

# 嘉善县高新科技园区建设投资有限公司 2025 年度第一期中期票据 信用评级报告

中鹏信评【2024】第 Z【2262】号 01

让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 嘉善县高新科技园区建设投资有限公司2025年度第一期中期票据信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2024-12-31

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到嘉善县区位和交通优势明显，经济实力较强；嘉善县高新科技园区建设投资有限公司（以下简称“嘉善高新”或“公司”）作为嘉善经济技术开发区（以下简称“嘉善经开区”）重要的国有资产投资运营主体，主要从事区域内的土地一级开发、安置房建设、园区物业租赁和产业基金投资等业务，业务收入较有保障，且获得较大力度的外部支持。但中证鹏元也关注到，公司资产中项目开发成本及应收款项规模较大，流动性相对较弱，债务规模较高，项目建设尚需投入资金规模较大，面临较大偿债压力和资金压力，同时存在一定的或有负债风险。

## 债券概况

**发行规模：**4.40 亿元（品种一、品种二初始规模各 2.20 亿元，最终发行规模根据发行时的情况互拨调整）

**发行期限：**品种一债券期限为 3+2 年（附第 3 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）；品种二债券期限为 5 年

**偿还方式：**按年付息，到期一次性偿还本金

**发行目的：**用于偿还“20 嘉善经开 PPN001”和“22 嘉善经开 MTN001”本金

## 联系方式

项目负责人：顾春霞  
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：范思艺  
fansy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为在未来较长一段时期内，公司职能地位仍将维持，业务收入仍较有保障，且有望持续获得较大力度的外部支持。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.9	2023	2022	2021
总资产	487.37	411.08	308.83	210.30
所有者权益	158.94	143.42	125.01	76.60
总债务	297.58	252.59	168.91	119.90
资产负债率	67.39%	65.11%	59.52%	63.58%
现金短期债务比	0.73	0.38	0.62	0.83
营业收入	8.76	12.62	11.83	11.32
其他收益	0.02	1.67	0.01	0.08
利润总额	-1.55	1.90	1.47	1.59
销售毛利率	23.07%	5.65%	40.93%	25.68%
EBITDA	--	4.27	5.17	3.64
EBITDA 利息保障倍数	--	0.40	0.70	0.94
经营活动现金流净额	-14.45	-67.68	-51.79	-25.48

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 正面

- **嘉善县区位和交通优势明显，经济实力较强，近年提出构建“3+3”现代产业体系。**嘉善县地处江苏、浙江及上海交汇处，区位和交通优势明显；2023年，嘉善县经济总量及增速均处于嘉兴市下辖区县中上游，人均GDP是同期全国人均水平的153.54%，经济发展水平较高；近年嘉善县明确了构建“3+3”现代产业体系，即数字经济、生命健康、新能源新材料三大新兴培育产业和装备制造、木业家居、纺织服装三大传统优势产业，各产业均呈现良好发展态势。嘉善经开区系国家级开发区，现有高新技术企业179家，拥有多个中国驰名商标及浙江省出口名牌，经济发展较好。
- **业务具有区域专营性，收入较有保障。**公司是嘉善经开区重要的国有资产投资运营主体，主要从事区域内的土地一级开发、安置房建设、园区物业租赁和产业基金投资等业务，近年营业收入持续增长，截至2024年9月末，公司在建项目尚需投资以及待结转收入的开发成本规模均较大。
- **公司获得的外部支持力度较大。**作为嘉善经开区重要的国有资产投资运营主体，当地政府在资本性投入和资金补贴方面给予公司较大支持。2022年嘉善经济技术开发区管理委员会（以下简称“嘉善经开区管委会”）将持有的嘉善经济技术开发区实业有限公司（以下简称“嘉善经开”）53.85%股权无偿划转至公司。同时近年嘉善经开区（惠民街道）财政局、嘉善经开区管委会通过债务豁免、拨付财政资金、土地收益权无偿划转等方式使公司资本实力得到较大提升，2024年9月末公司资本公积较2020年末增加51.36亿元。此外，2023年公司收到政府补贴1.67亿元，有效提升了公司当期利润水平。

