

华林资管-嘉善水务供水收费收益权资产支持

专项计划资产支持证券

# 跟踪评级报告

## 概述

编号：【新世纪跟踪[2022]100754】

**跟踪对象：华林资管-嘉善水务供水收费收益权资产支持专项计划资产支持证券**

**跟踪评级结果：**

产品	剩余规模 (万元)	本次 跟踪	上次 跟踪	首次 评级
嘉善水 01	已兑付	---	---	AAA <sub>sf</sub>
嘉善水 02	已兑付	---	---	AAA <sub>sf</sub>
嘉善水 03	已兑付	---	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
嘉善水 04	3400.00	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
嘉善水 05	3600.00	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
嘉善水 06	3800.00	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
嘉善水 07	2000.00	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
嘉善水 08	4200.00	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
嘉善水 09	4400.00	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
次级	1800.00	NR	NR	NR
合计	23200.00	---	---	---
评级时间	---	2022/6/28	2021/6/29	2019/1/9

NR：无评级

**跟踪评级相关信息：**

跟踪期间	2021/4/26-2022/4/25
计划设立日	2019/4/25
证券跟踪基准日	2022/4/25
原始权益人/ 资产服务机构	嘉善县水务投资有限公司
差额支付承诺人/ 流动性资金支持者 1	嘉善县水务控股集团有限公司
担保人/ 流动性资金支持者 2	嘉善县国有资产投资集团有限公司
计划管理人	华林证券股份有限公司
托管银行	华夏银行股份有限公司杭州分行
监管银行	中国民生银行股份有限公司杭州分行
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司

**嘉善国投主要财务数据：（单位：亿元，%）**

嘉善国投	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
总资产	388.20	506.68	611.25	677.27
所有者权益	144.24	196.76	219.71	217.57
资产负债率	62.84	61.17	64.06	67.87
经营性现金净流量	7.74	-0.43	-23.46	-17.89
营业收入	26.90	33.58	38.72	5.59
净利润	1.97	0.86	1.33	-0.98
EBITDA	10.18	12.03	14.82	-

注：根据嘉善国投经审计的 2019-2021 年以及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理计算。公司 2020 年财务数据来源于 2021 年审计报告期初数。

**分析师**

周思齐 zhousiqi@shxsj.com  
 贝雨潇 beyu@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>

**跟踪评级观点：**

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”或“本评级机构”）基于跟踪期内资产管理报告、资产服务机构报告、托管银行报告、收益分配报告和入池基础资产信息资料，对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构以及其他参与各方信用状况进行持续关注，经分析与测算，新世纪评级评定“华林资管-嘉善水务供水收费收益权资产支持专项计划资产支持证券”（简称“本期证券”）的优先级资产支持证券（包括嘉善水 04 至嘉善水 09）的信用等级维持 AAA<sub>sf</sub> 级。

**主要优势：**

- **嘉善国投信用质量保持稳定。**嘉善县区位优势显著，2021 年以来经济保持稳步发展，工业经济增长态势良好。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；嘉善国投仍是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，区域地位保持，2021 年获得政府在资产划转及补贴等方面较大力度的支持；嘉善国投主营业务经营基本保持稳定，水务、天然气等业务仍保持区域专营优势，业务经营稳定性及资金回笼能力仍较强。
- **参与方履约能力良好。**跟踪期内，本期证券主要参与方均正常履约，未发生信用触发事件，本期交易整体信用表现情况良好。

**主要风险：**

- **基础资产现金流低于预期。**根据资产服务报告和监管账户流水，归集期间归集到的现金流低于预测值，需持续关注后续基础资产运行和现金流归集情况。
- **嘉善国投信用质量后续需持续关注。**嘉善国投债务扩张仍较快，负债经营程度已较重，即期偿债压力有所加大。公司后续建设项目资金投入需求仍较大，负债规模或将进一步增加；嘉善国投经营性业务综合盈利能力仍偏弱，且期间费用对利润的侵蚀程度仍较重，净利润水平仍主要依赖于政府补助；嘉善国投资产中房地产、基建等项目投建成本及应收政府企事业单位往来款的规模仍较大，款项回收周期预计偏长，整体资产流动性仍偏弱；嘉善国投对外担保规模较大，且经营性担保已出现逾期，面临

一定的代偿风险。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

本评级机构对华林资管-嘉善水务供水收费收益权资产支持专项计划资产支持证券的跟踪评级作如下声明：

本评级机构、评级分析人员与本期交易的参与机构之间不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。本评级机构与评估人员履行了诚信义务，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。资产支持证券的评级结果是基于一系列的假设，并通过模型计算得出。然而，如果这些基本假设与实际情况因为经济环境发生变化及其他原因而出现较大的偏差，这将导致评级结果也随之变动，而不再维持原来的评级结果。本次评级所依据的评级方法是《新世纪评级方法总论》及《企业资产经营收益权资产支持证券信用评级方法》。

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。所引用的资料依据各参与方所提供的资料，各参与方对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、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。

## 华林资管-嘉善水务供水收费收益权资产支持专项计划

### 资产支持证券

# 跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

按照华林资管-嘉善水务供水收费收益权资产支持专项计划资产支持证券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构基于跟踪期内资产服务机构报告、资产管理报告、托管报告、收益分配报告和入池基础资产信息等资料，对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构以及各参与方信用状况进行持续关注，并予以定期跟踪评级。

## 二、交易概况

图表 1. 本期证券重要参与方

参与角色	参与方	参与方简称
原始权益人/资产服务机构	嘉善县水务投资有限公司	嘉善水投
差额支付承诺人/ 流动性资金支持者一	嘉善县水务控股集团有限公司	嘉善水务集团
担保人/ 流动性资金支持者二	嘉善县国有资产投资集团有限公司	嘉善国投
计划管理人	华林证券股份有限公司	华林证券
托管银行	华夏银行股份有限公司杭州分行	华夏银行
监管银行	中国民生银行股份有限公司杭州分行	民生银行
律师事务所	浙江京衡律师事务所	京衡律所
会计师事务所	嘉善嘉恒联合会计师事务所（普通合伙）	嘉恒联合会所
评估机构	中铭国际资产评估（北京）有限责任公司	中铭国际
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司	中证登上海分公司

资料来源：本期证券交易文件

根据本期专项计划交易文件规定，管理人接受认购人的委托，将认购资金用于购买基础资产，嘉善县水务投资有限公司将自专项计划成立之日起未来 108 个月内向特定供水区域内提供供水服务而产生的供水收费收益权转让给专项计划并将其所依附的供水收费权作质押登记。特定供水区域系指依据政府授权和批准，嘉善县水务投资有限公司的特定供水区域范围。本专项计划项下的特定供水区域为嘉善县北部西塘镇、姚庄镇、陶庄镇、天凝镇（天凝片、洪溪片）等四个镇的行政区域。管理人将专项计划资产按约定向资产支持证券持有人支付本金和利息。计划管理人委托嘉善水投担任本期证券资产服务机构，委托华夏银行和民生银行担任本期证券托管银行和监管银行。

根据《差额支付承诺函》，嘉善水务集团不可撤销及无条件地向管理人

(代表全体资产支持证券持有人)承诺：当（1）在专项计划终止日之前，截至任何一个初始核算日计划账户可分配的资金不足以覆盖当期所有优先级资产支持证券预期支付额及当期应付税费；或（2）在专项计划终止日之后，指管理人根据清算方案确认专项计划资产仍不足以支付所有优先级资产支持证券届时尚未获得支付的所有收益和本金及应付税费，嘉善水务集团应在收到计划管理人发出的《差额支付通知书》后，于差额支付划款日下午 16:00 前将专项计划账户中的可分配金额和各期预期支付额及当期税费之和的差额部分金额将支付至专项账户。

专项计划设立满 3 年后，嘉善水 04 至嘉善水 09 资产支持证券持有人可以选择将其所持有的未到期上述优先级资产支持证券全部或部分回售给原始权益人。专项计划设立满 6 年后，嘉善水 07 至嘉善水 09 资产支持证券持有人可以选择将其所持有的未到期上述优先级资产支持证券全部或部分回售给原始权益人。优先级资产支持证券持有人选择回售给原始权益人的，需在回售登记期内的交易日通过《回售申报书》向管理人申报回售，逾期未办理回售登记手续即视为资产支持证券持有人放弃回售。

当专项计划存续期间第 3 年、第 6 年对应的撮合交易期结束后，除去当期回售申报和再次申购部分后，剩余的各档优先级资产支持证券的剩余本金规模均低于专项计划设立时该档资产支持证券初始本金规模的 80%（含），原始权益人有权选择是否赎回资产支持证券的所有剩余份额。若原始权益人决定行使赎回权，须在赎回公告期内进行公告，若原始权益人未在赎回公告期内进行公告的，则视为放弃赎回权。

嘉善国投为嘉善水务集团履行差额补足义务、原始权益人基础资产赎回义务以及回售全部或部分嘉善水 04 至嘉善水 09 资产支持证券的义务提供不可撤销的连带责任保证担保。同时，为保证在专项计划存续期间原始权益人的持续经营，防止出现原始权益人因兑付专项计划到期本金及利息、支付回售价款导致现金流紧张或不足的情况，嘉善水务集团及嘉善国投向原始权益人和管理人出具《流动性支持承诺函》，承诺在专项计划存续期间给予原始权益人资金方面的必要支持。

