人民政府、项目受托方（公司子公司）、公司签订三方协议，即《土地整理项目委托管理协议》，根据三方协议，嘉兴市秀洲区人民政府委托公司各个子公司承担土地整理工作；公司则负责对项目的管理进行监督指导，督促项目进度，确保工程按期完工，同时对项目进程中必要的资金、技术需求提供支持。土地整理所需的资金由项目受托方垫付，开发成本包括征地费、拆迁费、安置费及项目运营过程中所涉及的各项间接费、税费等。秀洲区政府根据每年实际投资额的一定比例（一般为 15% 左右）的管理费进行返还。

2014~2016 年，公司主要在土地整理的土地整理项目为洪合镇欧亚置业土地整理项目、新塍省级现代农业综合区和油车港镇麟湖水环境整治工程等。

账务处理方面，土地整理前期投入计入“存货-土地整理”科目，土地款返还后直接冲减存货，每年年底根据当年投资额的 15%（管理费）确认营业收入。公司在建土地整理项目总投资约 47.83 亿元，截至 2016 年底，公司已投入 38.09 亿元，应收管理费已全额到位，共收到回款 5.70 亿元。

表 4 截至 2016 年底公司整理土地以及土地回款情况（单位：万平方米、万元）

项目	总投入	拆除建筑面积	已投资额	公司应收/实收管理费
洪合镇欧亚置业土地整理项目	54,769.30	25.43	41,709.86	6,256.48
新塍镇现代农业综合区土地整理工程	8,690.00	4.34	7,740.71	1,153.74
王江泾镇节地型农村土地整理项目	96,000.00	48.90	84,024.08	12,603.61
油车港镇麟湖水环境整治工程	32,800.00	11.71	27,129.32	4,069.40
王店镇梅里社区土地整理项目	37,384.22	19.08	33,540.78	4,996.76
洪合镇泰石桥村农村土地整理项目	120,235.60	55.01	87,991.22	13,190.79
王江泾镇虹南村土地整理项目	23,333.70	12.28	17,946.13	2,689.11
新塍镇陡门花苑土地整理项目	83,910.60	42.90	66,058.58	9,908.79
新塍镇思古桥村土地整理项目	21,146.45	10.49	14,717.00	2,180.89
合计	478,269.86	230.15	380,857.68	57,049.57

资料来源：公司提供

总体看，公司该板块收益以土地开发总投资额作为基数测算，与土地招拍挂出让收入无关，该模式锁定了公司的利润空间，降低了公司未来经营业绩的波动，但也可能导致公司丧失未来土地增值收益。未来公司土地整理投入规模较大，存在一定资金压力。

（3）租赁业务

公司租赁业务收入主要来自于二级子公司嘉兴毛衫城投资开发有限公司（以下简称“毛衫城开”）持有投资性房地产的租金收入。嘉兴国际毛衫城位于嘉兴市秀洲区洪合镇“嘉兴毛衫城”（洪合镇 320 国道北侧 1 至 36 幢、320 国道南侧 1 至 19 幢、洪运路市场北侧 1 至 4 幢、洪昌路东侧 1

至 13 幢) 共计 72 幢商业、仓储房地产(建筑面积共计 56,612.33 平方米, 土地使用权面积 75,401.35 平方米及相应基础设施)。目前该物业商铺全部用于出租, 租赁合同一般为一年期, 到期续签, 租金按年调整。

截至 2016 年底, 公司持有房屋使用权的嘉兴国际毛衫城商铺已经全部出租。2014~2016 年, 公司取得租金收入分别为 2,099.99 万元、2,234.19 万元和 2,247.91 万元。由于嘉兴毛衫城地处城镇中心位置, 预计未来租金收入将保持稳中有升。

公司用于未来出租的在建项目为嘉兴毛衫城电商众创基地项目, 占地面积 106.8 亩, 建筑面积 100,217 平方米。项目于 2016 年 1 月开工建设, 预计 2018 年 5 月建设完毕, 项目总投资 40,726 万元人民币, 其中固定资产投资 36,767 万元。该项目采用“只租不售”的国有产权的租赁经营模式, 其主要功能为: 嘉兴毛衫城产业升级平台, 毛衫生产销售平台, 毛衫电商供货平台, 万众创业创新平台, 市场监管服务平台。

总体看, 公司租赁业务收入对营业收入形成一定补充, 目前嘉兴国际毛衫城商铺已全部出租, 未来随着嘉兴毛衫城电商众创基地项目完工, 公司可供出租的投资性房地产规模将进一步扩大。

(4) 其他业务

公司其他业务收入包括土地流转收入和土地拍卖收入, 其中土地流转收入系农村土地承包经营权委托租赁收入; 土地拍卖为 2016 年新增业务, 系麟湖新农村建设将公司自有土地, 嘉秀洲国用(2015)第 50792 号土地拍卖所得收入。该业务板块未来收入存在一定不确定性。