## 关注

- **资产中项目开发成本及应收款项规模较大，流动性相对较弱。**公司资产以存货（主要系项目开发成本）以及应收款项（主要系应收当地政府部门及国企的土地整理款项、政府收购补偿款、代垫基础设施费及往来款）为主要构成，2024年9月末上述资产占总资产的比重合计71.76%，项目结算进度以及应收款项回款依赖于当地政府的统筹安排，存在不确定性，对营运资金形成较大占用。
- **面临较大偿债压力和资金压力。**由于债务滚续和项目建设持续投入，公司总债务持续增长且规模较大，现金短债比、EBITDA利息保障倍数表现较弱，且近年公司经营活动现金流均呈大额净流出，项目建设尚需投入资金规模较大，未来仍需通过再融资平衡资金缺口。
- **存在一定的或有负债风险。**截至2024年9月末，公司对外担保余额为23.58亿元，占同期末所有者权益的14.84%，公司对外担保对象主要系当地经济合作社及国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

## 同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
嘉善国投	嘉善国创	900.63	284.00	40.02	嘉善县重要的国有资产运营及城建主体
嘉善高新	嘉善经开区管委会	411.08	143.42	12.62	嘉善经开区重要的综合性国有资产投资运营主体
西塘实业	长三角建发	180.06	59.04	10.45	西塘镇片区基础设施代建、房屋销售及租赁等业务运营主体
嘉善临沪	长三角建发	171.40	60.26	4.85	嘉善县姚庄镇基建主体，主营基建代建以及安置房建设等业务

注：（1）嘉善国投为嘉善县国有资产投资集团有限公司的简称、西塘实业为浙江西塘实业有限公司的简称、嘉善临沪为嘉善县临沪新城实业有限公司的简称、嘉善国创为嘉善县国创资本控股有限公司的简称、长三角建发为长三角（嘉善）建设发展集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为2023年度/末数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	6/7	经营&财务状况	经营状况	7/7
				财务状况	3/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-1
个体信用状况					<b>a+</b>
外部特殊支持					<b>3</b>
主体信用等级					<b>AA+</b>

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）在基于嘉善县区域状况、公司经营现状及财务状况对公司进行评分时，得出公司的指示性信用评级为 aa-；同时由于目前公司作为嘉善经开区重要的国有资产投资运营主体，主要从事嘉善经开区范围内的土地开发、安置房建设、基础设施建设和园区物业租赁等业务，亦基于嘉善经开区的区域状况、公司经营现状及财务状况对公司进行了测试打分，得出公司的个体信用状况为 a，低于 aa-等级 2 个级别。考虑到公司在嘉善县区域内净资产规模及营业收入规模排名处于靠前水平，同时公司近三年营业收入持续增长，业务持续性较好，经营状况优秀；公司有效净资产规模评分为 3 分，但有效净资产规模接近该得分的区间上限，财务状况得分为 2.8，接近财务状况指标评分区间（2,3]的上限，因此将公司财务状况调至风险中等，经上述调整后，基于嘉善经开区的区域状况、公司经营现状及财务状况对公司进行测试打分，个体信用状况等级则为 a+。综上，将公司个体信用状况由 aa-调整至 a+。

## 一、 发行主体概况

公司成立于2002年11月15日，由嘉善县生物医药高新科技园区管理委员会出资设立，初始注册资本为12,000万元。后经历次股权变更及增资，截至2024年9月末，公司控股股东和实际控制人均为嘉善经开区管委会，持股比例100.00%，注册资本为500,000万元，实收资本为77,000万元。

2022年，根据嘉善经开区（惠民街道）党委会议纪要（2022）16号文件，将嘉善经开区管委会持有的嘉善经开53.85%股权无偿划转至公司<sup>1</sup>，于2023年6月完成工商变更。嘉善经开作为嘉善经开区土地一级开发和安置房建设主体，主要负责嘉善经开区内的土地一级开发和安置房建设等业务。

本次股权变更完成后，公司作为嘉善经开区重要的国有资产投资运营主体，主要从事区域内土地一级开发和安置房建设等业务，此外还从事产业基金投资、贸易、租赁等业务。截至2024年9月末，纳入公司合并范围的一级子公司共3家，详见附录三。

表1 公司重要子公司 2023 年度/年末主要指标情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
嘉善经开	53.85%	115.19	66.83%	12.62	1.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 二、 本期债券概况及募集资金用途