本期证券发行规模为 3.40 亿元，其中优先级资产支持证券规模 3.22 亿元，次级资产支持证券规模为 0.18 亿元。优先级资产支持证券分为 9 个档次，包括嘉善水 01、嘉善水 02、嘉善水 03、嘉善水 04、嘉善水 05、嘉善水 06、嘉善水 07、嘉善水 08 和嘉善水 09，规模分别为 0.26 亿元、0.30 亿元、0.32 亿元、0.34 亿元、0.36 亿元、0.38 亿元、0.40 亿元、0.42 亿元和 0.44 亿元。期限分别为 1 年、2 年、3 年、4 年、5 年、6 年、7 年、8 年和 9 年。嘉善水 01 至嘉善水 09 各档的发行利率分别为 3.65%、4.20%、4.55%、4.55%、4.55%、4.55%、6.00%、6.00%和 6.00%。

依据本期专项计划的分配公告，跟踪期内，本期证券共进行了 1 次分配，各档优先级资产支持证券利息及本金均按照交易文件约定正常兑付。嘉善水 03 资产支持证券本金已于 2022 年 4 月 25 日全部兑付完毕。此外，嘉善水

07 资产支持证券于 2022 年 4 月 25 日兑付回售金额 2000.00 万元，剩余本金 2000.00 万元。其他档次证券未发生回售，仅按约定分配收益，本金尚未兑付。

**图表 2. 资产支持证券情况（单位：万元）**

分级情况	本次证券跟踪基准日			上次证券跟踪基准日			专项计划成立日		
	评级	金额	比例	评级	金额	比例	评级	金额	比例
嘉善水01	---	已兑付	---	---	已兑付	---	AAA <sub>sf</sub>	2600.00	7.65%
嘉善水02	---	已兑付	---	---	已兑付	---	AAA <sub>sf</sub>	3000.00	8.82%
嘉善水03	---	已兑付	---	AAA <sub>sf</sub>	3200.00	11.27%	AAA <sub>sf</sub>	3200.00	9.41%
嘉善水04	AAA <sub>sf</sub>	3400.00	14.66%	AAA <sub>sf</sub>	3400.00	11.97%	AAA <sub>sf</sub>	3400.00	10.00%
嘉善水05	AAA <sub>sf</sub>	3600.00	15.52%	AAA <sub>sf</sub>	3600.00	12.68%	AAA <sub>sf</sub>	3600.00	10.59%
嘉善水06	AAA <sub>sf</sub>	3800.00	16.38%	AAA <sub>sf</sub>	3800.00	13.38%	AAA <sub>sf</sub>	3800.00	11.18%
嘉善水07	AAA <sub>sf</sub>	2000.00	8.62%	AAA <sub>sf</sub>	4000.00	14.08%	AAA <sub>sf</sub>	4000.00	11.76%
嘉善水08	AAA <sub>sf</sub>	4200.00	18.10%	AAA <sub>sf</sub>	4200.00	14.79%	AAA <sub>sf</sub>	4200.00	12.35%
嘉善水09	AAA <sub>sf</sub>	4400.00	18.97%	AAA <sub>sf</sub>	4400.00	15.49%	AAA <sub>sf</sub>	4400.00	12.94%
次级	NR	1800.00	7.76%	NR	1800.00	6.34%	AAA <sub>sf</sub>	1800.00	5.29%
<b>合计</b>	<b>---</b>	<b>23200.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>---</b>	<b>28400.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>---</b>	<b>34000.00</b>	<b>100.00%</b>

注：根据收益分配报告整理。

跟踪期内，各机构均按照专项计划交易文件的约定履行相应职责，未发生差额支付启动事件、担保启动事件和违约事件对本期证券及基础资产产生重大影响的事项，本期交易整体信用表现情况良好。

**图表 3. 影响信用质量事件触发状况统计**

影响信用质量事件	跟踪期内情况
权利完善事件	无
加速清偿事件	无
违约事件	无
相关参与方解任事件	无

注：根据资产服务机构报告、资产管理报告、托管报告等整理。

### 三、资产池表现情况

本期专项计划基础资产系指原始权益人（即嘉善水投）在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人根据相关法律法规和政府授权，享有的在特定期限内向特定供水区域内提供供水服务而产生的供水收费收益权及其从权利。

跟踪期内，供水收入的归集（包括资金归集期间、路径及资金划出）均按照监管协议的约定执行，根据监管账户流水信息，监管账户资金均按照交易文件及监管协议的约定进行划转。跟踪期内，监管账户共计收到基础资产现金流入 6371.16 万元。底层资产现金流入与现金流预测报告中预测值存在



8.16%的偏差。

**图表 4. 现金流归集情况（单位：万元）**

归集期间	现金流预测报告水费归集金额	实际归集金额
2021年5月-2022年4月	6937.30	6371.16

注：根据现金流预测报告、资产服务报告及监管账户流水绘制。

跟踪期内，供水收入的归集均按照监管协议的约定执行，基础资产现金流入按照交易文件约定的顺序进行分配。跟踪期内水费收入与现金流预测报告中存在一定差异，但归集期间偏差尚未达到 30%。

## 四、原始权益人/资产服务机构（嘉善水投）

### （一）概况

嘉善水投成立于 2006 年 8 月 4 日，由嘉善水务集团投资组建。截至 2021 年末，注册资本和实收资本均为 1.55 亿元，股东为嘉善水务集团，持股比例 100%，实际控制人为嘉善县财政局。经营范围包括：一般项目：以自有资金从事投资活动(除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动)。许可项目：自来水生产与供应；各类工程建设活动(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，具体经营项目以审批结果为准)。

### （二）经营状况

嘉善水投下辖丁栅水厂营业收入主要来自于自来水销售收入，嘉善水投主要承担原水净化及嘉善县北部（包括西塘镇、姚庄镇、陶庄镇、天凝镇的天凝和洪溪片）居民生产、生活供水营运。2019-2021 年，嘉善水投分别实现营业收入 6415.03 万元、6161.72 万元和 6662.88 万元，其中自来水销售收入分别为 6223.19 万元、5872.46 万元和 6106.87 万元，占比分别为 97.01%、95.31%和 91.66%。其他业务收入来自于安装维修、电力转让和废料回收。

**图表 5. 嘉善水投 2019-2021 年营业收入构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
自来水销售	6223.19	5872.46	6106.87
其他收入	191.83	289.26	556.01
<b>合计</b>	<b>6415.03</b>	<b>6161.72</b>	<b>6662.88</b>

数据来源：嘉善水投

2019-2021 年，嘉善水投供水量分别为 3059 万吨、3000 万吨和 2856 万吨，售水总量分别为 2539 万吨、2505 万吨和 2306 万吨。截至 2021 年末，丁栅自来水厂设计供水能力为 15 万吨/日，拥有自来水管网长度 1987 公里。



**图表 6. 嘉善水投 2019-2021 年供水业务运营情况**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
供水能力（万吨/日）	15.00	15.00	15.00
供水总量（万吨）	3059	3000	2856
售水总量（万吨）	2539	2505	2306
产销差率 <sup>1</sup> （%）	17.00	16.50	19.27
管网总长度（公里）	1929	1957	1987

数据来源：嘉善水投

2021 年，嘉善水投资项目总投资 1.17 亿元；其中国资投资项目 6 个，总投资 9048.00 万元，已完成投资 2411.00 万元；集团小型项目 6 个，总投资 244.30 万元，已全部完成投资；代建项目 19 个，总投资 1887.00 万元，已完成投资 1100.00 万元；其他项目 1 个，总投资 505.00 万元。

### （三）公司财务质量

嘉善嘉恒联合会计师事务所（普通合伙）对嘉善水投 2019-2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2021 年末，嘉善水投资产总额为 8.69 亿元，所有者权益为 2.32 亿元。2021 年，嘉善水投实现营业收入 0.67 亿元，净利润-0.49 亿元，经营活动产生的净现金流 0.96 亿元。

从资产构成方面来看，截至 2019-2021 年末，嘉善水投总资产分别为 8.59 亿元、8.44 亿元和 8.69 亿元。同期末，非流动资产分别为 5.82 亿元、5.71 亿元和 5.61 亿元，分别占总资产的比例为 67.78%、67.66%和 64.57%。非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，截至 2021 年末，上述科目余额分别为 3.75 亿元和 1.63 亿元。固定资产主要包括管网、房屋以及专用设备；在建工程中主要有水源地保护项目、城乡供水一体化洪溪段管线迁建工程等。流动资产主要由其他应收款和其他流动资产构成，截至 2021 年末，上述科目余额分别 2.37 亿元和 0.53 亿元。其他应收款中对嘉善水务集团的其他应收款余额为 2.36 亿元；流动资产主要为证券公司理财产品。

从负债构成方面来看，截至 2019-2021 年末，嘉善水投总负债分别为 6.18 亿元、6.63 亿元和 6.38 亿元，资产负债率分别为 72.00%、78.59%和 73.36%。同期末，非流动负债分别为 4.45 亿元、4.55 亿元和 3.82 亿元，分别占总负债的比例为 72.05%、68.55%和 59.91%。非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，截至 2021 年末，上述科目余额分别为 0.36 亿元、2.51 亿元和 0.89 亿元。长期借款全部为保证借款；应付债券是由嘉善水投发行的资产证券化产品；长期应付款主要是对水源地保护项目的专项应付款。流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，截至 2021 年末，上述科目余额分别为 0.07 亿元、1.03 亿元和 1.45 亿元。应付