总体看, 公司其他业务收入包括土地流转收入和土地拍卖收入, 未来收入存在一定不确定性。

3. 未来发展

未来几年, 公司将积极配合区政府的统一部署, 在完成区内重大项目建设任务的同时, 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、保障性住房及基础设施建设等重点项目。具体措施为: (1) 积极承担保障房项目的投资开发。同时继续加强经营性项目的开发力度, 不断拓宽公司盈利途径, 增强公司自身实力。(2) 公司将通过银行贷款、企业债券融资等渠道, 为城市发展建设积累资金。(3) 完善治理结构, 促进规范运作。(4) 推进人才强企战略, 加大公司人才引进和培养力度。公司将建立和完善董事会、监事会和经理层各负其责、协调运转、有效制衡的法人治理结构。

表 5 截至 2016 年底公司重点拟建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	工程周期	2017 年	2018 年	2019 年
王店镇中心社区一期(梅里社区)工程	4,060.00	三年	406.00	1,218.00	1,218.00
新塍镇农村道路改造提升工程	25,000.00	二年	2,500.00	7,500.00	15,000.00
王店镇昌乐路、梅中路、梅秀路道路工程	1,826.00	二年	182.60	547.80	1,095.60
新塍镇美丽镇村建设工程	20,000.00	三年	2,000.00	6,000.00	6,000.00
07 省道北郊河大桥-申嘉湖高速南出入口两侧景观提升整治工程	1,799.21	三年	179.92	539.76	539.76
王江泾镇工业功能区(南区)基础设施二期建设项目(元丰大道、新南洋路、新永联路)	949.75	三年	94.98	284.93	284.93
中国-王江泾智能家居城北圣路道路工程	1,257.00	二年	628.50	628.50	-
镇西小区二期安置房工程	2,000.00	三年	600.00	600.00	800.00
合计	56,891.96	-	6,592.00	17,318.99	24,938.29

资料来源: 公司提供

总体看，随着秀洲区城镇化建设的进行，公司仍将承担大量市政基础设施代建业务，可为公司未来收入和利润提供一定的保障。公司目前拟建项目总投资 5.69 亿元，以保障性住房建设和道路改造工程为主，考虑到代建业务前期需要自筹资金建设，公司将面临较大的外部融资压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年三年连审财务报表经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。

从合并范围看，2015 年公司全资控股合并两家一级子公司，规模均较小，近三年财务数据可比性强。2016 年合并范围未发生变化。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 83.34 亿元，负债合计 45.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）38.27 亿元，归属于母公司的所有者权益 38.15 亿元。2016 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，净利润（含少数股东损益）1.84 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.45 亿元。

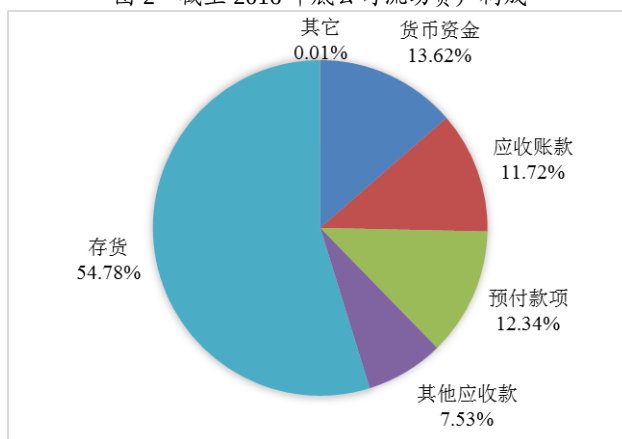
2. 资产质量

流动资产

2014~2016 年，公司资产总额波动增长，年均复合增长 5.38%，主要系流动资产增长所致。截至 2016 年底，公司资产总额 83.34 亿元，其中流动资产占 89.17%，非流动资产占 10.83%，公司资产以流动资产为主。

2014~2016 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 3.76%，主要系存货增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产总额 74.31 亿元，主要包括货币资金（占 13.62%）、应收账款（占 11.72%）、预付账款（占 12.34%）、其他应收款（占 7.53%）和存货（占 54.78%）。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 18.51%。截至 2016 年底，公司货币资金 10.12 亿元，较年初增长 18.09%；公司货币资金中，银行存款占 81.96%、其他货币资金占 18.04%，另有极少量现金。其他货币资金为定期存单，其中因借款质押受限的金额为 1.51 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款逐年减少，年均复合减少 23.79%。截至 2016 年底，公司应收账款

8.71 亿元，较年初减少 19.68%，主要系嘉兴市秀洲区人民政府加大回款力度所致。公司应收账款全部为应收嘉兴市秀洲区人民政府工程款项，回收风险较小，故未计提坏账准备。

2014~2016 年，公司预付账款逐年增长，年均复合增长率 21.35%。截至 2016 年底，公司预付账款为 9.17 亿元，主要为预付工程款项；从集中度来看，预付前五名合计金额 9.15 亿元，占预付账款金额的 99.78%，主要为预付嘉兴市秀洲新区开发建设有限公司 7.21 亿元。从账龄结构来看，1 年以内（含 1 年）占 27.36%，1~2 年（含 2 年）占 64.73%，3 年以上占 7.91%。公司预付款账龄较短，且较为集中。

