



内部编号:2023061069

## 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

分析师: 周思齐 周思齐 zhoucq@shxsj.com  
贝雨潇 贝雨潇 byx@shxsj.com

评级总监: 章虎 章虎

联系电话: (021) 63501349  
联系地址: 上海市黄浦区汉口路398号华盛大厦14层  
公司网站: www.shxsj.com



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

## 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调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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《新世纪评级方法总论（2022）》及《企业未来应收款项结构化融资产品评级方法与模型 FM-JG006（2022.12）》。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本评级机构所引用资料的真实性、完整性、正确性由信息提供方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

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

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

## 概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100907】

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>
嘉善水 04	已兑付	---	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	19800.00	---	---	---
评级时间	---	2023/6/29	2022/6/28	2019/1/9

注：NR 表示未评级

跟踪评级相关信息：

跟踪期间	2022/4/26-2023/4/25
计划设立日	2019/4/25
证券跟踪基准日	2023/4/25
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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
总资产	506.68	611.24	781.74	812.35
所有者权益	196.76	219.69	266.26	269.60
资产负债率	61.17	64.06	65.94	66.81
经营性现金净流入量	-0.43	-23.46	2.51	-3.44
营业收入	33.58	38.68	43.81	10.80
净利润	0.86	1.59	1.25	0.04
EBITDA	12.03	15.08	18.93	---

注：根据嘉善国投经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

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 05 至嘉善水 09）的信用等级维持 AAA<sub>sf</sub> 级。

主要优势：

- 嘉善县区位优势显著，近年来经济保持较快发展，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；嘉善国投水务、天然气等业务具备区域专营优势，业务经营稳定性及资金回笼能力均较强；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，有助于提高嘉善国投整体抗风险能力。
- 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：

- 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。
- 嘉善国投近年债务快速扩张，资产负债率上升至较高水平，累积的债务负担重，即期偿债压力有所加大。嘉善国投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偏弱，且期间费用对利润侵蚀较严重，净利润水平对政府补助依赖度高；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较大，款项回收周期预计偏长，整体资产流动性偏弱；嘉善国投对外担保规模较大，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



## 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、基本情况

图表 1. 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/ 流动性资金支持人一	嘉善县水务控股集团有限公司	嘉善水务集团
担保人/ 流动性资金支持人二	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

本期证券中，计划管理人华林证券接受认购人的委托，将认购资金用于向原始权益人购买基础资产，并以该等基础资产及其管理、运用和处分形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向资产支持证券持有人分配。计划管理人委托嘉善水投担任资产服务机构，为本期专项计划提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务；委托华夏银行担任托管银行，为本期专项计划提供资金托管服务；委托民生银行担任监管银行，为本期专项计划提供资金监管服务。

本期证券的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。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。本期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。

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%。本期证券优先级证券按年付息到期还本。

依据管理人关于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 04 资产支持证券本金已于 2023 年 4 月 25 日全部兑付完毕。其他档次证券仅按约定分配收益，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	---	---	已兑付	---	AAA <sub>sf</sub>	3200.00	9.41%
嘉善水 04	---	已兑付	---	AAA <sub>sf</sub>	3400.00	14.66%	AAA <sub>sf</sub>	3400.00	10.00%
嘉善水 05	AAA <sub>sf</sub>	3600.00	18.18%	AAA <sub>sf</sub>	3600.00	15.52%	AAA <sub>sf</sub>	3600.00	10.59%
嘉善水 06	AAA <sub>sf</sub>	3800.00	19.19%	AAA <sub>sf</sub>	3800.00	16.38%	AAA <sub>sf</sub>	3800.00	11.18%
嘉善水 07	AAA <sub>sf</sub>	2000.00	10.10%	AAA <sub>sf</sub>	2000.00 <sup>1</sup>	8.62%	AAA <sub>sf</sub>	4000.00	11.76%
嘉善水 08	AAA <sub>sf</sub>	4200.00	21.21%	AAA <sub>sf</sub>	4200.00	18.10%	AAA <sub>sf</sub>	4200.00	12.35%
嘉善水 09	AAA <sub>sf</sub>	4400.00	22.22%	AAA <sub>sf</sub>	4400.00	18.97%	AAA <sub>sf</sub>	4400.00	12.94%
次级	NR	1800.00	9.09%	NR	1800.00	7.76%	AAA <sub>sf</sub>	1800.00	5.29%
<b>合计</b>	---	<b>19800.00</b>	<b>100.00%</b>	---	<b>23200.00</b>	<b>100.00%</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等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
差额支付启动事件	无
担保启动事件	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。

<sup>1</sup> 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。

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 6548.38 万元。底层资产现金流入与现金流预测报告中预测值存在 8.93% 的偏差。

**图表 4. 跟踪期内现金流归集情况（单位：万元）**

回收款归集期间	现金流预测报告水费归集金额	实际归集金额	实际归集金额与预测值差值比例
2022 年 5 月-2023 年 4 月	7190.42	6548.38	-8.93%

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。

整体而言，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。虽然回收期间归集的基础资产现金流低于预测值，但是基础资产产生的现金流入足以覆盖本期优先级资产支持证券跟踪期内的本息偿付。

## 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 2022 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）经营情况

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。2020-2022 年，嘉善水投分别实现营业收入 6161.72 万元、6662.88 万元和 6851.26 万元，其中自来水销售收入分别为 5872.46 万元、6106.87 万元和 6446.71 万元，占比分别为 95.31%、91.66%和 94.10%。其他业务收入来自于安装维修、电力转让和废料回收。2020-2022 年，嘉善水投毛利率分别为-5.85%、-3.17%和-6.54%，公司主营业务公益性明显。

**图表 5. 嘉善水投 2020-2022 年营业收入构成情况（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年
自来水销售	5872.46	6106.87	6446.71
其他收入	289.26	556.01	404.55
<b>合计</b>	<b>6161.72</b>	<b>6662.88</b>	<b>6851.26</b>

数据来源：嘉善水投

2020-2022 年，嘉善水投供水量分别为 3000 万吨、2856 万吨和 3013 万吨，售水总量分别为 2505 万吨、2306 万吨和 2384 万吨。截至 2022 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 1995 公里。

**图表 6. 嘉善水投 2020-2022 年供水业务运营情况**

项目	2020 年	2021 年	2022 年
供水能力（万吨/日）	15.00	15.00	15.00
供水总量（万吨）	3000	2856	3013
售水总量（万吨）	2505	2306	2384
产销差率 <sup>2</sup> （%）	16.50	19.27	18.82
管网总长度（公里）	1957	1987	1995

数据来源：嘉善水投

工程建设方面，2022 年嘉善水投投资项目共有 43 个，总投资 8256 万元。主要项目包括：城乡供水一体化干窑至洪溪管道工程、姚庄、西塘、天凝供水管网提升工程和丁栅水厂改造提升项目。

### （三）财务分析

嘉善嘉恒联合会计师事务所（普通合伙）对嘉善水投 2020-2022 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。公司按照企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定编制财务报表。

截至 2022 年末，嘉善水投资产总额为 7.73 亿元，所有者权益为 1.86 亿元。2022 年，嘉善水投实现营业收入 0.69 亿元，净利润-0.46 亿元，经营活动产生的净现金流 0.84 亿元。

从资产构成方面来看，截至 2020-2022 年末，嘉善水投总资产分别为 8.44 亿元、8.69 亿元和 7.73 亿元。同期末，非流动资产分别为 5.71 亿元、5.61 亿元和 5.54 亿元，分别占总资产的比例为 67.66%、64.57%和 71.62%。非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产构成，截至 2022 年末，上述科目余额分别为 3.72 亿元和 1.33 亿元。固定资产主要包括管网、房屋以及专用设备；其他非流动资产为水源地保护项目。流动资产主要由其他应收款和其他流动资产构成，截至 2022 年末，上述科目余额分别 1.42 亿元和 0.60 亿元。其他应收款中对嘉善水务集团的其他应收款余额为 1.41 亿元；流动资产主要为证券公司理财产品。