**债券名称：**嘉善县高新科技园区建设投资有限公司2025年度第一期中期票据；

**发行规模：**4.40亿元（品种一债券、品种二债券初始规模各2.20亿元，最终发行规模根据发行时的情况互拨调整）；

**债券期限和利率：**固定利率债券，品种一债券期限为3+2年（附第3个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）；品种二债券期限为5年；

**还本付息方式：**按年付息，到期一次性偿还本金；

**募集资金用途：**本期债券拟募集资金总额为4.40亿元，用于偿还“20嘉善经开PPN001”和“22嘉善经开MTN001”的本金。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

2024年前三季度经济修复曲折，结构分化；四季度稳增长诉求强，加强逆周期调节力度，落实一

<sup>1</sup> 划转完成后，嘉善国投（嘉善县财政局全资子公司）持有嘉善经开 46.15% 股权。

## 揽子增量政策，推动经济平稳向上、结构向优

今年以来国内经济运行有所波动，前三季度实际GDP同比增长4.8%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，房地产投资处于低谷，消费表现平淡，转型过程中存在矛盾和阵痛。四季度内外部环境依然复杂严峻，美国降息周期开启，大国博弈和地缘政治持续干扰，注意美国大选后的变化和贸易关税政策；国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步激发。9月底政治局会议强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”，加大财政货币政策逆周期调节力度，有效落实存量政策，加力推出增量政策。货币政策坚持支持性立场，配合政府债发行，保持流动性合理充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境；加大结构性货币政策工具的使用力度，持续推进货币政策新框架的改革，支持扩内需和促消费，维护房地产和资本市场稳定。财政政策加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，将出台大规模化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。新质生产力和高质量发展继续推进，经济发展的积极因素在累积，预计全年经济增长目标有望顺利完成。

详见《[蹄疾步稳——2024年四季度宏观经济展望](#)》。

**“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快**

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

## 区域经济环境

嘉善县位于苏、浙、沪两省一市交汇处，区位和交通优势明显，旅游资源丰富，以装备制造、木业家居、纺织服装业为传统优势行业，数字经济、生命健康、新能源新材料等产业快速发展，经济体量居嘉兴市下辖区县中上游，整体经济实力较强，但近年政府性基金收入规模呈波动下降态势

**区域特征：**嘉善县地处江苏、浙江及上海交汇处，区位优势明显，辖区内旅游资源较丰富。嘉善县为嘉兴市下辖县，地处太湖流域杭嘉湖平原，位于浙江省东北部，东距上海 80 公里，西离杭州 98 公里，北临苏州 90 公里，居江、浙、沪两省一市交会处，区位优势明显。嘉善县交通较为便利，公路方面，沪杭甬高速公路、320 国道（上海—昆明）过境而过；铁路方面，沪杭铁路过境并设有货运、客运站（属上海铁路局）；空运方面，嘉善县距离上海虹桥国际机场 72 公里、杭州萧山国际机场 120 公里；海运方面，嘉善县距离南部万吨级乍浦港 35 公里；河运方面，杭申线航道穿越县境并连接京杭大运河。全县总面积 506 平方公里，下辖 3 个街道、6 个镇。根据《2023 年嘉兴市人口主要数据公报》，2023 年末嘉善县常住人口为 66.4 万人，较 2010 年第六次全国人口普查数据增长 15.64%。此外，嘉善县境内有“大坟圩”史前文化遗址、著名的历史文化名镇—西塘古镇、著名的文化旅游地—梅花庵，大云温泉生态休闲度假区以及汾湖等旅游景点。

**经济发展水平：**嘉善县经济体量居嘉兴市下辖区县中上游，整体经济实力较强，但 2023 年第三产业投资增速下降较大，进出口呈下降态势。近年嘉善县经济实力稳步提高，2023 年嘉善县经济总量及增速均处于嘉兴市下辖区县中上游，经济发展水平较高。嘉善县三次产业结构从 2021 年的 3.1:55.9:41.0 调整为 2023 年的 2.6:56.9:40.5，第二产业占据主导地位且地位有所提升。从经济驱动因素来看，近年嘉善县固定资产投资增速持续下降，其中第三产业投资增速下降较大，消费品市场有所回升。2023 年，嘉善县进出口总额整体呈下降态势。2024 年前三季度，嘉善县实现地区生产总值 673.6 亿元，同比增长 5.8%；固定资产投资额为 316.41 亿元，同比下降 8.9%；进出口总额为 596.34 亿元，同比增长 30.2%。