2014~2016 年，公司其他应收款波动减少，年均复合减少 26.73%。截至 2016 年底，公司其他应收款 5.59 亿元，较年初增加 3.46 亿元，主要系公司对非关联方的拆借往来款。公司对其他应收款提取坏账准备 0.05 亿元。公司其他应收款前五大客户欠款金额为 3.20 亿元，占其他应收款总额的 56.76%，分布较为集中，前五大客户欠款从账龄上看，1 年以内的占 98.10%，1~2 年占 0.40%，3 年以上的占 1.50%，账龄较短。

表 6 截至 2016 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户（单位：亿元、%）

欠款客户	金额	账龄	占其他应收款总额的比例
嘉兴市秀洲区交通建设投资有限公司	1.00	1 年以内	17.72
嘉兴市洪运新农村投资开发建设有限公司	0.82	1 年以内	14.61
嘉兴市秀洲区王店镇财政所	0.60	1~2 年	10.63
嘉兴莲泗荡湿地发展有限公司	0.40	1 年以内	7.10
嘉兴洪合镇村镇建设开发公司	0.38	1~2 年	6.70
合计	3.20	-	56.76

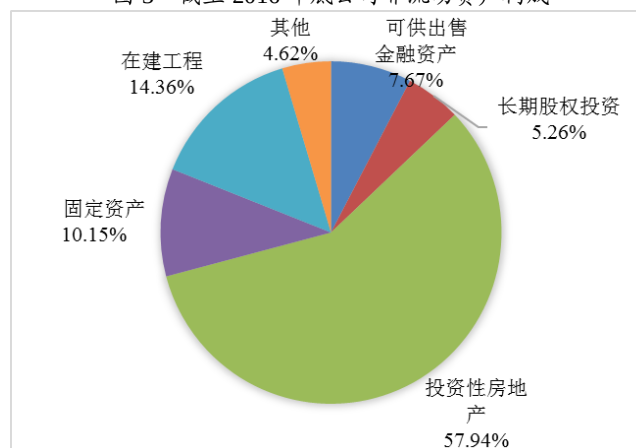
资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 16.14%。截至 2016 年底，公司存货为 40.71 亿元，较年初增长 162.60%，主要由土地整理、自建项目和土地构成。其中，土地整理 38.09 亿元，自建项目 2.53 亿元，土地 1 宗入账价值 0.10 亿元。截至 2016 年底，公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 22.43%。截至 2016 年底，公司非流动资产总额 9.02 亿元，主要包括可供出售金融资产（占 7.67%）、长期股权投资（占 5.26%）、投资性房地产（占 57.94%）、固定资产（占 10.15%）和在建工程（占 14.36%）。

图 3 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 89.63%，截至 2016 年底，公司可供出售金融资产金额 0.69 亿元，较年初增长 114.69%；其中主要为对子公司全资子公司嘉兴市兴湖开发建设有限公司持股 100%¹，账面金额为 0.18 亿元，对嘉兴市嘉城资产实业有限公司持股 4.55%，账面金额 0.50 亿元。

2014~2016 年，公司长期股权投资账面价值变化不大，截至 2016 年底，公司长期股权投资 0.47 亿元；其中包括对合营企业嘉兴市莲泗荡风景区开发有限公司、嘉兴市王江泾新农村建设投资有限公司投资，和对联营企业浙江麟湖建设开发有限公司和嘉兴市秀洲区新塍文化旅游有限公司投资。

2014~2016 年，公司投资性房地产账面价值变化不大，截至 2016 年底，公司投资性房地产 5.23 亿元，全部为房屋土地、建筑物等，全部作为子公司毛衫城银行借款的抵押担保。

2014~2016 年，公司固定资产波动增长，截至 2016 年底，公司固定资产 0.92 亿元，较年初大幅增长 418.64%，主要系子公司兴镇建设收购浙江豪杰金属家具股份有限公司房屋（以下简称“豪杰金属家具”）及附属建筑物所致。

截至 2016 年底，公司新增在建工程 1.30 亿元，系毛衫城开新增自营项目电商基地工程所致。

截至 2016 年底，公司新增无形资产 0.42 亿元，系子公司兴镇建设收购豪杰金属家具房屋及附属建筑物下的土地使用权所致。

截至 2016 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 6.83 亿元，占资产总额的比重为 8.20%，受限比例较低；其中包括货币资金 1.51 亿元，存货 951.41 万元，投资性房地产 5.23 亿元。

总体看，公司资产规模保持波动增长的趋势，资产结构较为稳定；资产构成以流动资产为主。流动资产中，存货占比较高，对流动资金形成一定占用，公司资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债波动减少，年均复合减少 3.74%。截至 2016 年底，公司负债合计 45.07 亿元，较年初增长 7.72%。负债构成中，流动负债占 19.63%，非流动负债占 80.37%。

2014~2016 年，公司流动负债逐年减少，年均复合减少 33.08%。截至 2016 年底，公司流动负债 8.85 亿元，较年初减少 17.74%，主要是系短期借款减少所致；主要包括短期借款（占 14.52%）和其他应付款（占 79.32%）。