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



从负债构成方面来看，截至 2020-2022 年末，嘉善水投总负债分别为 6.63 亿元、6.38 亿元和 5.87 亿元，资产负债率分别为 78.59%、73.36%和 75.95%。同期末，非流动负债分别为 4.55 亿元、3.82 亿元和 3.71 亿元，分别占总负债的比例为 68.55%、59.91%和 63.19%。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 2022 年末，上述科目余额分别为 0.78 亿元、1.97 亿元和 0.87 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。流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，截至 2022 年末，上述科目余额分别为 0.87 亿元和 0.88 亿元。其他应付款中对嘉善水务集团的其他应付款余额为 0.83 亿元。

从盈利能力方面来看，2020-2022 年，嘉善水投分别实现营业收入 0.62 亿元、0.67 亿元和 0.69 亿元，毛利率分别为-5.85%、-3.17%和-6.54%。公司期间费用方面，2022 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、0.15 亿元和 0.18 亿元，期间费用率为 60.72%，期间费用对营业利润造成较大侵蚀。2020-2021 年，公司未获得与经营相关的政府补助；2022 年公司获得与经营相关的政府补助金额为 32.65 万元。2020-2022 年，嘉善水投实现营业利润分别为-0.43 亿元、-0.48 亿元和-0.46 亿元，净利润分别为-0.43 亿元、-0.49 亿元和-0.46 亿元。总体来看，嘉善水投主营业务公益性明显，自身盈利能力很弱，主要依赖于政府补助。近三年，公司获得的政府补助金额相当有限，关注后续政府对公司经营相关的补助力度。

从现金流量方面来看，2020-2022 年，嘉善水投经营活动产生的现金流量净额分别为 0.21 亿元、-0.05 亿元和 0.84 亿元，营业收入现金率分别为 103.78%、103.64%和 103.58%；同期，投资活动产生的现金流量净额分别为-0.88 亿元、-0.89 亿元和-0.93 亿元；同期，筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.71 亿元、0.96 亿元和 0.08 亿元。

根据嘉善水投提供的 2023 年 5 月 15 日的《企业信用报告》显示，嘉善水投无信贷违约记录。

#### (四) 结论

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 2022 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) 公司治理

该公司不设股东会。公司设董事会，成员 6 人，由出资人委派。董事每届任期 3 年，任期届满经委派可连任。董事会设董事长一人，由出资人从董事会成员中指定。公司设监事会，成员为 3 人，其中职工代表的比例为三分之一。监事会成员由出资人委派，其中职工代表监事由职工代表大会选举产生。监事的任期每届为三年，任期届满经委派和选举可连任。公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘，总经理向董事会负责。

## (三) 经营情况

该公司主要业务为自来水销售、污水处理和工程结算。2020-2022 年，公司实现营业收入分别为 3.46 亿元、4.91 亿元和 5.25 亿元。其中，自来水销售收入分别为 1.50 亿元、1.80 亿元和 1.81 亿元，污水处理收入分别为 0.68 亿元、0.83 亿元和 0.91 亿元，工程结算收入分别为 0.94 亿元、1.56 亿元和 1.47 亿元。2020-2022 年，公司毛利率分别为-8.52%、1.04%和-20.43%，公司主营业务公益性明显。2022 年公司毛利率下滑明显，主要系污水处理成本大幅上升所致。

**图表 7. 嘉善水务集团 2020-2022 年营业收入构成情况（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年
自来水销售	15045.63	18029.90	18135.03
污水处理	6787.89	8258.17	9065.06
工程结算	9378.95	15565.44	14699.46
其他	3344.61	7229.33	10610.42
<b>合计</b>	<b>34557.08</b>	<b>49082.84</b>	<b>52509.96</b>

数据来源：嘉善水务集团

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，是水务业务收入的最主要来源。2020-2022 年，公司供水量分别为 7723 万吨、8789 万吨和 9117 万吨，供水业务收入分别为 1.50 亿元、1.80 亿元和 1.81 亿元。截至 2022 年末，公司共拥有丁栅和魏塘两家自来水厂，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 5.55 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 3.07 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 2023 年 3 月末已投资 2.24 亿元，建设完成后拟增加供水能力 10.00 万吨/日。

**图表 8. 公司供水业务运营情况**

指标	2020 年	2021 年	2022 年
供水能力（万吨/日）	36.00	36.00	36.00
供水总量（万吨）	7723	8789	9117
售水总量（万吨）	6055	6943	7009
产销差率（%）	21.60	21.00	22.66
管网漏损率（%）	9.21	13.46	14.00
管网总长度（公里）	2843.91	2757.65	2884.47

资料来源：嘉善水务集团

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。2020-2022 年，公司分别实现污水处理业务收入 0.68 亿元、0.83 亿元和 0.91 亿元，近年受高污染行业工业污水处理量下降、折旧成本及费用支出增加等因素影响，营业呈现较大额亏损，2022 年以来由于新建污水厂转固，运营成本和折旧有所增加，经营亏损扩大。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，2022 年随着东部污水处理厂和西塘污水处理厂完工投入使用，污水处理能力增加 8.5 万吨/日。公司目前主要在建嘉善县污水互联互通有机更新提升工程等多个污水处理项目，预计总投资合计 2.72 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 0.38 亿元。此外，公司后续拟建沪杭高速嘉善联络线污水管道迁建工程，预计总投资 2.10 亿元。

#### (四) 财务分析

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）浙江分所对该公司 2020-2022 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。公司按照企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定编制财务报表。截至 2022 年末，公司纳入合并范围的子公司总共 17 家。

从资产构成方面看，截至 2020-2022 年末，该公司总资产分别为 34.94 亿元、39.63 亿元和 43.80 亿元，资产规模逐年扩大。同期末，公司非流动资产分别为 29.44 亿元、31.66 亿元和 37.06 亿元，占总资产的比例分别为 84.26%、79.91%和 84.61%。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 2022 年末，上述科目余额分别为 19.78 亿元、7.49 亿元和 7.95 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 2020-2022 年末，公司流动资产分别为 5.50 亿元、7.96 亿元和 6.74 亿元，占总资产的比例分别为 15.74%、20.09%和 15.39%。流动资产主要由货币资金和应收账款构成，截至 2022 年末，上述科目余额分别为 2.70 亿元和 1.55 亿元。货币资金主要为银行存款；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 0.51 亿元。

从债务构成方面看，截至 2020-2022 年末，该公司总负债分别为 26.06 亿元、28.05 亿元和 27.00 亿元，资产负债率分别为 74.60%、70.78%和 61.64%。同期末，公司非流动负债分别为 14.79 亿元、15.48 亿元和 8.62 亿元，占总负债的比例分别为 56.74%、55.18%和 31.94%。非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。截至 2022 年末，上述科目余额分别为 2.22 亿元、1.79 亿元和 2.89 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；递延收益为与供水和污水处理相关工程的政府补助。截至 2020-2022 年末，公司流动负债分别为 11.27 亿元、12.57 亿元和 18.38 亿元，占总负债的比例分别为 43.26%、44.82%和 68.06%。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 2022 年末，上述科目余额分别为 8.57 亿元、2.84 亿元、2.48 亿元、1.86 亿元和 2.26 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。2020-2022 年，公司实现营业收入分别为 3.46 亿元、4.91 亿元和 5.25 亿元，毛利率分别为-8.52%、1.04%和-20.43%，2022 年公司毛利率下滑明显，主要系污水处理成本大幅上升所致。2020-2022 年，公司期间费用分别为 1.31 亿元、1.77 亿元和 2.05 亿元，期间费用率分别为 37.92%、36.03%和 39.05%，期间费用对营业利润造成较大侵蚀。2020-2022 年，公司获得与经营相关的政府补助金额分别为 0.15 亿元、0.21 亿元和 0.51 亿元。2020-2022 年，公司营业利润分别为-1.53 亿元、-1.59 亿元和-2.68 亿元，净利润分别为-1.57 亿元、-1.67 亿元和-2.70 亿元。总体来看，公司主营业务公益性明显，自身盈利能力很弱，主要依赖于政府补助。近三年，公司获得的政府补助金额相当有限，关注后续政府对公司经营相关的补助力度。