表2 2023 年嘉兴市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
海宁市	1318.16	8.0%	11.91	100.13	61.40
桐乡市	1252.35	5.3%	11.80	107.02	109.00
<b>嘉善县</b>	<b>908.11</b>	<b>7.0%</b>	<b>13.68</b>	<b>84.75</b>	<b>106.51</b>
平湖市	785.28	5.4%	14.58	88.98	61.59
南湖区	781.77	1.8%	11.41	35.80	30.43
海盐县	688.31	6.0%	14.61	65.54	48.56
秀洲区	675.89	10.0%	12.70	28.56	49.29

注：1、除人均 GDP 外，其他指标为管理口径数据，其中南湖区别除城南街道、长水街道，秀洲区别除嘉北街道、塘汇街道，平湖市剔除嘉兴港区；2、人均 GDP=全口径 GDP/2023 年末地区常住人口。

资料来源：各区县政府网站，中证鹏元整理

表3 嘉善县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	908.11	7.0%	863.48	5.0%	789.26	10.3%

固定资产投资	397.29	-5.2%	419.09	7.4%	390.36	15.7%
社会消费品零售总额	289.61	8.7%	266.42	2.2%	260.65	10.6%
进出口总额	650.53	-13.5%	751.60	32.2%	568.62	14.5%
人均 GDP（万元）		13.68		13.05		12.06
人均 GDP/全国人均 GDP		153.05%		152.23%		148.92%

资料来源：嘉善县 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报、2022-2023 年浙江统计年鉴、2023 年嘉兴市人口主要数据公报，中证鹏元整理

**产业情况：**嘉善县拥有装备制造、木业家居、纺织服装等传统优势产业，近年提出构建“3+3”现代产业体系，科创动能较为强劲，产业集聚不断加速。嘉善县传统产业中木业家居产业发展较早，全县汇聚了索菲亚家居、台升家居、梦天集团等一批代表性企业。装备制造业系嘉善县强势产业，全县拥有双飞轴承、长盛滑动以及永信精密等装备制造业代表企业。纺织服装系嘉善县传统优势产业之一，其中印染、植绒以及纽扣辅料等细分领域发展各具特色。近年嘉善明确了构建“3+3”现代产业体系，即数字经济、生命健康、新能源新材料三大新兴培育产业和装备制造、木业家居、纺织服装三大传统优势产业。此外，2023 年，嘉善县科创动能较为强劲，以全省第一的成绩列入国家创新型县建设名单，连续 3 年获得省“科技创新鼎”，实现全国首个省域高新技术产业开发区正式揭牌成立；新认定国家高新技术企业 130 家，连续 6 年列全市第一，全县规上工业高新技术产业增加值占比达到 87.2%、列全市第一；嘉善县产业集聚加速，制造业高质量发展综合评价列全省第四、全市第一，获得全省首批“天工鼎”，数字经济产业集群规模突破千亿。

**财政及债务水平：**近年嘉善县一般公共预算收入呈波动增长态势，且整体财政收入质量较高，财政自给能力尚可；但政府性基金收入规模呈波动下降态势，政府债务余额呈扩大趋势。2021-2023 年，嘉善县一般公共预算收入呈波动增长态势，整体财政收入质量较高；财政自给率水平呈持续提升态势，财政自给能力尚可；受房地产市场下行的影响，近年嘉善县政府性基金收入规模呈波动下降态势；政府债务余额呈持续增长态势。2024 年 1-10 月，嘉善县实现一般公共预算收入 71.07 亿元，同比下降 10.11%；实现政府性基金收入 43.10 亿元，同比下降 22.74%，其中国有土地使用权出让金收入为 34.59 亿元，同比下降 11.62%。

表4 嘉善县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	84.75	80.48	82.83
税收收入占比	91.75%	93.29%	90.19%
财政自给率	84.68%	73.16%	74.45%
政府性基金收入	106.51	91.52	167.99
地方政府债务余额	364.07	299.07	229.30