2014~2016 年，公司短期借款逐年减少，年均复合减少 63.38%。截至 2016 年底，公司短期借款 1.29 亿元，较年初减少 3.37 亿元；其中包括保证借款 1.00 亿元和质押借款 0.29 亿元。

2014~2016 年，公司其他应付款波动减少，年均复合减少 9.27%。截至 2016 年底，公司其他应付款 7.02 亿元，较年初增长 29.90%。公司其他应付款主要为对建设公司往来款（占 92.50%）和押金及保证金（占 6.44%）；前五名金额合计 4.62 亿元，占 65.83%；按账龄来看，1 年以内 3.86 亿元（占 55.05%），1~2 年 2.91 亿元（占 41.52%），2~3 年 0.16 亿元（占 2.30%），3 年以上 0.08 亿元（占 1.13%），账龄较短。

2014~2016 年，公司非流动负债有所增长，年均复合增长率为 11.99%，截至 2016 年底，非流动负债金额 36.22 亿元，其中以长期借款（占 96.51%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 12.46%。截至 2016 年底，长期借款 34.96 亿元，较年初增长 17.19%。其中包括保证借款 23.60 亿元（占 67.50%），抵押借款（质押\保证）9.55

¹ 嘉兴市兴湖开发建设有限公司为公司子公司嘉兴市兴园投资有限公司的全资子公司，根据嘉兴市秀洲区国有资产管理委员会的秀洲国资委[2012]5 号文件，由嘉兴市蓬莱旅游开发有限公司派出管理层对嘉兴市兴湖开发建设有限公司进行管理，嘉兴市兴园投资有限公司对嘉兴市兴湖开发建设有限公司没有实质控制权。

亿元（占 27.32%），少量质押借款 1.16 亿元（占 3.32%）。

2014~2016 年，公司全部债务规模波动中有所减少，年均复合减少 3.06%。截至 2016 年底，公司全部债务总额为 36.50 亿元，较年初增长 3.87%；其中短期债务 1.55 亿元（占 4.23%），长期债务 34.96 亿元（占 95.77%），分别较年初减少 70.93%、增长 17.19%。

2014~2016 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均持续下降，2016 年底分别为 47.74%、48.82%和 54.08%，较年初分别下降 1.26、4.27 和 3.32 个百分点。

总体看，公司近年来流动负债比重下降，长期债务比重较高，总体债务负担有所减轻。未来随着基础设施建设投入的持续，债务水平可能进一步上升。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 20.37%，主要由资本公积和未分配利润构成。截至 2016 年底，公司所有者权益 38.27 亿元，较年初增长 23.23%。所有者权益构成中，归属于母公司的所有者权益占 99.69%，少数股东权益占 0.31%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 15.73%，资本公积占 45.90%，盈余公积占 3.45%，未分配利润占 34.92%。公司近三年实收资本无变化。

2014~2016 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 33.58%，主要为嘉兴市秀洲区国资委及人民政府对公司进行股权划转及注入资本金形成的资本溢价。截至 2016 年底，资本公积金额为 17.51 亿元，较年初增长 47.85%，主要系国资委及人民政府对公司注入资本金 5.37 亿元所致。

总体看，公司所有者权益中资本公积及未分配利润占比较大，整体稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长 8.89%。2016 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，同比减少 2.06%，主要系公司土地整理业务收入减少所致。同时，随着建设规模的加大，近三年公司的营业成本呈增长趋势，年复合增长 13.31%。2016 年，营业成本 6.78 亿元，同比增长 10.39%。2014~2016 年，公司营业利润波动中有所减少，年均复合减少 3.05%。2016 年，公司实现营业利润 1.17 亿元，同比减少 38.40%。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用逐年减少，年均复合减少 33.57%，主要系财务费用减少所致。2014~2016 年，公司管理费用分别为 0.08 亿元、0.06 亿元和 0.08 亿元。2014~2016 年，公司财务费用分别为 0.17 亿元、0.10 亿元和 0.01 亿元，主要由利息支出构成。2014~2016 年，公司销售费用分别为 0.31 亿元、0.36 亿元和 0.34 亿元，近三年变动不大。近三年，公司费用收入比分别为 4.09%、2.35%和 1.52%，呈逐年下降趋势。

2014~2016 年，公司营业外收入主要为政府补贴收入，分别为 0.52 亿元、0.75 亿元和 0.72 亿元，占公司利润总额的比重分别为 29.45%、28.50%和 38.10%，补贴收入对公司利润总额影响较大。近三年，公司利润总额分别为 1.76 亿元、2.64 亿元和 1.88 亿元。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 22.08%、25.16%和 15.59%，呈波动下降趋势；同期，公司总资本收益率分别为 2.86%、4.10%和 2.52%，呈波动下降趋势；净资产收益率分别为 6.56%、8.41%和 4.82%，呈波动下降趋势。

总体看，随着土地整理业务的投入、保障性住房建设项目、市政基础设施项目规模的扩大，公司主营业务收入较稳定。近三年，公司营业收入波动增长；公司毛利率水平受代建业务毛利率变动及新增业务影响波动下降。但政府补贴对公司盈利能力提供一定补充。