<sup>1</sup>产销差率=（供水总量-售水总量）/供水总量×100%。

账款主要包括应付货款、应付工程款和暂估款；其他应付款主要包括往来款、保证金和工程建设资金。

从盈利能力方面来看，2019-2021 年，嘉善水投分别实现营业收入 0.64 亿元、0.62 亿元和 0.67 亿元，其中自来水销售收入占比分别为 97.01%、95.31% 和 91.66%，其他业务收入来自于安装维修、店里转让和废料回收。期间费用方面，2021 年，嘉善水投销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.09 亿元、0.13 亿元和 0.23 亿元，期间费用率为 68.25%，期间费用对营业利润造成较大侵蚀。2019-2021 年，嘉善水投实现营业利润分别为 0.65 亿元、-0.43 亿元和 -0.48 亿元，净利润分别为 0.66 亿元、-0.43 亿元和 -0.49 亿元。2019 年，嘉善水投获得政府补助 8900.00 万元致使其营业利润和净利润为正，2020-2021 年，公司未获得与经营相关的政府补助。总体来看，嘉善水投自身盈利能力很弱，主要依赖于政府补助。

从现金流量方面来看，2019-2021 年，嘉善水投经营活动产生的现金流量净额分别为 -2.00 亿元、0.21 亿元和 -0.05 亿元，营业收入现金率分别为 103.47%、103.78% 和 103.64%；同期，投资活动产生的现金流量净额分别为 -1.16 亿元、-0.88 亿元和 -0.89 亿元；同期，筹资活动产生的现金流量净额分别为 3.22 亿元、0.71 亿元和 0.96 亿元。

截至 2021 年末，嘉善水投共获得银行授信额度为 1.20 亿元，已使用额度为 1.20 亿元。

根据嘉善水投提供的 2022 年 1 月 18 日的《企业信用报告》显示，嘉善水投无信贷违约记录。

总体而言，嘉善水投股东背景较好，自身业务运营稳定，能够较好地履行资产服务机构的职责。

## 五、差额支付承诺人（嘉善水务集团）

### （一）概况

嘉善水务集团（本章节简称“该公司”或“公司”）成立于 2008 年 12 月 16 日。截至 2021 年末，嘉善水务集团注册资本和实收资本均为 8.66 亿元，股东为嘉善国投，持股比例为 100%，实际控制人为嘉善县财政局。经营范围包括：一般项目：污水处理及其再生利用；住房租赁；非居住房地产租赁。许可项目：自来水生产与供应；建设工程施工。

### （二）经营状况

该公司主要业务为自来水销售、污水处理和工程结算。2019-2021 年，公司实现营业收入分别为 3.81 亿元、3.46 亿元和 4.91 亿元。其中，自来水

销售收入分别为 1.56 亿元、1.50 亿元和 1.80 亿元，污水处理收入分别为 0.81 亿元、0.68 亿元和 0.83 亿元，工程结算收入分别为 1.26 亿元、0.94 亿元和 1.56 亿元。2021 年，公司整体运营情况较好，各版块业务收入均有所增长。

**图表 7. 嘉善水务集团 2019-2021 年营业收入构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
自来水销售	15580.10	15045.63	18029.90
污水处理	8060.35	6787.89	8258.17
工程结算	12628.92	9378.95	15565.44
其他	1834.05	3344.61	7229.33
<b>合计</b>	<b>38103.42</b>	<b>34557.08</b>	<b>49082.84</b>

数据来源：嘉善水务集团

供水业务方面，嘉善水务集团是嘉善县唯一的供水企业，业务具备区域专营优势。嘉善水务集团下属 2 个自来水子公司，由南北区域划分，分别负责各自区域内的自来水供应和收费。公司涉及供水的项目包括：（1）丁栅水厂二期工程，主要建设为新增供水能力 5 万吨/日，总投资 7388 万元，2019 年 8 月起工程进入试运行阶段。县域内供水能力到达 36 万吨/日；（2）魏塘水厂老厂区改造工程，总投资 2500 万元，2019 年 9 月份完工；（3）嘉善县智慧水务系统，一二管线完成测绘，招标预计管线长度 650 公里，实际长度为 830.73 公里。省测绘质检站验收结果通报平均分达到 85 分，系统平台已上线调试，指挥中心装修完成初步设计方案；（4）嘉善县千岛湖供配水工程，总投资 45000 万元，项目主要新建一座 8 万吨/日的千岛湖自来水厂（魏塘自来水厂五期预留地块），新建 DN1200 原水管道约 9 公里，新建 DN800 清水管道（魏塘至丁栅）约 22 公里，截至 2021 年末，已投资 1600 万元。

2019-2021 年，该公司自来水销售收入分别为 1.56 亿元、1.50 亿元和 1.80 亿元；供水量分别为 8275 万吨、7723 万吨和 8789 万吨；售水总量分别为 6507 万吨、6055 万吨和 6943 万吨；产销差率分别为 21.37%、21.59%和 21.00%。截至 2021 年末，公司供水能力为 36.00 万吨/日，拥有自来水管网 2757.65 公里。

**图表 8. 嘉善水务集团 2019-2021 年供水业务运营情况**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
供水能力（万吨/日）	36	36	36
供水总量（万吨）	8275	7723	8789
售水总量（万吨）	6507	6055	6943
产销差率 <sup>2</sup> （%）	21.37	21.59	21.00
管网漏损率（%）	11.77	9.21	13.46
管网总长度（公里）	2820.14	2843.91	2757.65 <sup>3</sup>

数据来源：嘉善水务集团

<sup>2</sup>产销差率=（供水总量-售水总量）/供水总量×100%。

<sup>3</sup> 2021 年披露的官网总长度的口径为测绘后总长度。

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。公司涉及污水的项目包括：（1）东部污水厂工程，主要建设为 5 万吨/天清洁排放标准的污水厂、23 公里污水管网、新建污水泵站 1 座、改扩建泵站 2 座及改建污水泵站 3 座，总投资 59094 万元。截至 2021 年末，已完成投资 59094 万元，已试运行；（2）西塘污水厂扩容工程，主要建设为 3.5 万吨/天清洁排放标准的污水厂，总投资 30479 万元。截至 2021 年末，已完成投资 30479 万元，进入试运行阶段；（3）南排三期 15 号-16 号泵站污水管工程，主要建设为 DN1400 污水管网 3.23 公里，总投资 4788 万元。截至 2021 年末，已完成投资 4788 万元，工程已完工。

### （三）公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）浙江分所对该公司 2019-2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。嘉善水投执行企业会计准则及其补充规定。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司总共 18 家。

从资产构成方面看，截至 2019-2021 年末，该公司总资产分别为 26.31 亿元、34.94 亿元和 39.63 亿元，资产规模逐年扩大。同期末，公司非流动资产分别为 22.74 亿元、29.44 亿元和 31.66 亿元，占总资产的比例分别为 86.42%、84.26%和 79.91%。非流动资产主要由固定资产、在建工程和其他权益工具投资构成，截至 2021 年末，上述科目余额分别为 12.69 亿元、13.11 亿元和 5.45 亿元。固定资产主要为房屋、机器设备和管网等；在建工程中主要在建项目包括污水处理工程、供水管道工程等；其他权益工具投资主要包含 3 家嘉兴市内与供水和污水处理有关的企业。截至 2019-2021 年末，公司流动资产分别为 3.57 亿元、5.50 亿元和 7.96 亿元，占总资产的比例分别为 13.58%、15.74%和 20.09%。流动资产主要由货币资金、其他应收款和应收账款构成，截至 2021 年末，上述科目余额分别为 3.02 亿元、2.32 亿元和 0.99 亿元。货币资金主要为银行存款；其他应收款主要为与股东嘉善国投的往来款账面余额为 2.18 亿元；应收账款中对嘉善县住房和城乡建设局的应收账款账面余额为 0.48 亿元。

从债务构成方面看，截至 2019-2021 年末，该公司总负债分别为 20.21 亿元、26.06 亿元和 28.05 亿元，资产负债率分别为 76.80%、74.60%和 70.78%。同期末，公司非流动负债分别为 9.54 亿元、14.79 亿元和 15.48 亿元，占总负债的比例分别为 47.20%、56.74%和 55.18%。非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益构成。截至 2021 年末，上述科目余额分别为 2.09 亿元、2.33 亿元、6.97 亿元和 3.15 亿元。长期借款主要为保证借款；应付债券为子公司嘉善水投发行的资产证券化产品；长期应付款主要为与供水和污水处理相关的专项工程款；递延收益为与供水和污水处理相关工程的政府补助。截至 2019-2021 年末，公司流动负债分别为 10.67 亿元、11.27

亿元和 12.57 亿元，占总负债的比例分别为 52.80%、43.26%和 44.82%。流动负债主要由短期借款、应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2021 年末，上述科目余额分别为 5.31 亿元、1.17 亿元、2.13 亿元、1.77 亿元和 1.79 亿元。短期借款主要为保证借款；应付账款主要为应付货款和应付工程款；合同负债主要为预收工程款；其他应付款包括往来款、工程质保金及押金和其他代收代付款。

从盈利能力方面看，该公司主要收入来自于自来水销售、污水处理和工程结算。2019-2021 年，公司实现营业收入分别为 3.81 亿元、3.46 亿元和 4.91 亿元，毛利率分别为 15.99%、-8.52%和 1.04%，毛利率波动较大。同期，营业利润分别为 0.47 亿元、-1.53 亿元和-1.59 亿元，净利润分别为 0.45 亿元、-1.57 亿元和-1.67 亿元。2019-2021 年，公司期间费用分别为 1.16 亿元、1.31 亿元和 1.77 亿元，期间费用率分别为 30.44%、37.92%和 36.03%，期间费用对营业利润造成较大侵蚀。总体来看，公司主营业务公益性明显，自身盈利能力较弱。