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；地方政府债务余额=政府一般债务余额+政府专项债务余额。

资料来源：嘉善县 2021-2023 年财政决算报告等，中证鹏元整理

嘉善经开区地处长三角经济圈中心，1993 年经浙江省人民政府批准设立为省级经济开发区，1999 年 2 月批准为浙江省省级台商投资区，2011 年 6 月经国务院批准为国家级开发区，规划面积为 18.2 平方公里，辖区面积 65.5 平方公里，核心区面积 26.08 平方公里。2023 年，嘉善经开区实现地区生产总值（GDP）

221.6亿元，同比增长12.2%；实现一般公共预算收入17.40亿元，同比增长22.64%，实现政府性基金收入2.09亿元，同比下降37.34%，其中国有土地使用权出让收入为1.43亿元，同比下降56.89%。目前嘉善经开区已拥有梦天家居、上虹货架、豪声木业、晋亿实业等中国驰名商标，拥有斯贝克电子、众成包装、晋亿实业、财纳福诺木业、雪帕尔工具、海力达工具等浙江省出口名牌。

#### 四、经营与竞争<sup>2</sup>

目前公司作为嘉善经开区重要的国有资产投资运营主体，主要从事嘉善经开区范围内的土地开发、安置房建设、园区物业租赁和产业基金投资等业务，此外还开展贸易业务。近年公司营业收入呈增长趋势，业务毛利率波动较大。从收入结构来看，公司土地一级开发及贸易业务系公司收入的主要来源，2021-2023年及2024年1-9月上述业务收入占营业收入的比重超60%；房产销售业务收入受安置计划影响存在不确定性，近年该业务收入规模波动较大；租赁业务目前收入规模较小。毛利润方面，土地一级开发业务系公司最主要的利润来源，2021-2023年及2024年1-9月土地一级开发业务毛利润占公司业务毛利润的比重超90%；房产销售主要系安置房销售，业务公益属性较强，存在较大亏损；贸易业务盈利水平低，对公司利润的贡献有限。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-9月			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地一级开发业务	2.78	31.69%	66.67%	4.69	37.18%	66.67%
房产销售	0.00	0.00%	-	4.01	31.75%	-62.43%
租赁	0.13	1.50%	29.56%	0.29	2.29%	-25.69%
贸易	5.49	62.61%	1.15%	3.40	26.93%	0.21%
其他	0.37	4.20%	18.45%	0.23	1.85%	65.82%
<b>合计</b>	<b>8.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.07%</b>	<b>12.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.65%</b>

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地一级开发业务	6.95	58.75%	66.67%	5.49	48.44%	66.67%
房产销售	0.24	2.05%	-61.80%	1.16	10.21%	-71.68%
租赁	0.47	4.01%	60.91%	0.25	2.19%	29.25%
贸易	4.09	34.60%	0.27%	4.42	38.99%	0.14%
其他	0.07	0.60%	83.47%	0.02	0.17%	3.87%
<b>合计</b>	<b>11.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.93%</b>	<b>11.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.68%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告及 2023 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

##### （一）土地一级开发业务

<sup>2</sup> 由于子公司嘉善经开系 2022 年划入公司并纳入合并范围，公司审计报告对 2021-2022 年合并财务报表进行了追溯调整，本文对公司的相关分析基于追溯调整后的审计报告。

目前公司土地一级开发业务由嘉善经开区管委会委托，受结算进度影响，近年公司土地一级开发业务收入有所波动，公司主要在建土地一级开发项目规模较大，业务持续性较好，收入较有保障；但同时业务回款受结算进度及当地财政情况的影响，存在不确定性，且持续的项目投入使公司面临较大的资金压力

公司土地一级开发业务由公司及其子公司嘉善经开负责。公司子公司嘉善经开与嘉善经开区管委会签订了《土地一级开发整理委托合同》，嘉善经开区管委会委托嘉善经开对位于嘉善经开区行政区域内的土地（以下简称“项目土地”）进行土地一级开发整理（包括但不限于编制、报批项目实施方案、负责项目的资金筹措和垫资、实施土地征收及拆迁安置工作、适宜建设区内市政基础设施等工作），待相关项目竣工并验收合格后，嘉善经开将达到移交条件的项目土地移交嘉善经开区管委会，嘉善经开区管委会将土地一级开发整理成本加上利润加成<sup>3</sup>支付给嘉善经开。