从现金流方面看，2020-2022 年，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.44 亿元、-1.62 亿元和 1.68 亿元，营业收入现金率分别为 125.21%、105.74%和 107.53%。同期，投资活动产生的现金流量净额分别为-3.36 亿元、-4.00 亿元和-5.37 亿元。同期，筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.90 亿元、5.55 亿元和 3.38 亿元。

根据嘉善水务集团提供的 2023 年 5 月 4 日的《企业信用报告》显示，嘉善水务集团无信贷违约记录。

## (五) 结论

综合来看，该公司自身业务运营较为稳定，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（嘉善国投）

### （一）概况

嘉善国投<sup>3</sup>（本章节简称“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办公室）（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<sup>4</sup>（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；2021 年 7 月和 2022 年 6 月，嘉善县财政局分别对公司增资 0.35 亿元和 0.12 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 4.32 亿元，其中嘉善县财政局和浙江财务开发持股比例分别为 91.08% 和 8.92%，嘉善县财政局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

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，近年营业收入稳步增长。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现营业收入 33.58 亿元、38.68 亿元、43.81 亿元和 10.80 亿元。公司综合业务毛利率近年呈现下降，同期分别为 23.81%、22.57%、12.82% 和 4.29%，2022 年主要受盈利能力偏低的安置房收入占比提升、油气和水务业务盈利能力下降等因素影响，综合毛利率较上年下降 9.73 个百分点，2023 年第一季度由于安置房及油气业务亏损、贸易业务收入占比提升，综合毛利率持续降低。

图表 9. 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2020 年		2021 年		2022 年		2023 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	33.58	100.00	38.68	100.00	43.81	100.00	10.80	100.00
房地产	8.16	24.30	9.04	23.37	16.67	38.04	2.21	20.43
油气业务	4.53	13.49	5.95	15.38	7.28	16.62	1.49	13.83
水务业务	3.12	9.29	4.19	10.82	4.61	10.51	0.87	8.07

<sup>3</sup> 原名为嘉善县国有资产投资有限公司，于 2022 年 2 月更为现名。

<sup>4</sup> 浙江财务开发唯一股东及实际控制人为浙江省财政厅。

业务类型	2020年		2021年		2022年		2023年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
贸易业务 <sup>5</sup>	11.02	32.82	12.45	32.19	7.16	16.35	3.31	30.66
旅游业务	1.18	3.53	1.07	2.76	0.29	0.66	0.42	3.93
租赁服务	2.06	6.14	2.57	6.63	2.98	6.81	1.25	11.58
交通运输	0.51	1.51	0.58	1.51	0.70	1.61	0.04	0.33
服务	0.86	2.56	1.94	5.01	2.97	6.79	0.87	8.10
其他	2.14	6.37	0.90	2.33	1.14	2.61	0.33	3.08
<b>综合毛利率</b>		<b>23.81</b>		<b>22.57</b>		<b>12.83</b>		<b>4.29</b>
房地产		50.87		57.74		21.15		-7.57
油气业务		16.06		14.80		11.14		-0.04
水务业务		-14.20		-9.07		-31.02		-54.76
贸易业务		1.22		1.76		2.26		1.73
旅游业务		15.52		-0.82		-156.25		-8.34
租赁服务		76.05		70.92		65.24		75.61
交通运输		1.25		-0.64		24.33		-329.51
服务		28.42		33.96		19.07		28.70
其他		66.50		35.92		28.01		2.43

资料来源：嘉善国投

## 1. 主业运营状况/竞争地位

### (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。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。2020-2022年及2023年第一季度，公司保障房业务收入分别为0.45亿元、0.34亿元、12.45亿元和2.21亿元，2022年以来由于竣工交付房产较多，收入规模大幅提升。同期，保障房业务毛利率分别为46.35%、44.05%、1.58%和-7.58%，2020-2021年由于所结算项目土地及建设成本低，毛利率水平较高，2023年第一季度由于安置差价尚未结算，经营呈现亏损。截至2023年3月末，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30.38万平方米，累计已回笼资金19.02亿元，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包括嘉善县北部新城安置房项目（一期）、善虹苑和中心城区“棚户区”世纪大道北侧安置房项目等，预计总投资合计为93.92亿元，截至2023年3月末合计已完成投资58.55亿元，已确认收入和回笼资金9.13亿元。

商品房及商业地产方面，该公司近年收入主要来源于白水塘路南侧小区（云泽嘉苑），2022年由于为复式尾盘销售，收入规模有所下降，但业务毛利率有所提升。2020-2022年及2023年第一季度，公司商品房业务收入分别为7.71亿元、8.70亿元、4.22亿元和1.84万元，业务毛利率分别为51.14%、

<sup>5</sup> 包含粮食收储业务。

58.28%、78.89%和 100.00%。截至 2023 年 3 月末，公司主要已完工商品房项目投资总额为 13.68 亿元，可售面积为 19.80 万平方米，已售面积为 18.05 万平方米，累计已回笼资金 25.89 亿元，其中，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 2023 年 3 月末，已销售面积为 9.29 万平方米，已回笼资金 21.54 亿元。公司目前主要在建商品房为新湖路项目，预计总投资 11.50 亿元，截至 2023 年 3 月末合计已完成投资 5.04 亿元；主要在建商业地产项目包括长三角（嘉善）金融创新中心和城市客厅（梅花坊）等，预计总投资合计为 52.69 亿元，截至 2023 年 3 月末合计已完成投资 17.01 亿元。此外，公司拟建嘉善高铁新城环西南路西侧小区商品房项目，规划建筑面积 22.43 万平方米，预计总投资 23.00 亿元。

**图表 10. 公司在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）<sup>6</sup>**

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 <sup>7</sup>	保障房	2019.09-2022.09	15.80	21.00	12.40
直属库安置房（和善家园）	保障房	2020.03-2022.12	11.20	17.00	7.88
兴贤路安置房	保障房	2020.12-2023.12	18.00	20.00	13.00
嘉善县魏塘街道善智苑公寓房	保障房	2020.12-2023.10	14.40	30.98	10.74
善东苑	保障房	2021.12-2024.12	6.58	11.20	3.03
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	5.45	6.50	2.98
嘉善县北部新城安置房项目（一期）	保障房	2021.12-2023.12	15.90	22.38	5.62
善虹苑	保障房	2021.10-2023.11	6.60	11.60	2.88
新湖路项目	商品房	2022.12-2024.09	11.50	9.56	5.04
嘉善县健康护理中心	办公（医疗培训）	2020.08-2023.07	4.99	7.10	2.92
长三角（嘉善）金融创新中心	商业、办公	2021.04-2025.05	33.50	37.00	9.60
城市客厅（梅花坊）	商业、办公	2021.06-2026.06	14.20	9.40	4.49
<b>合计</b>	--	--	<b>158.12</b>	<b>203.72</b>	<b>80.60</b>

资料来源：嘉善国投（截至 2023 年 3 月末）

整体来看，该公司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。公司油气业务收入为公司营业收入的主要来源之一，近年受油气价格提升影响，收入规模逐年增长。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现油气业务收入 4.53 亿元、5.95 亿元、7.28 亿元和 1.49 亿元，业务毛利率分别为 16.06%、14.80%、11.14% 和 -0.04%，2021 年以来受全球能源形势和市场供求影响，采购价格与居民销售