从现金流方面看，2019-2021 年，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.52 亿元、-0.44 亿元和-1.62 亿元，营业收入现金率分别为 94.07%、125.21%和 105.74%。同期，投资活动产生的现金流量净额分别为-5.98 亿元、-3.36 亿元和-4.00 亿元。同期，筹资活动产生的现金流量净额分别为 4.80 亿元、5.90 亿元和 5.55 亿元，公司筹集资金的能力较好。

截至 2021 年末，嘉善水务集团共获得银行授信额度为 9.20 亿元，已使用额度为 8.12 亿元。

根据嘉善水务集团提供的 2022 年 1 月 10 日的《企业信用报告》显示，嘉善水务集团无信贷违约记录。

综合来看，该公司主营业务公益性明显，自身盈利能力较弱，但其筹集资金的能力较好，并且公司是一家直属于嘉善县人民政府的国有集团公司，依托其股东背景，公司偿债能力有一定的保障。

## 六、担保人信用质量分析（嘉善国投）

### （一）概况

嘉善县国有资产投资有限公司（本章节简称“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（嘉善县人民政府国有资产监督管理委员会）（简称“嘉善县财政局”）；2020 年 6 月，为充实浙江省社保基金，嘉善县财政局将所持有的公司 10% 股权无偿划转至浙江省财务开发有限责任公司（简称“浙江财务开发”），股权划转事项已于 2020 年 7 月完成工商登记变更。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 4.20 亿元，嘉善县财政局和浙江财务开发分别持有公司 90.83% 和 9.17% 股权，嘉善县财政局仍为公司控股股东和实际控制人。

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。

## （二）业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行

业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

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；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显著带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## （2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，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渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务



**“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。**

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。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，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。2018 年下半年至 2019 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，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投

企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

### (3) 区域经济环境

跟踪期内，嘉善县经济保持稳步发展，工业经济增长态势良好。作为嘉兴市全面接轨上海的第一站及全国首个县域科学发展示范点，嘉善县未来经济发展前景仍较好。

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，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 2021 年末，全县常住人口为 65.90 万人，城镇化率 73.80%。

跟踪期内，嘉善县经济保持稳步发展。2021 年，嘉善县实现地区生产总值 789.26 亿元，同比增长 10.3%，增速较上年上升 2.3 个百分点。其中，第二产业增加值为 441.38 亿元，同比增长 13.2%；第三产业增加值为 323.57 亿元，同比增长 7.5%；三次产业结构由上年的 3.3:53.2:43.5 调整为 3.1:55.9:41.0。2021 年，全县城镇居民人均可支配收入 7.04 万元，同比增长 7.9%。2022 年第一季度，嘉善县实现地区生产总值 193.54 亿元，较上年同期增长 7.5%。

图表 9. 嘉善县主要经济指标及增速情况（单位：亿元、%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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 <sup>4</sup>	630.53	7.4	655.77 <sup>5</sup>	8.0	789.26	10.3	193.54	7.5
第一产业增加值	22.04	2.0	22.10	1.9	24.31	3.0	3.73	1.6
第二产业增加值	332.99	5.2	347.98	12.1	441.38	13.2	110.16	12.4
第三产业增加值	275.49	10.7	285.69	3.4	323.57	7.5	79.65	1.9
工业增加值	297.64	5.8	316.39	14.3	407.52	14.5	104.53	12.8
全社会固定资产投资	322.45	11.4	337.52	4.7	390.36	15.7	84.59	17.5
社会消费品零售总额	238.30	—	235.77	—	260.65	10.6	64.59	3.1

<sup>4</sup> 数据合计数与各项加总数略有差异系四舍五入所致，下表同。

<sup>5</sup> 经最终核实，2020 年嘉善县生产总值现价总量为 675.65 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.1%。

指标	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
进出口总额	305.47	3.8	496.83	62.7	568.62	14.5	151.6	30.5

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。2021年，全县实现工业增加值407.52亿元，同比增长14.5%，占全县地区生产总值的比重为51.6%。新兴产业持续壮大，2021年全县规模以上数字经济核心制造业、高新技术产业、装备制造业和战略性新兴产业增加值分别比上年增长31.5%、21.6%、23.9%和27.6%，增速分别高于全市平均10.0个、6.7个、1.3个和10.2个百分点，增速均居全市前列。2022年第一季度，嘉善县实现工业增加值104.53亿元，较上年同期增长12.8%。

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。2021年全县旅游业有所恢复，全年全县接待国内外游客697.58万人次，同比增长7.4%；实现国内外旅游总收入105.90亿元，同比增长3.8%。

2021年嘉善县固定资产投资增速显著提升，全年全县完成固定资产投资390.36亿元，同比增长15.7%，增速较上年增加11个百分点，其中，第二、第三产业投资分别同比增长13.2%和16.7%。2021年，全县房地产开发投资179.78亿元，同比增长8.0%，其中住宅投资同比增长19.3%。消费方面，2021年嘉善县消费支出恢复增长，2021年实现社会消费品零售总额260.65亿元，同比增长10.6%，增速较上年提升11.7个百分点。对外经济方面，2021年，全县外贸进出口总值为568.62亿元，同比增长14.5%，占全市比重为15.0%。2022年第一季度，嘉善县固定资产投资84.59亿元，较上年同期增长17.5%；实现社会消费品零售总额64.59亿元，较上年同期增长3.1%；实现进出口总额151.6亿元，较上年同期增长30.5%。

土地市场方面，2021年主要受住宅用地及综合用地出让均价提升影响，嘉善县土地出让总价有所增长，全年全县实现土地出让总价98.70亿元，同比增长13.64%，其中住宅及综合用地出让总价合计为66.99亿元，同比增长16.87%。嘉善县住宅用地出让均价仍保持在相对高位，2021年为15688.00元/平方米，较上年增长10.47%。2022年第一季度，嘉善县仅实现土地出让总价10.30亿元。

图表 10. 嘉善县近年土地出让情况

指标	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	226.67	218.56	224.12	22.40
其中：住宅用地	46.73	40.37	22.57	3.93
综合用地（含住宅）	22.85	--	24.83	--
商业/办公用地	14.93	30.69	38.74	12.38

指标	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
工业用地	142.16	141.81	137.98	6.09
其他用地	--	5.69	--	--
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>113.83</b>	<b>86.85</b>	<b>98.70</b>	<b>10.30</b>
其中：住宅用地	74.31	57.32	35.41	4.41
综合用地（含住宅）	26.44	--	31.58	--
商业/办公用地	6.36	19.99	23.12	5.41
工业用地	6.72	9.38	8.59	0.48
其他用地	--	0.16	--	--
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>5021.81</b>	<b>3974.00</b>	<b>4404.00</b>	<b>4596.00</b>
其中：住宅用地	15902.00	14200.57	15688.00	11220.00
综合用地（含住宅）	11573.00	--	12718.00	--
商业/办公用地	4258.28	6514.63	5967.00	4366.00
工业用地	472.61	661.11	622.00	788.00
其他用地	--	276.00	--	--

资料来源：CREIS 中指数据

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，区域地位保持。2021年受益于房地产、油气、水务及贸易等业务持续开展，营业收入保持稳步较快增长，但水务业务成本支出较高，旅游及交通业务受疫情影响仍较大，经营呈现亏损。公司建设项目后续资金投入需求仍较大，将面临较大的资本性支出压力，

跟踪期内，该公司仍是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，区域地位保持。受益于房地产、油气、水务及贸易等业务持续开展，公司2021年营业收入保持稳步较快增长，综合毛利率较上年略有下降。2021年，公司实现营业收入38.72亿元，同比增长15.30%；综合毛利率为22.65%，较上年下降1.16个百分点。2022年第一季度，公司实现营业收入5.59亿元，较上年同期下降51.77%，主要系仅确认房地产业务收入0.48亿元所致，同时由于房地产及旅游业务亏损，综合毛利率降至1.63%。

图表 11. 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>26.90</b>	<b>100.00</b>	<b>33.58</b>	<b>100.00</b>	<b>38.72</b>	<b>100.00</b>	<b>5.59</b>	<b>100.00</b>
房地产	1.48	5.50	8.16	24.30	9.04	23.35	0.48	8.64
油气业务	5.20	19.33	4.53	13.49	5.95	15.36	1.64	29.34
水务业务	3.62	13.46	3.12	9.29	4.19	10.81	1.33	23.74
贸易业务 <sup>6</sup>	9.13	33.92	11.02	32.82	12.45	32.16	0.99	17.67
旅游业务	2.39	8.89	1.18	3.53	1.07	2.76	0.05	0.83
租赁服务	2.02	7.52	2.06	6.14	2.57	6.63	0.39	7.00

<sup>6</sup> 包含粮食收储业务。

业务类型	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
交通运输	0.85	3.14	0.51	1.51	0.58	1.50	0.17	2.97
服务	0.79	2.94	0.86	2.56	1.94	5.00	0.27	4.88
其他	1.42	5.29	2.14	6.37	0.94	2.44	0.28	4.93
<b>综合毛利率</b>		<b>19.27</b>		<b>23.81</b>		<b>22.65</b>		<b>1.63</b>
房地产		17.52		50.87		57.74		-35.17
油气业务		16.02		16.06		14.80		11.50
水务业务		14.32		-14.20		-9.07		-6.57
贸易业务		-0.21		1.22		1.76		1.57
旅游业务		55.98		15.52		-0.82		-305.55
租赁服务		75.74		76.05		70.92		47.63
交通运输		-29.86		1.25		-0.64		4.95
服务		23.07		28.42		33.96		-2.00
其他		55.55		66.50		38.64		35.09