2021-2023年及2024年1-9月，公司通过对多处土地进行结算，分别实现土地一级开发业务收入5.49亿元、6.95亿元、4.69亿元和2.78亿元，毛利率均为66.67%。

截至2024年9月末，公司主要在建土地一级开发项目包括嘉善县经开区（惠民街道）西南片区有机更新项目和枫南小镇项目，计划总投资规模合计73.15亿元，已投资合计21.54亿元，尚需投资51.61亿元，未来土地一级开发业务收入较有保障，但同时业务回款受结算进度及当地财政情况的影响，存在不确定性，且持续的项目投入使公司面临较大的资金压力。

**表6 截至 2024 年 9 月末公司主要在建土地一级开发项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资
嘉善县经开区（惠民街道）西南片区有机更新项目	38.85	10.50
枫南小镇项目	34.30	11.04
<b>合计</b>	<b>73.15</b>	<b>21.54</b>

注：嘉善县经开区（惠民街道）西南片区有机更新项目系公司本部负责的土地一级开发项目，未签订委托合同  
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）安置房业务

受安置计划影响，近年公司房产销售收入有所波动；在建安置房规模较大，未来收入较有保障，同时随着项目陆续投入，公司面临较大的资金压力

公司安置房业务主要由子公司嘉善县惠民新市镇投资开发有限公司（简称“新市镇公司”）负责，项目建设资金来源于公司自筹及棚改专项债券，项目建成后由新市镇公司与拆迁户签订安置协议书进行销售。销售价格方面，公司安置房售价按标准安置面积和超标准安置面积设置不同价位，因安置房系基于政府公益性质，整体售价较低。为提高盈利能力，嘉善经开区管委会将通过出让前期被拆迁地块，对

<sup>3</sup> 协议中未约定加成比例，根据《土地平整年度结算表》，商住用地成本加成结算比例为 300.00%，其他用地成本加成比例为 110.00%。

公司前期投入的拆迁安置成本予平衡。

受安置计划影响，近年公司房产销售波动较大，2021-2023年公司通过销售枫南雅居、惠园小区二期、惠佳苑等安置房项目房产，分别实现房产销售收入1.16亿元、0.24亿元和4.01亿元，毛利率分别为71.68%、-61.80%和-62.43%，业务存在较大亏损。

截至2024年9月末，公司已完工未出售安置房账面价值为5.08亿元；公司主要在建安置房项目包括嘉善科技新城（惠民组团）二期、嘉善科技新城（惠民组团）安置房一期、惠民街道惠园小区四期安置房项目及惠民街道-大通新社区安置房项目，计划总投资规模合计25.63亿元，已投资金额合计8.65亿元，尚需投资16.98亿元，随着安置房项目对外出售，未来收入较有保障，同时在建项目尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力。

**表7 截至 2024 年 9 月末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资
嘉善科技新城（惠民组团）二期	15.00	3.63
嘉善科技新城（惠民组团）安置房一期	5.43	3.08
惠民街道惠园小区四期安置房项目	4.00	1.10
惠民街道-大通新社区安置房项目	1.20	0.84
<b>合计</b>	<b>25.63</b>	<b>8.65</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）园区物业租赁业务

园区物业租赁业务对公司业务收入形成一定补充；目前公司在建自营项目规模较大，完工后预计通过对外出租或出售的方式实现收益，同时项目尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力

为进一步优化产业结构，加快低效用地整治，有效处置和充分利用闲置土地，盘活存量，公司通过对闲置土地厂房建设、闲置厂房回购，并对经遴选的先进制造企业进行厂房出租，实现厂房租赁收益。同时，随着前期招商引资及工业化进程的推进，公司逐步放开商务楼配套物业出租。公司租赁业务模式主要分为自建后出租和回购后出租两种模式。自建出租模式下，公司根据嘉善经开区管委会出具的土地出让计划，对嘉善经开区工业土地整理，然后由土储中心招拍挂，除绝大部分土地使用权对外出让，小部分工业土地则由公司通过招拍挂摘得，并按市场价格向土储中心缴纳土地出让金，获取土地后，公司对其进行物业建造，建造完成后对入驻企业出租，并实现租赁业务收入。回购后出租模式下，嘉善经开区管委会委托公司对低效、无效及闲置的工业厂房进行回购，回购后公司对厂房改良，并将改良完工的厂房对经遴选确定的先进制造企业进行出租，并实现厂房租赁业务收入。