<sup>6</sup> 浙江嘉善国际会展中心因涉及永久农田问题停建。

<sup>7</sup> 大西门安置房和直属库安置房（和善家园）一期主体已完工在售，因后续仍存在部分投资列为在建。

价格存在倒挂，业务毛利率有所下降，2023 年第一季度由于居民用气量占比提升，经营呈现亏损。

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。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司天然气销量分别为 12823 万立方米、13958 万立方米、12425 万立方米和 3477 万立方米，其中，2022 年居民和企业燃气销售量分别为 1403 万立方米和 11022 万立方米。截至 2023 年 3 月末，公司拥有天然气管网 2019 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，目前拥有站前路加气站和西塘加气站，业务规模较小。公司石油销售业务自 2017 年起开展，2017 年 9 月以来先后设立善通加油加氢站、长江路加油站和翔盛加油站，2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现成品油销售 1.19 万吨、1.45 万吨、1.31 万吨和 0.33 万吨，分别实现石油销售收入 0.78 亿元、1.16 亿元、1.27 亿元和 0.30 亿元，2022 年受益于油品销售价格上涨，收入实现增长。

### **(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，经营主体为子公司嘉善县水务控股集团有限公司（简称“嘉善水务集团”）。业务分析详见第五章“差额支付承诺人（嘉善水务集团）”对应章节。

### **(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，2020-2021 年收入规模较大，对公司营业收入的贡献度高，2022 年受大宗商品供求减少及价格波动影响，经营呈现收缩，整体来看业务盈利能力偏弱。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现贸易业务收入 11.02 亿元、12.45 亿元、7.16 亿元和 3.31 亿元，业务毛利率分别为 1.22%、1.76%、2.26%和 1.73%，其中，粮食收储收入分别 1.42 亿元、1.06 亿元、0.86 亿元和 0.71 亿元。

2022 年，该公司大宗商品贸易产品主要包括螺纹钢和烟片胶，下游客户主要包括浙江永安国富实业有限公司、浙江长城建设集团物资有限公司（简称“浙江长城建设”）、杭州热联集团股份有限公司、浙江省建工集团有限责任公司（简称“浙江建工”）和浙江热联中邦供应链服务有限公司（简称“浙江热联中邦”），销售占比合计为 76.93%；2023 年第一季度，主要下游客户包括浙江四邦实业有限公司、浙江建工、浙江长城建设、杭州城联实业有限公司和浙江热联中邦，销售占比合计为 98.99%，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**

该公司旅游业务经营主体为西塘旅游，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。近年受不可抗力因素影响，公司旅游业务收入及毛利率均大幅下滑。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现旅游业务收入 1.18 亿元、1.07 亿元、0.29 亿元和 0.42 亿元，业务毛利率分别为 15.52%、-0.82%、-156.25% 和 -8.34%。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”），业务包括客运、汽车租赁、汽修汽配、汽车广告及其他等。近年公司交通业务收入持续增长，2020-2022 年及 2023 年第一季度分别实现收入 0.51 亿元、0.58 亿元、0.70 亿元和 0.04 亿元，业务毛利率分别为 1.25%、-0.64%、24.33%和-329.51%，其中 2022 年收入增量主要来源于汽车转运，2023 年第一季度由于支付员工年终奖金，呈现较大亏损。公司原开展新能源汽车分时租赁业务，经营主体为环球车享嘉善汽车租赁有限公司（简称“环球车享”），2020-2021 年分别实现业务收入 0.23 亿元和 0.47 亿元，但由于该业务持续亏损，2020 年 6 月公司暂停分时租赁业务运营，保留合同期内长租业务，2022 年 3 月公司对环球车享进行注销备案，后续不再开展。

#### **(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 2022 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 88.52 亿元，收到市政基础设施项目财政资金拨付余额为 32.41 亿元。公司目前主要在建基础设施项目计划总投资 121.90 亿元，截至 2023 年 3 月末累计已完成投资 22.29 亿元。此外，公司拟建基础设施项目预计总投资 519.87 亿元，包括嘉善大道、兴善公路（晋阳西路-浙苏省界段）和杭申线（嘉善段）三级航道改造工程等，建设资金将主要来源于县财政预算资金和自筹，公司存在一定资本性支出压力。

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嘉善县君泰保安服务有限公司、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，2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现服务业务收入 0.86 亿元、1.94 亿元、2.97 亿元和 0.87 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，2020-2022 年及 2023 年第一季度，租赁服务业务收入分别为 2.06 亿元、2.57 亿元、2.98 亿元和 1.25 亿元，业务毛利率分别为 76.05%、70.92%、65.24%和 75.61%，由于 2022 年部分租金滞后收取，当年业务毛利率有所下降，同时 2023 年第一季度收入规模及毛利率增长。

2019 年 12 月，该公司无偿受让嘉善县同舟融资担保有限公司（简称“同舟担保公司”），从而新增经营性担保业务，对象以嘉善县中小微企业为主，存在多笔逾期代偿事项。2022 年 6 月，同舟担保公司与嘉兴市小微企业信保基金融资担保有限公司<sup>8</sup>（简称“嘉兴信保基金”）签订合并协议，嘉兴信保基金吸收合并包括同舟担保公司在内的 3 家县（市）级融资担保公司，完成后同舟担保公司解散并注销，原股东嘉善县金融投资有限公司（简称“嘉善金投”）成为嘉兴信保基金新股东，持有其 15.81% 股权。公司后续不再开展该项业务。

该公司子公司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，近年业务规模逐渐扩张。截至 2022 年末，公司主要投资对象包括嘉善秀之杰股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“秀之杰股权投资”）、嘉善嘉和股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“嘉和股权投资”）、长三角（嘉善）股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“长三角（嘉善）股权投资”）和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”）等，已投资合计 36.34 亿元，2021-2022 年分别产生投资收益 0.35 亿元和 2.81 亿元。

## 2. 运营规划/经营战略

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。

## (三) 管理

### 1. 公司治理

截至 2023 年 3 月末，该公司注册资本及实收资本均为 4.32 亿元，嘉善县财政局持有公司 91.08% 股权，为公司控股股东和实际控制人。

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<sup>9</sup>，设董事长 1 名，职工代表 1 名，其中，非

<sup>8</sup> 已于 2023 年 5 月更名为嘉兴市融资担保有限公司。

<sup>9</sup> 根据善财发〔2022〕181 号文件，该公司将董事会成员由 4 名调整为 5 名，但暂未出具章程修正案。

职工代表董事由嘉善县财政局按规定程序提名经股东会选举产生，董事长由嘉善县财政局提名经董事会选举产生。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提名，经股东会选举产生。公司设总经理 1 名，由董事会聘用或解聘，对董事会负责。此外，2020 年 1 月公司公告经中共嘉善县委批准，中共嘉善县纪委、嘉善县监委决定给予原董事吴贵连开除党籍处分，解除劳动合同，收缴违纪违法所得。

该公司存在一定规模关联方应收款项及关联担保。截至 2022 年末，公司应收嘉善县财政局的往来款 3.28 亿元。此外，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”）分别以持有的中新嘉善现代产业园开发有限公司（简称“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 2023 年 3 月末担保余额为 45.03 亿元。

## 2. 运营管理

该公司根据业务与行政管理的需要设置了计划财务部、投资发展部、监察室、风险控制部、资产管理部、党建行政办公室和项目建设中心等职能部门，各部门职责分工明确，协作顺畅，能够较好地保障公司经营管理工作有效推进。

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。计划财务部指定专员负责对外担保事项的统一簿记管理。

## 3. 严重不良行为记录

根据该公司本部及主要承债子公司城投集团、嘉善水务集团、西塘旅游的《企业信用报告》<sup>10</sup>，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

<sup>10</sup> 征信报告日期分别为 2023 年 5 月 6 日、2023 年 5 月 5 日、2023 年 5 月 4 日和 2023 年 5 月 5 日。

公开网等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2023 年 6 月 8 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

### 1. 数据与调整

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>11</sup>对该公司 2020-2022 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。公司因存在会计差错更正，对部分科目进行追溯调整，2020 年及 2021 年财务数据分别来源于 2021 年及 2022 年审计报告期初数/上年数。公司执行最新企业会计准则。