5. 现金流

公司经营活动现金流入主要包括销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金。2014~2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入分别为 0.93 亿元、12.40 亿元和 10.14 亿元，现金收入比分别为 13.63%、150.34%和 125.44%，政府拨款力度整体有所加大。公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 11.17 亿元、7.36 亿元和 7.63 亿元，主要为公司往来款。2014~2016 年，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 12.25 亿元、11.84 亿元和 9.01 亿元，主要包括建设项目成本投入。公司支付其他与经营活动有关的现金波动中有所增长，分别为 5.37 亿元、1.05 亿元和 3.90 亿元，主要为公司往来款支出增加；近三年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 -5.61 亿元、6.77 亿元和 4.73 亿元。

投资活动方面，2014~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 0.36 亿元和 0.48 亿元，2016 年无投资活动现金流入。2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 0.09 亿元、0.13 亿元和 5.90 亿元。2016 年，公司投资活动现金流出主要为构建固定资产、无形资产支付的现金 2.26 亿元和新增支付其他与投资活动有关的现金 3.28 亿元，支付其他与投资活动有关的现金主要系子公司先从银行借款在转借给其他平台公司款项。2014~2016 年，投资活动产生的现金流量净额分别为 0.27 亿元、0.35 亿元和 -5.90 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入快速增长，分别为 18.43 亿元、24.50 亿元和 27.86 亿元，主要是借款所收到的现金。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流出分别为 14.23 亿元、30.94 亿元和 25.24 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2016 年，公司支付其他与筹资活动有关的现金 4.01 亿元，同比增加 3.06 亿元，主要系子公司偿还秀洲国资局款项。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动下降，分别为 4.20 亿元、-6.44 亿元和 2.62 亿元。

总体看，近年来公司经营性活动产生的现金净流量随着业务收入的波动增长同向变动；投资支出快速增长，随着公司主营业务规模的扩大及投入量的增加，仍存在较大融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司流动资产金额较大且占比较高，流动负债占比较少，使得公司流动比率处于较高水平，但由于公司流动资产构成中存货及应收款项占主要部分，所以速动比率相对流动比率较低。近三年，公司流动比率分别为 3.49 倍、6.20 倍和 8.40 倍，速动比率分别为 1.97 倍、2.70 倍和 3.80 倍，均呈上升趋势，主要由于流动负债不断减少所致。2014~2016 年，公司经营现金流动负债比呈波动上升态势，2014~2016 年分别为 -28.41%、62.90%和 53.45%，经营活动现金流对流动负债保障能力一般。公司短期债务规模较小，短期偿债压力较小。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 波动增长，分别 1.90 亿元、2.76 亿元和 1.95 亿元；同期公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.05 倍、0.08 倍和 0.05 倍。由于公司债务规模较大，EBITDA 对债务保障能力一般，但考虑到近两年公司土地整理及代建项目回款进度加快等因素，公司对长期债务保障能力尚可。

截至 2016 年 12 月底，公司对外担保总额为 14.61 亿元，担保比率为 38.17%。担保总额及担保比率较高，存在一定或有负债风险，但考虑到担保对象均为国有企业，代偿风险可控。

公司与各家银行保持着密切的合作关系，截至 2016 年底，公司共获得各家商业银行授信额度 72.50 亿元，尚未使用的额度为 35.99 亿元。公司间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》，截至 2017 年 8 月 9 日，公司无

未结清和已结清的不良及关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2016 年底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

总体看，公司债务以长期债务为主，短期偿债压力较小，但债务规模较大；考虑到近两年公司土地整理及代建项目回款进度加快，以及公司作为秀洲区内唯一从事城市基础设施建设和国有资产运营的平台企业，具有区域专营和较强的政府支持优势等因素，公司整体偿债能力很强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券拟发行规模为 10 亿元，相当于 2016 年底长期债务和全部债务的 28.61%和 27.40%，对公司现有债务结构影响较大。

截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.08%、48.82%和 47.74%。以 2016 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次公司债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 59.00%、54.86%和 54.02%，公司债务负担有所加重。

2. 本次债券偿债能力分析

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 1.90 亿元、2.76 亿元和 1.95 亿元，分别为本次债券拟发行金额（10 亿元）的 0.19 倍、0.28 倍和 0.20 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 12.09 亿元、19.76 亿元和 17.77 亿元，分别为本次债券拟发行金额（10 亿元）的 1.21 倍、1.98 倍和 1.78 倍，公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度较高；同期，公司经营活动净现金流对本次债券拟发行金额（10 亿元）的保障倍数分别为-0.56 倍、0.68 倍和 0.47 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券全部本金保障能力尚可。