资料来源：嘉善国投

### (1) 房地产业务

跟踪期内，该公司房地产业务包括保障性住房、商品房和商业地产等。2021年以来受商品房白水塘路南侧小区（云泽嘉苑）销售及结算进度等因素影响，公司房地产业务收入持续增长。2021年，公司实现房地产业务收入9.04亿元，同比增长10.76%，其中保障房业务收入为0.34亿元，同比减少23.33%，商品房业务收入为8.70亿元，同比增长12.74%；房地产业务毛利率为57.74%，较上年上升6.87个百分点，其中保障房和商品房业务毛利率分别为44.05%和58.28%。2022年第一季度，公司房地产业务仅实现收入0.48亿元，毛利率为-35.17%，系安置房暂按价格较低的农房结算价入账所致。

保障房业务方面，截至2022年3月末，该公司主要已完工保障房项目投资总额为26.90亿元，可售面积为44.94万平方米，已售面积为21.29万平方米，累计已回笼资金12.37亿元，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大西门安置房、直属库安置房（和善家园）、兴贤路安置房和嘉善县魏塘街道善智苑公寓房等，预计总投资合计为93.80亿元，截至2022年3月末合计已完成投资44.57亿元。

商品房及商业地产方面，该公司目前已完工在售项目主要为紫竹苑商品房项目、平川商贸中心二期和白水塘路南侧小区（云泽嘉苑）项目，其中，紫竹苑项目总投资为0.75亿元，可售面积为1.31万平方米，截至2022年3月末，已销售面积为1.26万平方米，已实现销售收入1.04亿元，已回笼资金1.04亿元；平川商贸中心二期总投资为1.19亿元，可售面积为3.39万平方米，截至2022年3月末，已销售面积为2.65万平方米，已实现销售收入0.62亿元，已回笼资金0.62亿元；白水塘路南侧小区（云泽嘉苑）项目总投资9.60亿元，可售面积为10.02万平方米，截至2022年3月末，已销售面积为8.46



万平方米，已实现销售收入 15.89 亿元，已回笼资金 17.34 亿元。公司在建商业地产项目包括长三角（嘉善）金融创新中心、城市客厅（梅花坊）和浙江嘉善国际会展中心等，预计总投资合计为 71.69 亿元，截至 2022 年 3 月末合计已完成投资 14.93 亿元。

**图表 12. 公司在建房地产项目情况（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
大西门安置房	保障房	2019.09-2022.09	15.80	21.00	10.43
直属库安置房（和善家园）	保障房	2020.03-2022.12	11.20	17.00	7.60
兴贤路安置房	保障房	2020.12-2023.12	18.00	20.00	10.87
嘉善县魏塘街道善智苑公寓房	保障房	2020.12.-2023.10	14.40	31.59	7.10
善东苑	保障房	2021.12-2024.12	6.50	11.20	1.49
中心城区“棚户区”世纪大道北侧安置房项目	保障房	2021.12-2024.12	5.50	6.50	1.95
嘉善县北部新城安置房项目（一期）	保障房	2021.12-2023.12	15.90	25.74	3.54
善虹苑	保障房	2021.10-2023.11	6.48	11.39	1.60
嘉善县善城长租公寓 <sup>7</sup>	商住	2019.06-2021.12	3.00	3.67	2.00
嘉善县健康护理中心	办公（医疗培训）	2020.08-2023.04	4.99	7.10	1.83
长三角（嘉善）金融创新中心	商业、办公	2020.12-2025.05	33.50	37.00	5.19
城市客厅（梅花坊）	商业、办公	2021.06-2026.06	14.20	9.40	0.96
浙江嘉善国际会展中心	商业、文化	2021.12-2023.12	16.00	26.00	4.95
<b>合计</b>	--	--	<b>165.49</b>	<b>227.59</b>	<b>59.50</b>

资料来源：嘉善国投（截至 2022 年 3 月末）

整体来看，该公司目前房地产业务除保障性住房投资外，逐步向办公等商住房地产项目拓展，在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

跟踪期内，该公司油气业务收入有所增加，仍是主要营业收入贡献板块，但受全球能源形势和市场供求影响，采购价格与居民销售价格存在倒挂，业务毛利率有所下降。2021 年，公司实现油气业务收入 5.95 亿元，同比增长 31.30%，业务毛利率为 14.80%，较上年下降 1.26 个百分点。2022 年第一季度，公司油气业务收入和毛利率分别为 1.64 亿元和 11.50%。

该公司目前天然气销售仍以企业用气为主，2021 年及 2022 年第一季度，公司天然气销量分别为 13958 万立方米和 3003 万立方米。截至 2022 年 3 月末，公司拥有天然气管网 1763 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，目前仍仅拥有站前路 1 个加气站，业务规模较小，此外，为满足增长的车用燃气需求，公司新建西塘加气站，目前已完成设备验收，但受疫情影响暂未实现收入。公司石油销售业务

<sup>7</sup> 主体已完工，因在装修仍列为在建。

仍主要通过普通加油加氢站、长江路加油站和翔盛加油站开展,2021年及2022年第一季度,公司分别实现成品油销售1.45万吨和0.37万吨,分别实现石油销售收入1.16亿元和0.28亿元。

### (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。2021年受管道安装业务根据新收入准则按照履约进度确认收入及供水量增加影响,公司水务业务收入及毛利率均有所提升,业务收入同比增长34.10%至4.19亿元,业务毛利率提升5.13个百分点至-9.07%。2022年第一季度,公司水务业务收入和毛利率分别为1.33亿元和-6.57%。

供水业务方面,该公司仍是嘉善县唯一的供水企业,区域专营优势保持,跟踪期内,随着疫情影响的逐步恢复,供水量及供水业务收入呈现增长。2021年,公司供水量为8789万吨,同比增长13.80%;实现供水业务收入1.80亿元,同比增长19.83%;业务毛利率为11.42%,较上年增加15.56个百分点。2022年第一季度,公司供水业务收入和毛利率分别为0.40亿元和-14.69%。截至2022年3月末,公司共拥有丁栅和魏塘2家自来水厂,设计供水能力为36.00万吨/日。公司目前在建多项水务工程,预计总投资合计5.83亿元,截至2022年3月末已投资0.60亿元,其中嘉善县千岛湖供配水工程总投资4.50亿元,计划建设期间为2021年11月至2023年10月,截至2022年3月末已投资0.16亿元,建设完成后拟增加供水能力10.00万吨/日。

污水处理业务方面,该公司污水处理范围仍覆盖嘉善县主城区,包括魏塘、罗星和惠民三个街道以及姚庄、干窑、大云三个镇,2021年随着东部污水处理厂完工投入使用和西塘污水处理厂扩容工程试运行,污水处理能力增加8.5万吨/日,业务收入规模较上年增加,但由于当年费用支出较高,业务经营仍呈较大亏损。2021年,公司实现污水处理业务收入0.83亿元,同比增长21.68%,业务毛利率为-96.92%,较上年下降8.18个百分点。2022年第一季度,公司污水处理业务收入和毛利率分别为0.22亿元和-78.21%。此外,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。公司目前主要在建三镇三街道污水管网改造工程和嘉善大成环保污水厂提标改造工程等多个污水处理项目,预计总投资合计3.23亿元,截至2022年3月末已投资1.55亿元。

### (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,跟踪期内,公司贸易业务收入持续增长,仍为公司营业收入的最主要来源,但业务盈利能力仍弱。2021年,公司实现贸易业务收入12.45亿元,较上年增长13.00%,其中粮油收储业务收入为1.06亿元;贸易业务毛利率为1.76%,较上年上升0.54个百分点。2021年,公司大宗商品贸易产品主要包括电解铜、橡胶、螺纹钢、



聚乙烯和锻件等。2022 年第一季度，公司贸易业务收入和毛利率分别为 0.99 亿元和 1.57%。2021 年，公司供应链贸易下游客户主要包括宁波慈美国际贸易有限公司、浙江旌安贸易有限公司和上海祥光金属贸易有限公司等，销售占比分别为 22.91%、15.76%和 11.28%；2022 年第一季度，主要下游客户包括浙江长城建设集团物资有限公司、国厦建设有限公司和浙江鸿翔建设集团股份有限公司等，销售占比分别为 52.57%、15.23%和 8.71%，业务客户集中度较高，收入存在波动风险。此外，公司贸易业务市场化程度高、周期性强，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，跟踪期内，受新冠肺炎疫情持续影响，公司旅游业务收入及毛利率均有所下滑，2021 年公司实现旅游业务收入 1.07 亿元，同比下降 9.80%，业务毛利率为-0.82%，较上年下降 16.34 个百分点。2022 年第一季度，公司旅游业务收入和业务毛利率分别为 0.05 亿元和-305.55%，业务亏损持续加大。

#### **(6) 交通业务**

该公司交通业务包括城际客运及汽车租赁等，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”）。2021 年业务收入呈现增长，但受疫情影响成本支出较高，毛利率有所下降。2021 年及 2022 年第一季度，公司交通业务分别实现收入 0.58 亿元和 0.17 亿元，业务毛利率分别为-0.64%和 4.95%。其中，汽车租赁业务近年持续亏损，公司已于 2022 年 3 月对子公司环球车享嘉善汽车租赁有限公司进行注销备案，目前正在进行初步清算审计，公司后续不再开展汽车租赁业务。