2020 年，该公司无偿受让嘉善县新益人力资源服务有限公司、嘉善县城北综合市场有限公司和嘉善县科正建设工程检测有限公司等 14 家公司，购入嘉善大澈天然气有限公司，并新设嘉善县善合股权投资有限公司、长三角（嘉善）招商引才服务有限公司和嘉善县通顺绿化园林工程有限公司等 11 家子公司。2021 年，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和长三角（嘉善）大数据运营有限公司等 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，公司购入浙江牧月酒店有限公司、嘉善水乡旅游经营管理有限公司、嘉善县西塘镇小桥流水旅游服务有限公司和浙江亦容建设有限公司 4 家公司 100% 股权，以 2.21 亿元对价转让同舟担保公司 100% 股权，无偿转让浙江西塘商业运营管理有限公司（简称“西塘商业运营”）51% 股权，新设嘉善县传媒集团有限责任公司、浙建长三角（嘉善）建设有限公司和嘉善县善创私募基金管理有限公司等 8 家子公司，因吸收合并减少嘉善大成环保有限公司。2023 年第一季度，公司合并范围未发生变动。截至 2023 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司共 108 家，其中一级子公司仍主要包括城投集团、嘉善水务集团、交投集团、西塘旅游和资产经营公司等。

### 2. 资本结构

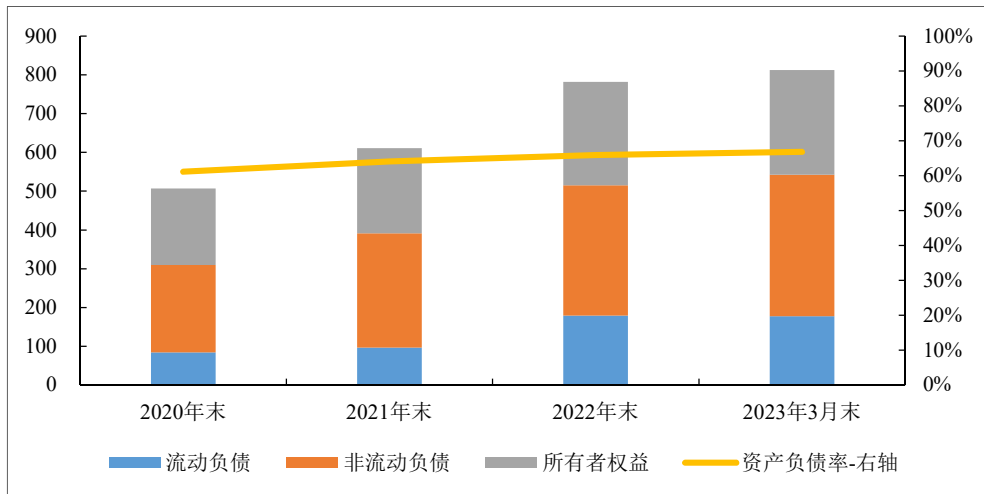
#### (1) 财务杠杆

近年该公司负债总额快速扩张，资产负债率上升至较高水平。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司负债总额分别为 309.92 亿元、391.55 亿元、515.48 亿元和 542.75 亿元，资产负债率分别为 61.17%、64.06%、65.94% 和 66.81%。

<sup>11</sup> 原名为华普天健会计师事务所（特殊普通合伙），于 2019 年 7 月更为此名。



图表 11. 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。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司所有者权益分别为 196.76 亿元、219.69 亿元、266.26 亿元和 269.60 亿元，其中，资本公积分别为 155.91 亿元、179.78 亿元、224.96 亿元和 228.38 亿元。2021 年末，资本公积较 2020 年末净增加 23.87 亿元，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；2022 年末，资本公积较 2021 年末净增加 45.19 亿元，主要来源于地方政府债券资金转增资本公积 25.89 亿元、嘉善经开和西塘商业运营其他权益变动增加 9.12 亿元和 3.45 亿元、无偿划入科创园二期增加 2.59 亿元，以及获得嘉善县财政局资金注入 3.13 亿元等；2023 年 3 月末资本公积较 2022 年末增加 3.42 亿元，主要系获得房产注入所致。

## (2) 债务结构

该公司负债以非流动负债为主，与公司基础设施和房地产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。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 269.13%、305.11%、187.84%和 205.36%。从负债构成来看，2022 年末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>12</sup>和应付账款，占负债总额的比重分别为 80.13%、6.55%、5.46%和 2.31%。其中，刚性债务余额为 413.06 亿元，较上年末增长 43.67%；其他非流动负债余额为 33.78 亿元，主要为财政拨款的基础设施建设工程项目资金 32.41 亿元，较上年末减少 25.51%，系与项目支出冲减以及地方政府债券资金转增资本公积所致；其他应付款余额为 28.13 亿元，主要包括往来款、其他代收代付款、工程质保金及押金，年末余额分别为 19.05 亿元、7.78 亿元和 1.30 亿元，较上年末大幅增长 87.10%，系应付嘉善县善成实业有限公司（简称“善成实业”）往来款增加所致<sup>13</sup>；应付账款余额为 11.89 亿元，较上年末增长 77.77%，主要

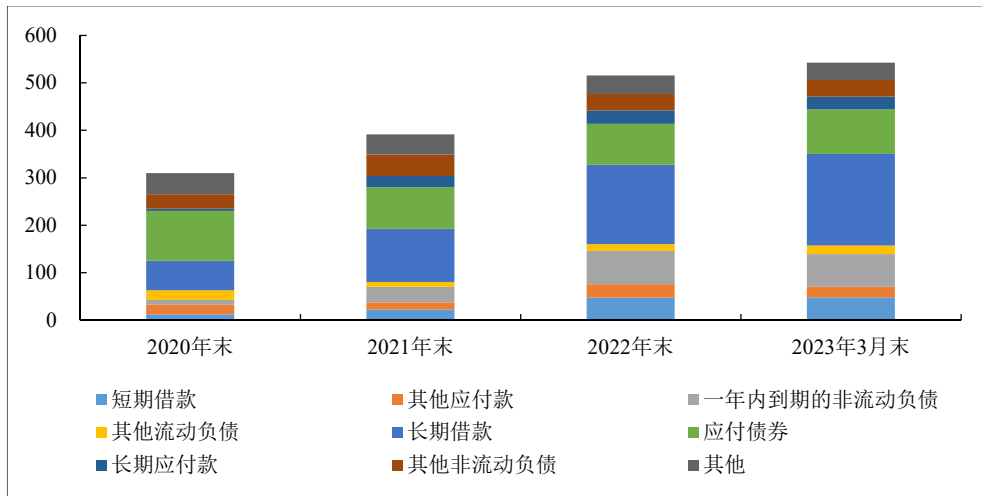
<sup>12</sup> 不含应付利息和应付股利，下同。

<sup>13</sup> 该公司经营性现金流调整，同时在债权投资和其他应付款挂账与善成实业往来款 9.95 亿

系应付工程款增加所致。此外，应交税费较上年末减少 78.88%至 0.89 亿元，系支付土地增值税所致；专项应付款较上年末减少 42.09%至 8.47 亿元，系非公益性项目财政拨款结转所致。

截至 2023 年 3 月末，该公司刚性债务较 2022 年末增长 8.74%至 449.15 亿元，占负债总额的比重较 2022 年末上升 2.62 个百分点至 82.75%；其他应付款较 2022 年末减少 18.67%至 22.88 亿元，系支付往来款所致；专项应付款较 2022 年末减少 52.68%至 4.01 亿元，系项目财政拨款结转所致。除上述外，公司其他负债构成较 2022 年末无显著变化。

**图表 12. 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。

该公司近年刚性债务持续快速扩张，债务偿付压力显著加大，此外，2022 年随着长期债券的逐渐到期及新增短期借款，公司短期刚性债务规模显著增加，集中偿债压力加大。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 216.66 亿元、287.50 亿元、413.06 亿元和 449.15 亿元，其中短期刚性债务余额分别为 46.07 亿元、65.38 亿元、131.87 亿元和 135.44 亿元。