本次债券设置分期偿付条款，拟于债券存续期第 3~7 年每年按照债券发行总额 20%的比例分次偿还债券本金。以分期偿付金额测算，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为分期偿付金额的 0.95 倍、1.38 倍和 0.98 倍，EBITDA 对分期偿付金的覆盖程度一般；2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为分期偿付金额的 6.05 倍、9.88 倍和 10.12 倍，公司经营活动现金流入量对分期偿付金的覆盖程度尚可；同期，公司经营活动净现金流对分期偿付金额的保障倍数分别为-2.81 倍、3.38 倍和 2.37 倍，公司经营活动净现金流对分期偿付金的覆盖程度尚可。

总体看，分期偿付的条款设置有效降低了公司的集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对各期偿付金额保障能力较强。

3. 本次债券偿债资金来源

本次债券募集资金为 10 亿元人民币，其中 6.00 亿元用于五个募投项目的建设，分别为：王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程、油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房，油车港镇“两新工程”马厩分区四期东区块拆迁安置房建设工程、油车港镇“两新工程”马厩分区四期西区块拆迁安置房建设工程和新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程；募投项目符合国家产业政策方向。另 4.00 亿元用于补充公司营运资金。其中：除王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区目前尚未开工建设，其他项目均已开工。募投项目均涉及安置房、社区用房、配套设施及地下车库建设等，项目建成后可产生安置房销售收入、自行车库销售收入和停车位销售收入等。具

体项目收入测算如下：

表 7 本次债券募投项目收入测算

项目名称	项目收益来源	销售均价	销售收入（万元）
王店镇“两新工程”宝华路拆迁安置小区工程	安置房销售	3,600 元/平方米	20,528.71
	自行车库销售	1,800 元/平方米	1,406.02
	停车位销售	100,000 元/个	3,230.00
小计			25,164.73
油车港镇“两新工程”油车港中心社区徐家门拆迁安置房	安置房销售	3,650 元/平方米	17,740.42
	自行车库销售	2,000 元/平方米	385.33
	停车位销售	100,000 元/个	1,750.00
小计			19,875.75
油车港镇“两新工程”马库分区四期东区块拆迁安置房建设工程	安置房销售	3,600 元/平方米	9,525.80
	自行车库销售	1,800 元/平方米	948.92
	停车位销售	100,000 元/个	500.00
小计			10,974.72
油车港镇“两新工程”马库分区四期西区块拆迁安置房建设工程	安置房销售	3,500 元/平方米	12,814.90
	自行车库销售	1,600 元/平方米	1,184.32
小计			13,999.22
新塍镇“两新工程”火炬花苑安置小区工程	安置房销售	3,300 元/平方米	38,430.48
	自行车库销售	1,500 元/平方米	3,399.00
小计			41,829.48
合计			111,843.90

资料来源：公司提供

上述募投项目于 2014 年 1 月~2015 年 11 月期间陆续开工建设，预计于 2017 年至 2018 年之间完工；目前，上述募投项目无完工情况，仍处于在建状态。根据募投项目可行性研究报告，项目建成后形成的安置房、自行车库及停车位将进行销售，预计实现销售收入 11.18 亿元，可完全覆盖本次公司债券本金。

考虑到收益的实现受施工进度及销售情况影响存在不确定性，联合评级保持关注。

九、债权保障措施

1. 担保方

本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据《担保函》，中合担保同意作为保证人为公司发行本次债券提供担保，担保方式为全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；担保范围包括本次债券本息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；担保期间为债券存续期及债券到期之日起二年。在债券到期时，如公司不能兑付债券本息，中合担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记结算机构指定的兑付付息账户。

中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。中合担保成立于 2012 年 7 月，由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本控股有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限责任公司共同发起设立。截至 2016 年底，中合担保注册资

本 71.76 亿元，是目前国内资本规模最大的担保机构之一。

截至 2016 年底，中合担保资产总额 121.04 亿元，所有者权益 82.69 亿元。2016 年，中合担保实现营业收入 14.63 亿元，其中已赚保费 7.82 亿元，投资收益 4.79 亿元，实现净利润 5.29 亿元。担保代偿方面，受宏观经济增速放缓影响，中合担保担保代偿规模有所上升。截至 2016 年底，累计代偿金额 5.98 亿元，其中 2016 年代偿金额 4.04 亿元；2016 年当期代偿率和截至 2016 年底累计代偿率分别为 1.97% 和 1.71%。2016 年，公司当年代偿回收额 0.89 亿元，当年代偿回收率 22.09%，累计代偿回收率 18.87%。目前，中合担保对代偿的担保项目采取执行债权转让、诉讼等措施进行追偿，由于抵质押物为设备、土地等固定资产且担保抵质押物充足，未来代偿款收回的可能性较大。整体来看，中合担保代偿风险可控。

综上所述，经联合评级评定中合担保主体长期信用级别为 AAA，评级展望为“稳定”。中合担保整体抗风险能力很强，为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的偿付安全性。

2. 偿债资金监管

为充分保护本次债券持有人的合法权益，公司与恒泰长财证券有限责任公司（以下简称“恒泰长财证券”）签订了《债券持有人会议规则》、《债权代理协议》，由恒泰长财证券代理债券持有人与公司之间进行谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项等。