#### **(7) 其他业务**

该公司是嘉善县重要的城建主体，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 2021 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 69.50 亿元，收到市政基础设施项目财政资金拨付余额为 44.32 亿元。公司目前主要在建基础设施项目计划总投资 111.76 亿元，截至 2022 年 3 月末累计已完成投资 62.09 亿元。此外，公司拟建基础设施项目预计总投资 92.17 亿元，建设资金将主要来源于县财政预算资金和自筹。

该公司还从事服务、租赁服务等业务，其中，服务业务主要涉及保安服

务、驾校和汽车检测等，2021年及2022年第一季度，公司分别实现服务业务收入1.94亿元和0.27亿元，2021年业务收入同比增长125.07%，主要系当年销售安保设备所致；租赁服务业务经营主体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”），以政府单位门面资产出租为主，2021年及2022年第一季度，租赁服务业务收入分别为2.57亿元和0.39亿元，业务毛利率分别为70.92%和47.63%。

此外，该公司子公司嘉善县同舟融资担保有限公司（简称“同舟担保公司”）开展经营性担保业务。同舟担保公司担保对象以嘉善县中小微企业为主，截至2022年3月末担保对象共75家，担保余额合计3.19亿元。截至目前，公司9笔担保出现逾期，其中，四笔贷款已由担保对象偿还；截至2022年4月末，同舟担保公司对嘉善中建钢结构安装有限公司和浙江天加机械设备有限公司的担保余额分别为105万元和250万元，暂未代偿；此外，公司对浙江钻紧宝物流服务有限公司、嘉兴玖盛实业有限公司和嘉善森诺家具材料有限公司已发生代偿，应收代偿余额分别为20.00万元、251.57万元和199.14万元。未来公司拟逐步扩展担保业务，以更好地服务于嘉善县中小微企业发展，但业务经营易受宏观经济及服务对象所属行业环境等影响，加之服务对象资质相对较弱，公司将面临较大的业务风控压力及一定的代偿风险。

该公司子公司嘉善县金融投资有限公司（简称“嘉善金投”）开展对外投资业务，围绕生命健康、集成电路、数字经济等嘉善县主导产业，与金融机构合作进行产业基金投资等，跟踪期内业务规模持续扩张。截至2021年末，公司主要投资对象包括嘉善嘉和股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“嘉和股权投资”）、嘉善芯创壹号股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“芯创壹号投资”）和长三角（嘉善）智能科技合伙企业（有限合伙）（简称“长三角科技”）等，已投资合计32.86亿元，当年产生投资收益0.35亿元。

### （三）管理

**跟踪期内，嘉善县财政局对该公司增资，公司股权比例发生变动，嘉善县财政局仍为公司控股股东和实际控制人。同时新任命董事长兼法定代表人、副总经理，并进行公司更名，目前尚有一位董事缺位。**

跟踪期内，嘉善县财政局（嘉善县人民政府国有资产监督管理办公室）（简称“嘉善县财政局”）对该公司增资0.35亿元，增资完成后，嘉善县财政局和浙江省财务开发有限责任公司（简称“浙江财务开发”）分别持有公司90.83%和9.17%股权。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为4.20亿元，嘉善县财政局仍为公司控股股东和实际控制人。2022年2月，公司更名为嘉善县国有资产投资集团有限公司。此外，2021年10月和2021年12月，公司先后任命副总经理、董事长兼法定代表人，目前已到位4位董事，尚有一位董事缺位。除上述外，公司部门设置及内部管理制度等方面未发生重大变化。

根据该公司本部及主要承债子公司嘉善县城市建设投资集团有限公司

（简称“城投集团”）、嘉善县水务控股集团有限公司（简称“水务集团”）、西塘旅游 2022 年 5 月 24 日的《企业信用报告》，未发现上述主体近年存在未结清欠息、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 2022 年 6 月 7 日，未发现公司本部及主要承债子公司存在重大异常情况。

## （四）财务

跟踪期内，该公司刚性债务仍呈较快扩张，已累积的债务负担重，负债经营程度有所上升。公司目前债务期限结构尚合理，但随着货币资金的逐渐消耗及新增短期融资，即期偿债压力有所加大。公司资产中基建、房地产等项目开发建设成本及区域内企事业单位对公司占款规模仍较大，整体资产流动性仍偏弱。跟踪期内，公司营业收入保持稳步增长，但期间费用负担仍较重，净利润水平对政府补助依赖度较高。此外，公司对外担保规模较大，且经营性担保已出现逾期，面临一定的代偿风险。

### 1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司因存在会计差错更正，对 2020 年部分科目进行追溯调整，公司 2020 年财务数据来源于 2021 年审计报告期初数。此外，公司执行最新企业会计准则。

2021 年，该公司无偿受让嘉善县银禾农业发展有限公司、嘉善县兴农农业技术推广服务有限公司和嘉善县善水水利勘察设计有限公司 3 家公司 100% 股权，新设立嘉善誉嘉房地产开发有限公司、长三角（嘉善）大数据投资有限公司、长三角（嘉善）大数据运营有限公司、嘉善县善和养老服务管理有限公司等 10 家子公司，因吸收合并减少嘉善县新城文化传媒有限公司、嘉善县安居经济适用房有限公司和嘉善县水务经营服务有限公司 3 家公司。2022 年第一季度，公司合并范围未发生变动。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司共 99 家，其中一级子公司仍主要包括城投集团、水务集团、交投集团、西塘旅游和资产经营公司等。

### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

跟踪期内，该公司负债总额仍呈较快扩张，已累积的债务负担重，负债经营程度上升至较高水平。2021 年末，公司负债总额为 391.54 亿元，较上年末增长 26.34%，资产负债率为 64.06%，较上年末增加 2.89 个百分点。2022 年 3 月末，公司负债总额和资产负债率分别为 459.70 亿元和 67.87%。

该公司负债以非流动负债为主，债务期限结构仍较合理，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 306.39%和 360.45%。从负债构成来看，公司负债主要集中于刚性债务、其他非流动负债、其他应付款<sup>8</sup>和专项应付款，2021 年末占负债总额的比重分别为 73.43%、11.66%、3.82%和 3.73%。其中，刚性债务余额为 287.50 亿元，较上年末增长 32.70%；其他非流动负债余额为 45.65 亿元，较上年末增长 47.64%，主要系财政拨款的基础设施建设工程项目资金增加所致，年末基础设施建设工程项目资金余额为 44.32 亿元；其他应付款余额为 14.95 亿元，较上年末减少 26.21%，主要系支付以前年度代收的拆迁补偿房款所致，2021 年末其他代收代付款、往来款、工程质保金及押金余额分别为 9.49 亿元、3.98 亿元和 1.49 亿元；专项应付款余额为 14.62 亿元，主要为非公益性项目财政拨款，较上年末增长 5.58%，主要系新增 0.50 亿元嘉善县千岛湖供配水工程专项拨款及 0.38 亿元其他财政拨款所致。此外，应付账款余额为 6.59 亿元，较上年末增长 62.58%，主要系应付工程款增加所致；预收款项余额为 0.42 亿元，较上年末大幅下降 95.68%，系根据最新会计准则，将预收房款纳入合同负债核算所致，当年末新增合同负债 4.15 亿元。2022 年 3 月末，公司刚性债务较 2021 年末增长 22.97%至 353.56 亿元，占负债总额的比重较 2021 年末上升 3.48 个百分点至 76.91%；应付账款较 2021 年末下降 36.26%至 4.20 亿元，系支付工程款项所致；应交税费较 2021 年末下降 38.78%至 2.51 亿元，系支付部分税费所致；其他非流动负债较 2021 年末增长 9.21%至 49.85 亿元，系项目财政拨款增加所致。除上述外，公司其他负债构成较 2021 年末无显著变化。

该公司 2021 年以来刚性债务仍持续较快扩张，债务偿付压力进一步加大，同时由于长期债券的逐渐到期及新增短期借款，公司短期刚性债务余额显著增加，集中偿债压力有所加大。2021 年末，公司刚性债务余额为 287.50 亿元，较上年末增长 32.70%，其中，短期刚性债务余额为 65.38 亿元，较上年末增长 41.93%。2021 年末，公司金融机构借款余额和应付债券（含一年内到期的应付债券和短期融资券，下同）余额分别为 167.50 亿元和 117.26 亿元，占刚性债务的比重分别为 58.26%和 40.79%。公司银行借款以保证借款和质押借款为主，2021 年末占比分别为 71.32%和 12.51%，其中保证借款主要为集团内部互保，质押物包括账面价值为 1.04 亿元的银行定期存单、账面价值为 6.03 亿元的中新嘉善现代产业园开发有限公司（简称“中新产业园”）9.60 万股股权、水费和高速公路收费权等。2022 年 3 月末，公司刚性债务中金融机构借款余额为 233.10 亿元，占比为 65.90%，存续借款成本区间为 3.50%-7.42%，应付债券余额为 120.45 亿元，占比为 34.07%。

截至 2022 年 3 月末，该公司对外担保余额为 34.32 亿元，担保比率为 15.78%。公司担保对象以嘉善县国有企业为主，主要包括嘉善陶庄再生资源有限公司、嘉善县银通有限公司、嘉善大云旅游投资管理有限公司、嘉善县善成实业有限公司（简称“善成实业”）、嘉善县魏塘新市镇投资建设有限公司和嘉善县罗星

<sup>8</sup> 不含应付利息和应付股利，下同。

新市镇投资开发有限公司等，截至 2022 年 3 月末，公司对上述公司提供担保余额总计 21.10 亿元，占公司对外担保余额的 61.46%。此外，公司对外担保中含有下属子公司同舟担保公司的经营性融资担保，截至 2022 年 3 月末担保对象共 75 家，担保余额合计 3.19 亿元。整体来看，公司对外担保对象较多、余额较大，且经营性担保已出现逾期，公司面临一定的代偿风险。