该公司融资以金融机构借款和发行债券为主，近年新增融资主要来源于金融机构借款。2022 年末，公司金融机构借款和应付债券（含一年内到期的应付债券和短期融资券，下同）余额<sup>14</sup>分别为 271.07 亿元和 139.01 亿元，占刚性债务的比重分别为 65.63%和 33.65%。公司银行借款以保证、抵押及保证、质押及保证、质押等方式为主，2022 年末占比分别为 70.85%、8.26%、7.29%和 7.19%，其中保证借款主要为集团内部互保，抵押物包括房产和长期股权投资等，质押物包括中新产业园 9.60 万股股权、子公司股权、入园凭证收益权和游船乘坐凭证收入收益权等。2023 年 3 月末，公司刚性债务中金融机构借款余额为 261.45 亿元，占比为 58.21%，存续借款成本区间为 2.85%-6.70%；应付债券余额为 149.83 亿元，占比为 33.36%。

该公司近年债券规模持续较大幅增加，截至 2023 年 6 月 10 日，公司本部

元；善成实业由嘉善县财政局全资持股。

<sup>14</sup> 一年内到期的非流动负债中应付利息未统计在内。

尚在存续期的债券余额合计为 143.00 亿元。此外，子公司西塘旅游存续债券余额为 5.00 亿元<sup>15</sup>；子公司嘉善县水务投资有限公司存续债券余额为 1.98 亿元。

**图表 13. 公司本部存续债券概况**

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
18 嘉善 01	15.00	5 (3+2)	5.00	6.20	2018.7.24
18 嘉善 02	5.00	5	5.00	6.70	2018.7.24
18 嘉善债	8.00	7 (5+2)	8.00	5.19	2018.12.17
19 嘉善 01	5.00	7 (3+2+2)	5.00	4.97	2019.4.30
19 嘉善债	7.00	7 (5+2)	7.00	4.50	2019.9.3
20 嘉善国资 PPN001B	5.00	5	5.00	4.10	2020.4.16
20 嘉善国资 PPN002	8.00	5 (3+2)	8.00	4.04	2020.8.6
20 嘉善国资 PPN003	7.00	5 (3+2)	7.00	4.20	2020.10.21
21 嘉善国资 MTN001	10.00	5 (3+2)	10.00	3.79	2021.4.21
21 嘉善 01	7.00	5 (3+2)	7.00	3.50	2021.7.15
21 嘉善 02	3.00	5	3.00	4.10	2021.7.15
21 嘉善 03	6.00	5	6.00	4.14	2021.11.4
21 嘉善 04	4.00	5 (3+2)	4.00	3.55	2021.11.4
22 嘉善 01	8.00	5 (3+2)	8.00	3.30	2022.1.17
22 嘉善国资 MTN001	10.00	5	10.00	4.10	2022.3.29
22 嘉善 02	2.00	5 (3+2)	2.00	3.40	2022.4.13
22 嘉善 03	5.00	5	5.00	4.00	2022.4.13
22 嘉善债	8.00	7 (5+2)	8.00	3.20	2022.8.22
23 嘉善国资 PPN001	10.00	5 (3+2)	10.00	4.00	2023.2.22
23 嘉善 01	7.00	7 (5+2)	7.00	3.96	2023.3.14
23 嘉善国投 PPN002	5.00	5 (3+2)	5.00	3.78	2023.4.6
23 嘉善 02	8.00	5 (3+2)	8.00	3.60	2023.4.21
<b>合计</b>	<b>153.00</b>	<b>-</b>	<b>143.00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：Wind（截至 2023 年 6 月 10 日）

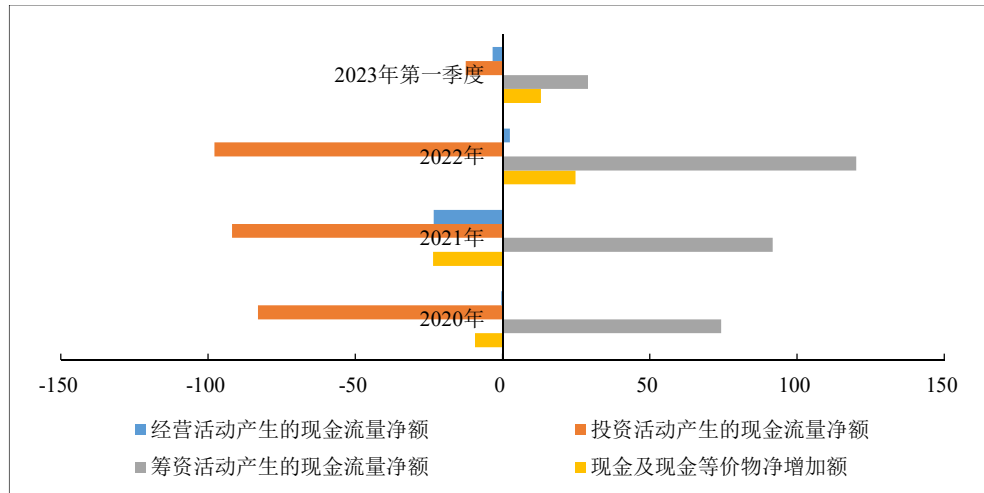
### 3. 现金流量

该公司水务、油气等主营业务资金回笼能力较强，2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 117.19%、88.07%、107.35%和 113.35%，经营活动现金流量净额分别为-0.43 亿元、-23.46 亿元、2.51 亿元和-3.44 亿元。2021 年受购地及房地产项目开发支出较大影响，经营活动现金流呈大额净流出，同时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；2022 年由于主业经营及资金往来净流入规模增加，经营活动现金呈净流入。随着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-83.12 亿元、-91.85 亿元、-97.84 亿元和-12.50 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

<sup>15</sup> 根据该公司反馈，19 西塘 ABN001 次已偿还。

行债券等方式弥补，2020-2022年及2023年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为74.22亿元、91.71亿元、120.12亿元和28.95亿元，近年净流入规模持续增加。

**图表 14. 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。

#### 4. 资产质量

随着基建、房地产等项目的持续投入、股权投资增加等，该公司资产总额逐年快速增长。2020-2022年末及2023年3月末，公司资产总额分别为506.68亿元、611.24亿元、781.74亿元和812.35亿元，其中，非流动资产占资产总额的比重分别为56.37%、63.09%、64.76%和64.04%。

该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、债权投资和其他非流动金融资产，2022年末占非流动资产的比重分别为29.58%、16.24%、12.41%、11.84%和9.27%。其中，其他非流动资产余额为149.76亿元，主要包括市政工程项目建设成本88.52亿元和预付土地款43.74亿元，较上年末增长22.72%，系市政工程项目建设投入增加所致。投资性房地产余额为82.22亿元，主要为用于出租的物业资产，较上年末增长6.11%，系房产完工转入。长期股权投资余额为62.82亿元，主要包括对嘉善经开、中新产业园和西塘商业运营等投资44.90亿元、10.33亿元和3.50亿元，较上年末增长39.25%，系嘉善经开和西塘商业运营因政府债券资金豁免，致使其他权益变动分别增加9.12亿元和3.45亿元。债权投资余额为59.96亿元，主要核算债权工具投资，包括对长三角（嘉善）建设发展集团有限公司（简称“长三角（嘉善）建发”）、嘉善县魏塘资产管理有限公司、善成实业和嘉善县魏塘投资开发有限公司的资金拆借，账面价值分别为14.22亿元、14.16亿元、9.95亿元和6.69亿元，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>16</sup>4.27亿元，该科目余额较上年末增加32.52亿元，主要来源于对长三角（嘉

<sup>16</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。

善)建发和善成实业的拆借款。其他非流动金融资产余额为 46.92 亿元,主要核算公司的产业投资基金,投资对象包括秀之杰股权投资、嘉和股权投资、长三角(嘉善)股权投资和芯创壹号股权等,投资余额分别为 8.32 亿元、5.36 亿元、3.33 亿元和 3.32 亿元,较上年末增长 42.77%,系当年新增对秀之杰股权投资和长三角(嘉善)股权投资。此外,2022 年末,公司其他权益工具投资较上年末增长 22.20%至 28.76 亿元,主要包括对云顶新耀-B 投资 2.16 亿元(2022 年累计损失 1.38 亿元),以及对嘉兴市铁路投资有限公司、嘉兴市原水投资有限公司、嘉兴市市域铁路投资有限公司、嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司和嘉兴信保基金等政府性投资,投资余额分别 5.38 亿元、5.37 亿元、2.63 亿元、2.59 亿元和 2.21 亿元。固定资产较上年末增长 40.57%至 35.60 亿元,系管网等资产完工转固所致。无形资产较上年末增长 129.02%至 12.22 亿元,系预付土地款办证后转入所致。