根据《债券债权代理协议》的约定，恒泰长财证券作为本次债券的债权代理人，代理债券持有人行使权力，具体如下：（1）持续关注公司的资信状况，出现影响债券持有人重大权益的事项时，召集债券持有人会议；（2）如果公司为债券设定了抵（质）押担保，债权代理人有权代表全体债券持有人签订与本次债券抵（质）押事项有关的协议，并有权代表全体债券持有人与相关方签署募集资金账户监管协议等文件，并代为履行上述协议项下的权利义务；（3）公司为债券设定抵（质）押担保的，应在本次债券发行完毕后的 15 个工作日内向抵（质）押资产监管机构移交为抵（质）押资产办理登记的各项权利凭证。债权代理人监督上述权利凭证的办理、移交过程；（4）在本协议有效期内勤勉处理债券持有人与公司之间的谈判或者诉讼事务；（5）公司不能依照募集说明书的约定偿还本息时，依法申请法定机关采取财产保全措施；（6）公司不能依照募集说明书的约定偿还本息时，代理债券持有人进行和解或参与整顿、重组或者破产的法律程序；（7）在本协议有效期内，债权代理人在获悉发行人未全面履行其本次债券募集说明书中规定的偿付本息义务，且自付息日或兑付日起 30 个工作日内之内仍不能足额支付当期本息和违约金；发行人减资、合并、分立、解散或者申请破产；抵（质）押资产发生重大不利变化（如果发行人为债券设定了抵（质）押担保）；保证人发生重大不利变化（如果存在保证人）；出现使本次债券持有人的债权难以实现或无法实现的其他情形的 3 个工作日内，按《债券持有人会议规则》召集债券持有人会议，债券持有人有权要求发行人提前偿付全部本息。若债券持有人会议通过相关的偿付决议后，10 个工作日后发行人仍未偿付，债权代理人有权代理债券持有人进行抵（质）押物的处置（若有），并对抵（质）押物处置所得进行监管，以保证债券持有人优先受偿；债权代理人有权要求保证人履行保证责任（若有）。（8）就重大债权代理事务经发行人认可后，独立聘请律师事务所、会计师事务所等中介机构提供专业意见和服务；（9）债券持有人会议授权的其他事项。

公司与中国农业银行股份有限公司嘉兴秀洲支行（以下简称“农行嘉兴秀洲支行”）签署了《偿债资金专户监管协议》以及《募集资金账户监管协议》。公司在农行嘉兴秀洲支行开立募集资金专项账户用于管理募集资金；开立偿债资金专户用于管理偿债资金，农行嘉兴秀洲支行对上述专户进行

监管。

根据《募集资金账户监管协议》，该专户资金仅用于公司按照本次债券募集说明书披露的资金用途使用，不得用作其他用途。农行嘉兴秀洲支行有权采取现场调查、书面问询等方式行使其监督权，每季度对公司现场调查时同时检查募集资金专户存储情况。在协议存续期内，若因出现募集资金专户被查封、销户、冻结及其他情形而不能履约划转现金款项的，公司可指定新的募集资金专户，并有义务在新指定的募集资金专户确定当日通知农行嘉兴秀洲支行。监管银行按月向公司出具对账单，公司应保证对账单内容真实、准确、完整。若公司连续三次未及时出具对账单或未及时通知专户大额支取情况，监管银行有权单方面终止本协议并注销募集资金专户。

跟据《偿债资金专户监管协议》（以下简称“监管协议”），公司在农行嘉兴秀洲支行开立偿债资金专户，该专户资金仅用于归集偿付本次债券本息的资金；该账户内资金仅能划付至本次债券的债券托管机构指定的银行账户。（1）公司应在本次债券的每个还本付息日 10 个工作日之前将当期应偿付资金划付至偿债资金专户，监管银行应依据本协议的约定于本次债券还本付息日前的第 10 日，核对偿债资金专户内资金状况；若发现偿债资金专户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，应于当日通知公司，并同时冻结偿债资金专户。（2）农行嘉兴秀洲支行有权利依照本协议规定监管偿债资金专户内的资金，并保证偿债资金专户内的资金不被擅自提取或划拨。监管银行未尽监管义务造成偿债资金专户资金流失的，应当对流失的资金承担补充赔偿责任。（3）若偿债资金专户发生资金变动，农行嘉兴秀洲支行均应在 1 个工作日内通知甲方，并根据相关各方的要求提交资金出入账相关单据的原件或复印件。（4）在本协议存续期内，若因出现偿债资金专户被查封、销户、冻结及其他情形而不能履约划转现金款项的，公司可指定新的偿债资金专户，并有义务在新指定的偿债资金专户确定当日通知农行嘉兴秀洲支行。（5）本次债券存续期内，当公司对本次债券利息或本金支付发生临时资金流动性不足时，农行嘉兴秀洲支行可根据申请，在符合法律法规和内部信贷政策及规章制度允许的前提下，按照其内部规定程序进行评审，经评审合格后，可对公司提供流动性信贷支持。