此外，该公司与中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（简称“中新苏州工业园”）分别以持有的中新产业园股权，为中新产业园 60 亿元银行借款提供质押担保，同时中新苏州工业园以浙江省嘉善县现代产业园 PPP 项目的全部收益为该笔借款提供质押担保，截至 2022 年 3 月末担保余额为 42.63 亿元。

## (2) 现金流分析

跟踪期内，该公司水务、油气等主营业务资金回笼能力仍较强，2021 年及 2022 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 87.98%和 103.92%，2021 年受以前年度预收房款结转收入影响，营业收入现金率有所下降。2021 年以来，受购地及房地产项目开发支出增加影响，公司经营活动现金流呈净流出，2021 年及 2022 年第一季度分别为-23.46 亿元和-17.89 亿元。随着公司在建基础设施项目及股权投资的持续投入，公司投资活动现金流仍呈较大规模净流出，同期分别为-91.85 亿元和-27.65 亿元。公司经营和投资活动资金缺口主要通过金融机构借款和发行债券等方式弥补，同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 91.71 亿元和 70.01 亿元，其中取得借款收到的现金分别为 177.47 亿元和 92.96 亿元。

2021 年，该公司 EBITDA 同比增长 23.19%至 14.82 亿元，但受刚性债务规模持续扩张影响，EBITDA 对刚性债务的保障程度仍低。2021 年，EBITDA 对刚性债务的保障倍数为 0.07 倍，较上年持平。此外，公司经营性净现金流及非筹资性现金流呈净流出，均难以对债务偿付提供保障。

## (3) 资产质量分析

2021 年受益于股东增资及无偿划入部分股权和实物资产等，该公司年末所有者权益较上年末增长 11.66%至 219.71 亿元。其中，资本公积较上年末净增加 23.86 亿元至 179.78 亿元，增量主要来源于资金拨付 6.25 亿元、资产划转 13.59 亿元，以及联营企业其他权益变动增加 4.39 亿元，此外由资本公积转增实收资本 0.35 亿元、资产划出减少 27.74 万元。2021 年末，实收资本增至 4.20 亿元。2022 年 3 月末，公司所有者权益为 217.57 亿元，较 2021 年末小幅下降 0.97%，主要系未分配利润减少所致。

随着基建、房地产等项目的持续投入、股权投资的增加，该公司资产总额保持稳步增长，2021 年末为 611.25 亿元，较上年末增长 20.64%。公司资产仍以非流动资产为主，同期末，公司非流动资产占资产总额的比重为 63.09%。公司非流动资产主要集中于其他非流动资产、投资性房地产、长期股权投资、



其他非流动金融资产和债权投资，2021年末占非流动资产的比重分别为31.65%、20.09%、11.70%、8.52%和7.12%。其中，其他非流动资产余额为122.03亿元，较上年末大幅增长67.91%，主要系市政工程项目建设和预付土地款分别增加22.14亿元和24.69亿元所致，年末两项余额分别为69.50亿元和41.06亿元；投资性房地产余额为77.48亿元，较上年末下降0.13%，主要为用于出租的物业资产；长期股权投资余额为45.11亿元，较上年末增长27.02%，主要系新增对嘉兴润善建设开发有限公司的投资2.72亿元、追加对中新产业园投资1.47亿元，同时嘉善经开其他权益变动增加4.38亿元所致，2021年末公司对嘉善经开的投资余额为35.31亿元，持股比例为46.15%；公司其他非流动金融资产余额为32.86亿元，系根据最新会计准则，将原纳入可供出售金融资产的产业投资基金转入核算所致，年末主要投资对象包括嘉和股权投资、芯创壹号股权和长三角科技等，投资余额分别为5.36亿元、3.05亿元和2.22亿元；公司新增债权投资27.44亿元，主要核算债权工具投资，包括对嘉善县魏塘资产管理有限公司、嘉善县魏塘投资开发有限公司和嘉善县北部新城开发建设有限公司的资金拆借，账面价值分别为13.38亿元、6.35亿元和3.67亿元，以及对云顶新耀医药科技有限公司（简称“云顶新耀”）投资折现款<sup>9</sup>3.73亿元。2021年末，公司新增其他权益工具投资23.53亿元，主要包括对上市公司云顶新耀-B的投资3.95亿元，以及对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、嘉兴市原水投资开发有限公司和嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司等政府性投资，投资余额分别为5.16亿元、3.05亿元、2.88亿元和2.59亿元。此外，在建工程余额为24.73亿元，较上年末增长63.31%，主要系水务管网及“云上嘉善”信息化建设等自营项目建设推进所致。

该公司流动资产主要集中于存货、其他应收款<sup>10</sup>和货币资金，2021年末占流动资产的比重分别为45.39%、36.59%和13.68%。其中，存货余额为102.41亿元，较上年末增长70.96%，主要为房地产等项目的开发成本；其他应收款余额为82.56亿元，主要为与嘉善县当地企事业单位的往来款，较上年末下降12.71%，主要系收回嘉善县嘉正房屋征收服务中心（简称“嘉正房屋征收中心”）、嘉善县嘉和房屋征收服务中心（简称“嘉和房屋征收中心”）、嘉善县西塘镇乡村振兴建设有限公司（简称“西塘乡村建设”）等往来款项所致，公司应收对象较多，年末前五大应收对象为嘉正房屋征收中心、嘉和房屋征收中心、西塘乡村建设、善成实业和嘉善县土地储备中心，应收往来款合计达52.07亿元；货币资金余额为30.86亿元，较上年末减少47.02%，其中受限货币资金1.04亿元。

2022年3月末，该公司资产总额较2021年末增长10.80%至677.27亿元，其中，受益于新增融资，货币资金较2021年末大幅增长78.21%至54.99亿元；预付款项较2021年末增长65.21%至1.41亿元，系预付工程款项增加所致；其

<sup>9</sup> 该公司对云顶新耀投资5000万美元，获取37.037%股权，但由于公司不享有其利润和股息分配权力，不委派董事并放弃投票表决权，故列入长期应收款并以3年期借款利率进行折现测算。

<sup>10</sup> 不含应收利息和应收股利，下同。

他应收款较 2021 年末增长 7.69%至 88.91 亿元，主要系增加应收嘉善县自然资源和规划局履约保证金等增加 3.42 亿元所致；存货较 2021 年末增长 7.86%至 110.46 亿元，主要系房地产项目开发所致；无形资产较 2021 年末增长 22.59%至 6.54 亿元，主要系新购入土地所致；债权投资较 2021 年末增长 10.90%至 30.43 亿元，主要系增加对嘉善大云旅游实业有限公司和嘉善县临沪新城实业有限公司的拆借款 1.84 亿元和 1.01 亿元所致；其他非流动金融资产较 2021 年末增长 30.06%至 42.74 亿元，主要系增加对嘉善秀之杰股权投资合伙企业（有限合伙）的投资款 7.60 亿元所致；随着公司在建基础设施项目的推进，在建工程较 2021 年末增长 13.00%至 27.94 亿元，其他非流动资产较 2021 年末增长 5.19%至 128.37 亿元。除上述外，公司其他资产构成较 2021 年末无显著变化。

#### （4）流动性/短期因素

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 234.20%和 264.86%，速动比率分别为 127.02%和 152.80%，指标仍处于较高水平。但公司流动资产中房地产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。2021 年以来，随着货币资金的逐渐消耗及新增短期融资，公司即期债务偿付压力有所上升，2021 年末及 2022 年 3 月末，短期刚性债务现金覆盖率分别为 47.69%和 75.71%。

资产受限方面，截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产账面价值 37.31 亿元，占资产总额的比重为 5.51%，主要包括 13.67 亿元存货、10.33 亿元投资性房地产、8.04 亿元长期股权投资和 3.73 亿元债权投资等用于借款抵质押。

**图表 13. 截至 2022 年 3 月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	0.71	1.29	借款质押、保证金
存货	13.67	12.38	借款抵押
固定资产	0.16	0.64	借款抵押
无形资产	0.03	0.53	借款抵押
投资性房地产	10.33	13.28	借款抵押
债权投资	3.73	12.27	借款抵押
长期股权投资	8.04	17.17	借款质押
其他非流动资产	0.62	0.48	借款抵押
<b>合计</b>	<b>37.31</b>	-	-

资料来源：嘉善国投

### 3. 公司盈利能力

受益于房地产、油气、水务及贸易等业务持续开展，该公司 2021 年营业收入保持稳步较快增长，综合毛利率较上年略有下降。2021 年，公司实现营业收入 38.72 亿元，同比增长 15.30%；综合毛利率为 22.65%，较上年下降 1.16



个百分点。受近年融资力度显著加大影响，跟踪期内，公司财务费用大幅增加，对利润的侵蚀程度仍较重。2021年，公司期间费用同比增长35.25%至13.70亿元，其中财务费用同比增长40.50%至7.97亿元，期间费用率较上年增加5.22个百分点至35.39%。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，净利润水平对政府补助依赖度仍高，此外投资净收益和公允价值变动损益等非经营性损益可提供一定补充。2021年，公司实现投资净收益2.31亿元，主要来源于债权投资利息收入、长期股权投资及其他非流动金融资产投资收益、其他权益工具投资股利收入等；公允价值变动净收益1.31亿元，主要来源于其他非流动金融资产公允价值提升；获得政府补助6.40亿元。受益于上述非经营性损益增长，2021年公司净利润同比增长54.08%至1.33亿元。