该公司流动资产主要集中于存货、其他应收款<sup>17</sup>和货币资金,2022 年末占流动资产的比重分别为 44.16%、32.26%和 19.83%。其中,存货余额为 121.64 亿元,较上年末增长 18.77%,主要为房地产等项目的开发成本;其他应收款余额为 88.87 亿元,主要为与嘉善县当地企事业单位的往来款,较上年末增长 7.64%,主要系增加应收嘉善县自然资源和规划局履约保证金以及嘉善祥符房地产有限公司(简称“嘉善祥符房地产”)<sup>18</sup>往来款所致,公司应收对象较多,年末前五大应收对象为嘉善县嘉正房屋征收服务中心(简称“嘉正房屋征收中心”)、嘉善县自然资源和规划局、嘉善县嘉和房屋征收服务中心(简称“嘉和房屋征收中心”)、嘉善祥符房地产和嘉善县西塘镇经济发展办公室,应收款项合计达 64.87 亿元;货币资金余额为 54.63 亿元,受益于新增融资,较上年末增长 77.03%。

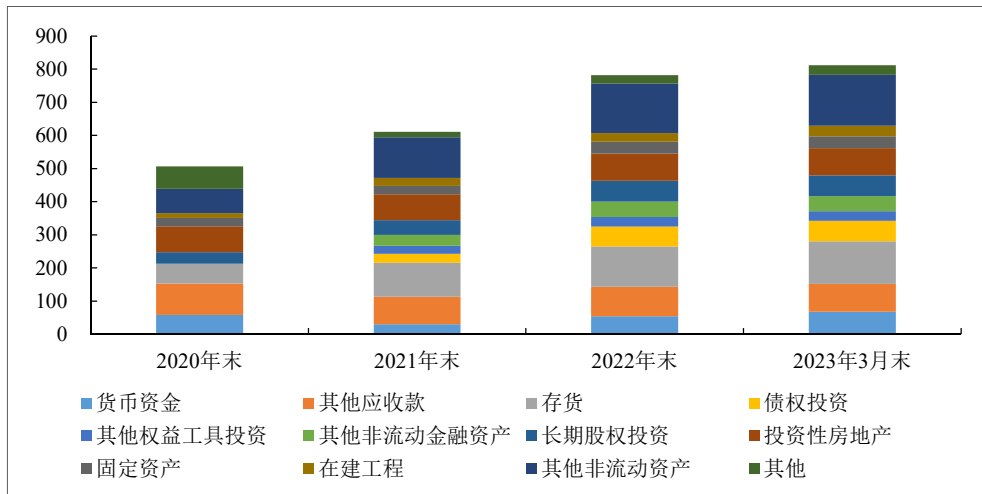
截至 2023 年 3 月末,该公司资产总额较 2022 年末增长 3.92%至 812.35 亿元,其中,货币资金较 2022 年末增长 23.78%至 67.62 亿元;其他应收款较 2022 年末减少 4.57%至 84.81 亿元,主要系收回嘉正房屋征收中心和嘉和房屋征收中心往来款项所致;存货较 2022 年末增长 5.14%至 127.89 亿元,主要系房地产项目开发增加所致;债权投资较 2022 年末增长 4.31%至 62.54 亿元,主要系资金拆借增加所致;随着公司在建基础设施项目的推进,在建工程较 2022 年末增长 24.75%至 31.94 亿元,其他非流动资产较 2022 年末增长 2.73%至 153.85 亿元;无形资产较 2022 年末增长 24.62%至 15.23 亿元,主要系购买土地所致。除上述外,公司其他资产构成较 2022 年末无显著变化。

<sup>17</sup> 不含应收利息和应收股利,下同。

<sup>18</sup> 由嘉善县西塘镇村镇建设综合开发公司和西塘文旅分别持有其 90%和 10%股权,实际控制人为嘉善县西塘镇事业综合服务中心。



图表 15. 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。

## 5. 盈利能力

该公司近年营业收入保持稳步增长，但综合毛利率呈现下降。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现营业收入 33.58 亿元、38.68 亿元、43.81 亿元和 10.80 亿元，综合毛利率分别为 23.81%、22.57%、12.82%和 4.29%，2022 年主要受盈利能力偏低的安置房收入占比提升、油气和水务业务盈利能力下降等因素影响，综合毛利率较上年下降 9.73 个百分点。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，近年主要受融资力度加大导致相应利息支出增加影响，期间费用逐年较大幅增加，对利润的侵蚀程度有所加重。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司期间费用分别为 10.13 亿元、13.70 亿元、16.05 亿元和 4.44 亿元，期间费用率分别为 30.17%、35.42%、36.62%和 41.17%，其中，管理费用分别为 3.11 亿元、4.58 亿元、4.70 亿元和 1.28 亿元，财务费用分别为 5.67 亿元、7.97 亿元、10.17 亿元和 2.85 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，经营性业务利润持续亏损，净利润水平对政府补助依赖度高，此外，投资收益和公允价值变动损益等非经常性损益，亦能对净利润提供一定贡献。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现投资净收益 1.32 亿元、2.31 亿元、5.75 亿元和 -0.19 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，2022 年大幅提升来源于嘉善经开和西塘商业运营政府债券资金豁免导致的其他权益变动；2020-2022 年，公允价值变动损益分别为 -0.23 亿元、1.31 亿元和 2.07 亿元，主要来源于芯创壹号股权投资收益；此外，2022 年信用减值损失 -1.01 亿元，主要来源于其他应收款和债权投资的减值准备。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别收到政府补助 4.65 亿元、6.75 亿元、6.80 亿元和 4.42 亿元，受益于此，净利润分别实现 0.86 亿元、1.59 亿元、1.25 亿元和 0.04 亿元。

## 6. 偿债能力与流动性

近年该公司 EBITDA 逐年增加，但受刚性债务扩张较快影响，EBITDA 对刚性债务的保障程度仍偏低。2020-2022 年，公司 EBITDA 分别为 12.03 亿元、15.08 亿元和 18.93 亿元，对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.06 倍、0.06 倍和 0.05 倍。公司近年经营性净现金流呈现波动，非筹资性现金流呈持续净流出，均较难对债务偿付提供保障。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司流动比率分别为 263.31%、233.44%、153.82%和 164.33%，指标处于较高水平。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。同期末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 126.63%、47.69%、41.43%和 49.93%，2021 年以来随着长期借款逐渐到期及新增短期融资，公司即期债务偿付压力加大。

图表 16. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
EBITDA/利息支出(倍)	1.20	1.06	1.26	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.06	0.05	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-0.55	-25.98	1.82	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-0.22	-9.31	0.72	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-106.55	-127.69	-69.14	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-42.65	-45.74	-27.21	—
流动比率(%)	263.31	233.44	153.82	164.33
现金比率(%)	69.48	32.26	30.50	38.04
短期刚性债务现金覆盖率(%)	126.63	47.69	41.43	49.93

资料来源：嘉善国投

资产受限方面，截至 2022 年末，该公司受限资产账面价值 34.82 亿元，占资产总额的比重为 4.45%，主要包括存货 17.69 亿元、长期股权投资 10.33 亿元、投资性房地产 2.29 亿元、其他权益工具投资 2.16 亿元等，因借款抵质押受限。

图表 17. 截至 2022 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	0.02	0.05	借款质押、保证金
存货	17.69	14.54	借款抵押
投资性房地产	2.29	2.78	借款抵押
其他权益工具投资	2.16	7.50	借款抵押
长期股权投资	10.33	16.45	借款质押
在建工程	1.71	6.68	借款抵押
其他非流动资产	0.62	0.42	借款抵押
合计	34.82	-	-