总体看，募集资金账户监管协议和偿债资金专户监管协议有助于本次债券资金的合规使用与归集，减少并降低了操作风险。

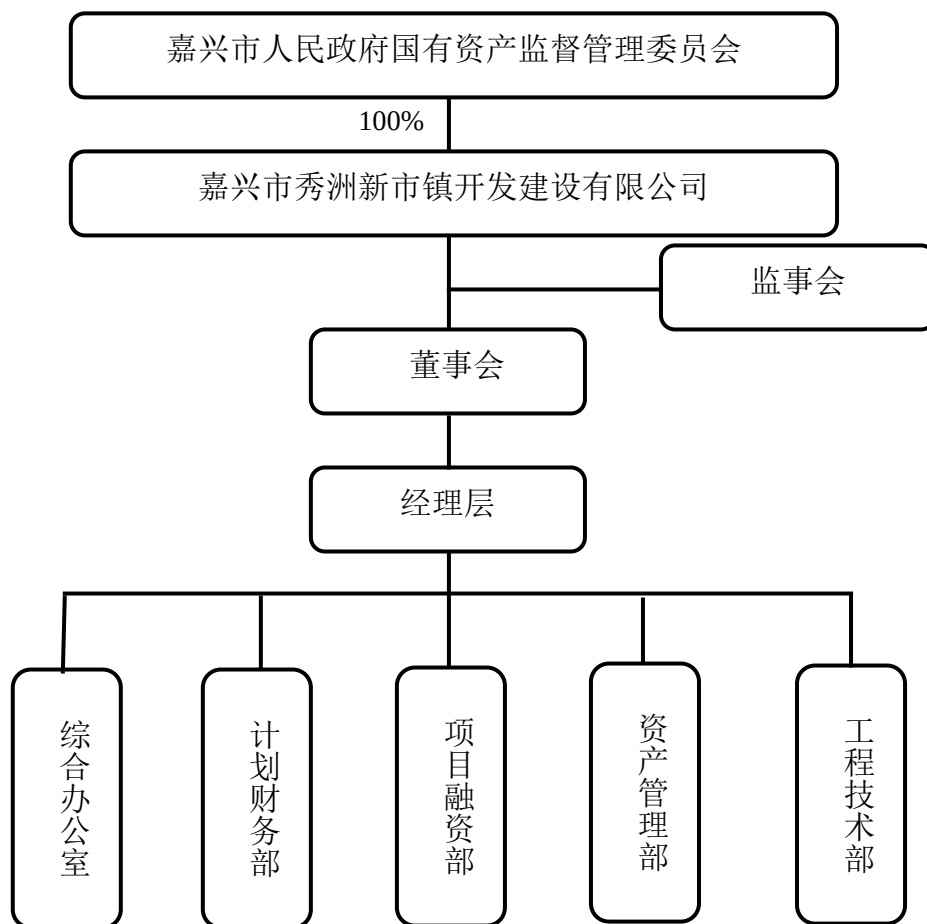
十、综合评价

公司是嘉兴市秀洲区最主要的基础设施建设主体；主要从事嘉兴市秀洲区范围内土地整理、城市基础设施建设、保障性住房建设业务。近年来，嘉兴市及秀洲区经济情况发展稳定，城市基础设施建设发展空间较大，有利于公司的经营规模和盈利能力进一步提升。公司在资本金注入、财政补贴、税收优惠等方面得到政府的大力支持。同时，联合评级也关注到公司融资压力较大、资产流动性较弱等因素给公司经营带来不利影响。

本次债券设置分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。中合担保为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保实力较强，有效提升了本次债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本次公司债券偿还能力和担保方担保实力的综合评估，联合评级认为本次公司债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 嘉兴市秀洲新市镇开发建设有限公司主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	75.05	72.89	83.34
所有者权益（亿元）	26.41	31.05	38.27
短期债务（亿元）	11.20	5.31	1.55
长期债务（亿元）	27.64	29.83	34.96
全部债务（亿元）	38.84	35.14	36.50
营业收入（亿元）	6.81	8.25	8.08
净利润（亿元）	1.73	2.61	1.84
EBITDA（亿元）	1.90	2.76	1.95
经营性净现金流（亿元）	-5.61	6.77	4.73
应收账款周转次数（次）	--	0.64	0.83
存货周转次数（次）	--	0.18	0.17
总资产周转次数（次）	--	0.11	0.10
现金收入比率（%）	13.63	150.34	125.44
总资本收益率（%）	2.86	4.10	2.52
总资产报酬率（%）	--	3.72	2.46
净资产收益率（%）	6.56	8.41	4.82
营业利润率（%）	22.08	25.16	15.59
费用收入比（%）	4.09	2.35	1.52
资产负债率（%）	64.81	57.40	54.08
全部债务资本化比率（%）	59.52	53.09	48.82
长期债务资本化比率（%）	51.14	49.00	47.74
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	0.05
流动比率（倍）	3.49	6.20	8.40
速动比率（倍）	1.97	2.70	3.80
现金短期债务比（倍）	0.64	1.61	6.55
经营现金流动负债比率（%）	-28.41	62.90	53.45
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.19	0.28	0.20

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、公司未提供 2013 年经审计财务数据，部分指标无法计算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。