2022年第一季度，该公司实现营业收入和综合毛利率分别为5.59亿元和1.63%，受房地产及旅游业务亏损影响，毛利率呈较大幅下降。同期，公司期间费用和期间费用率分别为3.71亿元和66.27%，期间费用对利润的侵蚀程度加深。此外，公司获得投资收益1.26亿元、公允价值变动净收益1.80亿元、政府补助0.09亿元。2022年第一季度，公司经营呈现亏损，净利润为-0.98亿元。

## (五) 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，区域地位保持。2021年受益于房地产、油气、水务及贸易等业务持续开展，营业收入保持稳步较快增长，但水务业务成本支出较高，旅游及交通业务受疫情影响仍较大，经营呈现亏损。公司建设项目后续资金投入需求仍较大，将面临较大的资本性支出压力，跟踪期内，公司刚性债务仍呈较快扩张，已累积的债务负担重，负债经营程度有所上升。公司目前债务期限结构尚合理，但随着货币资金的逐渐消耗及新增短期融资，即期偿债压力有所加大。公司资产中基建、房地产等项目开发建设成本及区域内企事业单位对公司占款规模仍较大，整体资产流动性仍偏弱。跟踪期内，公司营业收入保持稳步增长，但期间费用负担仍较重，净利润水平对政府补助依赖度较高。此外，公司对外担保规模较大，且经营性担保已出现逾期，面临一定的代偿风险。

### 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和补助等方面较大力度的支持，2021年，公司获得的资产和资金注入19.84亿元，2021年及2022年第一季度，政府补助分别为6.40亿元和0.09亿元。

此外，该公司与金融机构保持良好的长期合作关系，截至2022年3月末，

公司合并口径综合授信总额为 344.95 亿元，其中尚未使用额度为 125.04 亿元。

## (六) 结论

跟踪期内，嘉善县财政局对该公司增资，公司股权比例发生变动，嘉善县财政局仍为公司控股股东和实际控制人。同时新任命董事长兼法定代表人、副总经理，并进行公司更名，目前尚有一位董事缺位。

跟踪期内，该公司仍是嘉善县重要的国有资产运营及城建主体，区域地位保持。2021 年受益于房地产、油气、水务及贸易等业务持续开展，营业收入保持稳步较快增长，但水务业务成本支出较高，旅游及交通业务受疫情影响仍较大，经营呈现亏损。公司建设项目后续资金投入需求仍较大，将面临较大的资本性支出压力，跟踪期内，公司刚性债务仍呈较快扩张，已累积的债务负担重，负债经营程度有所上升。公司目前债务期限结构尚合理，但随着货币资金的逐渐消耗及新增短期融资，即期偿债压力有所加大。公司资产中基建、房地产等项目开发建设成本及区域内企事业单位对公司占款规模仍较大，整体资产流动性仍偏弱。跟踪期内，公司营业收入保持稳步增长，但期间费用负担仍较重，净利润水平对政府补助依赖度较高。此外，公司对外担保规模较大，且经营性担保已出现逾期，面临一定的代偿风险。

近年来，该公司负债规模扩张较快，资产负债率有所上升，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、旅游等主营业务资金回笼能力较强，加之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。公司资产中基建、房地产等项目开发建设成本及区域内企事业单位对公司占款规模较大，整体资产流动性偏弱。公司近年营业收入保持稳步增长，但期间费用负担较重，净利润水平对政府补助和投资净收益等非经营性损益依赖度高。

新世纪评级给予嘉善国投 AA<sup>+</sup>级的主体，评级展望为稳定。

## 七、其他参与方履约表现

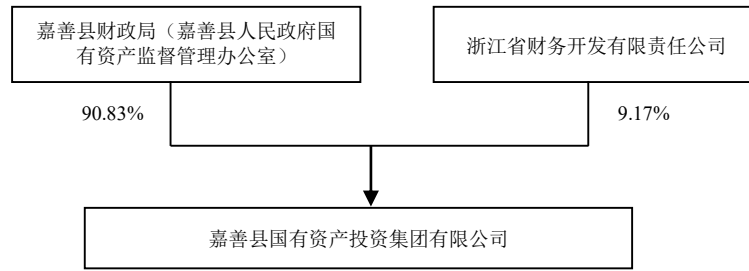
跟踪期内，计划管理人华林证券履约和尽职能力较强。华夏银行和民生银行经营状况良好，财务状况稳定，有较为完善的风险控制的体系，较好的履行了托管银行和监管银行的职责。

## 八、跟踪评级结论

新世纪评级基于跟踪期内资产管理报告、资产服务机构报告、托管银行报告、收益分配报告和入池基础资产信息资料，对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构以及其他参与各方信用状况进行持续关注，新世纪评级评定华林资管-嘉善水务供水收费收益权资产支持专项计划资产支持证券的优先级资产支持证券(包括嘉善水 04 至嘉善水 09)的信用等级维持 AAA<sub>sf</sub> 级。

附录一：

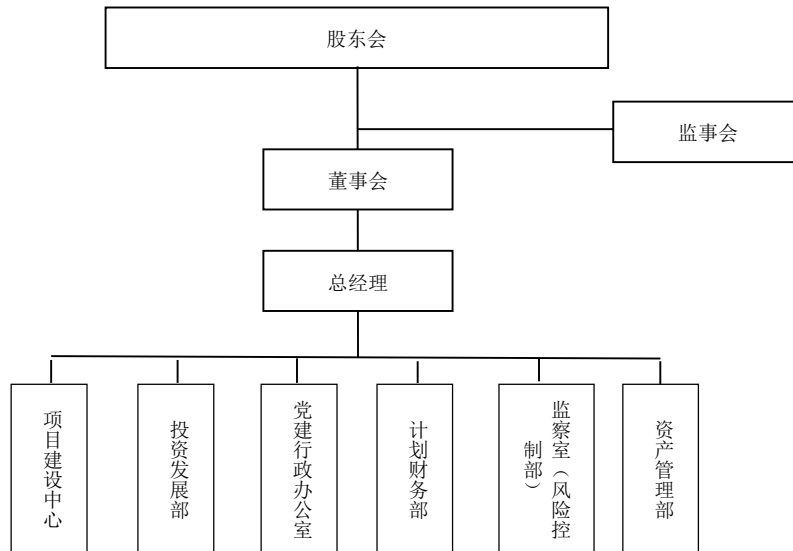
嘉善国投股权结构图



注：根据嘉善国投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

嘉善国投组织结构图



注：根据嘉善国投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

## 附录三：

## 嘉善国投主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标(合并口径)	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	388.20	506.68	611.25	677.27
货币资金[亿元]	68.09	58.25	30.86	54.99
刚性债务[亿元]	175.16	216.66	287.50	353.56
所有者权益 [亿元]	144.24	196.76	219.71	217.57
营业收入[亿元]	26.90	33.58	38.72	5.59
净利润 [亿元]	1.97	0.86	1.33	-0.98
EBITDA[亿元]	10.18	12.03	14.82	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.74	-0.43	-23.46	-17.89
投资性现金净流入量[亿元]	-33.16	-83.12	-91.85	-27.65
资产负债率[%]	62.84	61.17	64.06	67.87
长短期债务比[%]	234.75	269.13	306.39	360.45
权益资本与刚性债务比率[%]	82.35	90.82	76.42	61.54
流动比率[%]	250.88	263.31	234.20	264.86
速动比率[%]	201.43	189.90	127.02	152.80
现金比率[%]	93.43	69.48	32.36	55.28
短期刚性债务现金覆盖率[%]	157.84	126.63	47.69	75.71
利息保障倍数[倍]	0.99	0.90	0.81	—
有形净值债务率[%]	174.37	162.92	183.52	219.02
担保比率[%]	49.11	31.79	17.56	15.78
毛利率[%]	19.27	23.81	22.65	1.63
营业利润率[%]	8.13	5.55	6.76	-11.11
总资产报酬率[%]	2.23	2.02	2.07	—
净资产收益率[%]	1.40	0.51	0.64	—
净资产收益率*[%]	1.27	0.54	0.64	—
营业收入现金率[%]	123.30	117.19	87.98	103.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.60	-0.55	-26.02	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	5.13	-0.22	-9.31	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-44.67	-106.55	-127.90	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-16.85	-42.65	-45.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.27	1.20	1.04	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.06	0.06	—

注：根据嘉善国投经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理计算，2020年财务数据来源于2021年审计报告期初数。



附录四：

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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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%
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%
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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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

附录五：

### 结构融资产品信用评级结果释义

本评级机构对结构融资产品的信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA <sub>sf</sub> 级	偿付能力极强，违约风险和违约损失风险极低。
	AA <sub>sf</sub> 级	偿付能力很强，违约风险和违约损失风险很低。
	A <sub>sf</sub> 级	偿付能力较强，违约风险和违约损失风险较低。
	BBB <sub>sf</sub> 级	偿付能力一般，违约风险和违约损失风险一般。
投机级	BB <sub>sf</sub> 级	偿付能力较弱，违约风险和违约损失风险较高。
	B <sub>sf</sub> 级	偿付能力很弱，违约风险和违约损失风险很高。
	CCC <sub>sf</sub> 级	偿付能力极弱，违约风险和违约损失风险极高。
	CC <sub>sf</sub> 级	基本不能保证偿付。
	C <sub>sf</sub> 级	不能得到偿付。

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 级及以下等级外，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。

### 主体评级结果释义

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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务人不能偿还债务。

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。