资料来源：嘉善国投

## 7. 表外事项

截至 2023 年 3 月末，该公司对外担保余额为 20.81 亿元，担保比率为 7.72%。公司担保对象以嘉善县国有企业为主，主要包括嘉善县北部新城开发建设有限公司、善成实业、嘉善县罗星新市镇投资开发有限公司和嘉善县银通有限公司等，担保余额总计 19.09 亿元，占公司对外担保余额的 91.73%。整体来看，公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

此外，该公司与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 2023 年 3 月末担保余额为 45.03 亿元。

**图表 18. 截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保对象	担保余额
嘉善县北部新城开发建设有限公司	11.00
嘉善县善成实业有限公司	3.09
嘉善县罗星新市镇投资开发有限公司	3.00
嘉善县银通有限公司	2.00
嘉善大云旅游实业有限公司	0.50
嘉善县西塘新市镇投资开发有限公司	0.80
嘉善大云文化生态旅游发展有限公司	0.26
嘉善县大云新市镇投资开发有限公司	0.16
<b>合计</b>	<b>20.81</b>

资料来源：嘉善国投

## (五) 外部支持

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。2020-2022 年，公司获得的资产和资金注入分别为 44.89 亿元、19.84 亿元和 5.74 亿元，此外 2022 年将地方政府债券资金转增资本公积 25.89 亿元；同期分别获得政府补助 4.65 亿元、6.75 亿元和 6.80 亿元。

该公司与金融机构保持良好的长期合作关系，截至 2023 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 483.46 亿元，其中尚未使用额度为 184.95 亿元。

## (六) 结论

该公司为地方国有控股企业，嘉善县财政局为公司控股股东和实际控制人。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，近年营业收入稳步增

长，但综合毛利率逐年下降。其中水务和天然气业务具备区域专营优势，收入稳定性相对较强；旅游业务主要依托于西塘旅游，具备一定品牌优势，但近年经营业绩大幅下滑；房地产业务近年收入持续提升，但盈利易受项目性质及销售周期影响，后续面临较大的资本性支出压力；贸易业务 2022 年规模收缩，仍为公司营业收入的重要来源，业务周期性强、盈利能力弱，面临较大的经营风险管控压力。

近年来，该公司负债规模快速扩张，资产负债率上升至较高水平，累积的债务负担重。公司目前债务期限结构尚合理，但随着长期借款的逐渐到期及新增短期融资，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依赖度高。此外，公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

## 七、其他参与方

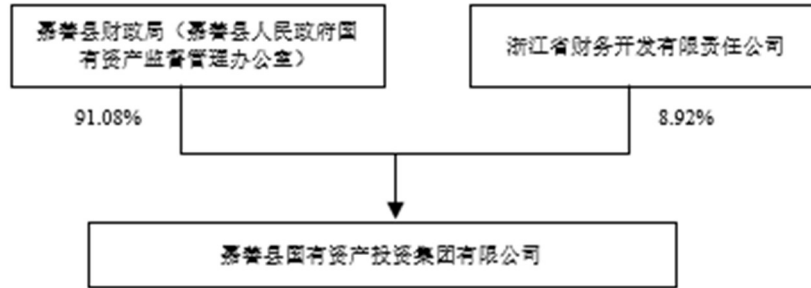
跟踪期内，计划管理人华林证券、托管银行华夏银行、监管银行民生银行等相关参与机构均履行了其职能。

## 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 05 至嘉善水 09）的信用等级维持 AAA<sub>sf</sub> 级。

附录一：

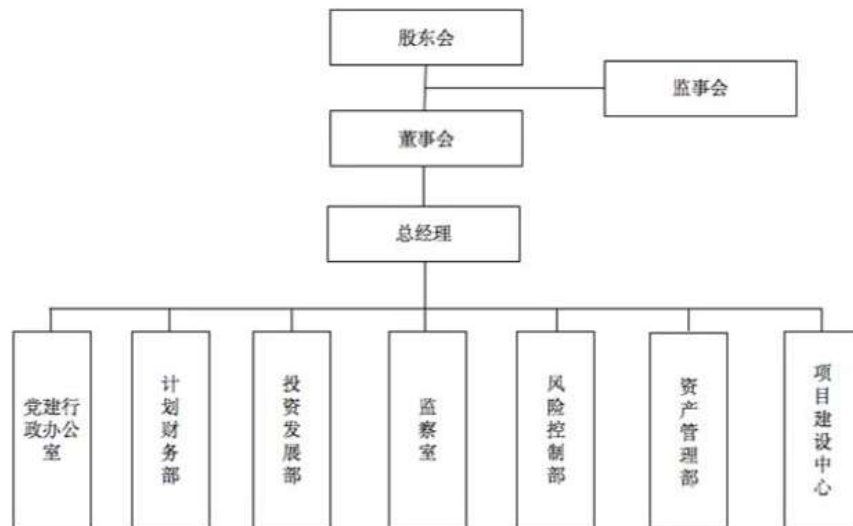
嘉善国投股权结构图



注：根据嘉善国投提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 年 3 月末）。



附录三：

嘉善国投主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额[亿元]	506.68	611.24	781.74	812.35
货币资金[亿元]	58.25	30.86	54.63	67.62
刚性债务[亿元]	216.66	287.50	413.06	449.15
所有者权益[亿元]	196.76	219.69	266.26	269.60
营业收入[亿元]	33.58	38.68	43.81	10.80
净利润[亿元]	0.86	1.59	1.25	0.04
EBITDA[亿元]	12.03	15.08	18.93	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.43	-23.46	2.51	-3.44
投资性现金净流入量[亿元]	-83.12	-91.85	-97.84	-12.50
资产负债率[%]	61.17	64.06	65.94	66.81
长短期债务比[%]	269.13	305.11	187.84	205.36
权益资本与刚性债务比率[%]	90.82	76.41	64.46	60.02
流动比率[%]	263.31	233.44	153.82	164.33
速动比率[%]	189.90	126.61	85.30	91.64
现金比率[%]	69.48	32.26	30.50	38.04
短期刚性债务现金覆盖率[%]	126.63	47.69	41.43	49.93
利息保障倍数[倍]	0.90	0.83	0.93	—
有形净值债务率[%]	162.92	183.54	203.94	214.40
担保比率[%]	31.79	17.56	7.85	7.72
毛利率[%]	23.81	22.57	12.83	4.29
营业利润率[%]	5.55	7.43	3.95	-0.35
总资产报酬率[%]	2.02	2.11	2.01	—
净资产收益率[%]	0.51	0.76	0.52	—
净资产收益率*[%]	0.54	0.77	0.49	—
营业收入现金率[%]	117.19	88.07	107.35	113.35
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.55	-25.98	1.82	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-0.22	-9.31	0.72	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-106.55	-127.69	-69.14	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-42.65	-45.74	-27.21	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.20	1.06	1.26	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.05	—

注：表中数据依据嘉善国投经审计的2020-2022年度及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	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%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	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%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(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

附录四：

### 结构化融资产品信用评级结果释义

本评级机构对结构化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	结构化融资产品的偿付能力极强，违约风险和违约损失风险极低
	AA <sub>sf</sub> 级	结构化融资产品的偿付能力很强，违约风险和违约损失风险很低
	A <sub>sf</sub> 级	结构化融资产品的偿付能力较强，违约风险和违约损失风险较低
	BBB <sub>sf</sub> 级	结构化融资产品的偿付能力一般，违约风险和违约损失风险一般
投机级	BB <sub>sf</sub> 级	结构化融资产品的偿付能力较弱，违约风险和违约损失风险较高
	B <sub>sf</sub> 级	结构化融资产品的偿付能力很弱，违约风险和违约损失风险很高
	CCC <sub>sf</sub> 级	结构化融资产品的偿付能力极弱，违约风险和违约损失风险极高
	CC <sub>sf</sub> 级	结构化融资产品基本不能保证偿付
	C <sub>sf</sub> 级	结构化融资产品不能得到偿付

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。