2021-2023年及2024年1-9月公司租赁业务收入分别为0.25亿元、0.47亿元、0.29亿元和0.13亿元，对公司收入形成一定补充，由于公司租赁业务收入中包括了部分水电费收入，2022年收取的水电费（0.26亿元）归属期为2021-2022年，而2023年仅收取了当期的水电费（0.08亿元），因此2023年该业务收入规模有所下降，同时由于部分房产计量由成本模式转为公允价值模式，导致当期业务成本有所提升，2023

年公司租赁业务毛利率由正转负。

截至2024年9月末，公司主要在建自营项目包括嘉善经济技术开发区提质更新项目、经开企业服务中心和中荷循环农业科创中心，计划总投资规模合计160.80亿元，已投资金额合计57.79亿元，尚需投资103.09亿元，完工后预计通过对外出租或出售实现收益（其中嘉善经济技术开发区提质更新项目总用地面积约2,585亩，主要建设内容包括企业腾退、新建、改建厂房以及基础设施及相关配套建设，项目完工后计划通过出租或出售相关房产的方式实现收益），预计未来可对公司收入形成一定补充，同时在建项目尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力。

**表8 截至 2024 年 9 月末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资
嘉善经济技术开发区提质更新项目	140.00	53.20
经开企业服务中心	19.00	2.71
中荷循环农业科创中心	1.80	1.88
<b>合计</b>	<b>160.80</b>	<b>57.79</b>

注：经开企业服务中心原名“嘉善经开阳光睦邻中心项目”，原计划总投资 10 亿元，后由于项目投资定位、投资需求等发生变化，项目建设规模、建设标准、建设要求及投资额度均有所提升，目前项目计划总投资调整为 19.00 亿元；截至 2024 年 9 月末嘉善经济技术开发区提质更新项目已投资 53.20 亿元主要系项目建设前期的征迁成本，计入存货核算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### （四）产业基金投资业务

公司围绕集成电路半导体、新能源新材料等行业开展基金投资业务，目前在投基金共5支，基金及项目投资较为集中，单笔投资金额较大，需持续关注所投项目经营状况及退出计划的推进情况

公司产业基金投资业务由子公司嘉善经惠高新产业创业投资有限公司（以下简称“嘉善经惠创投”）负责，嘉善经惠创投定位为嘉善经开区市场化产业投资运营管理平台，主要作为有限合伙人（LP）围绕集成电路半导体、新能源新材料等行业参与有限合伙型基金投资并按比例获得持有期间及退出收益。截至2024年6月末，嘉善经惠创投在投基金共5支，基金总规模61.05亿元，基金实缴37.62亿元，其中嘉善经惠创投出资规模为21.83亿元，嘉善经惠创投所投资基金集中在集成电路半导体、新能源新材料等行业，2021-2023年及2024年1-9月，公司投资收益分别为0.90亿元、1.42亿元、0.38亿元和-0.25亿元，但多只基金投资金额较大，仍需持续关注所投项目经营状况及退出计划的推进情况。

**表9 截至 2024 年 6 月末公司投资基金明细（单位：亿元）**

基金名称	设立时间	投资期限	基金规模	基金实缴	公司实缴	投资领域	基金管理人
嘉善经开同创股权投资合伙企业（有限合伙）	2019.12	10 年	10.00	10.00	9.76	集成电路	武汉同鑫力诚投资管理有限公司
嘉善银城制造业股权投资合伙企业（有限合伙）	2022.7	7 年	20.00	15.00	7.50	集成电路	武汉同鑫力诚投资管理有限公司
聚源信诚（嘉兴）创业投资合伙企业（有限合伙）	2020.9	7 年	11.05	11.05	3.00	集成电路	中芯聚源私募基金管理（上海）有限公司
嘉善经开同芯创业投资合伙企业（有限合伙）	2023.9	7 年	10.00	0.75	0.75	集成电路	武汉同鑫力诚投资管理有限公司

嘉善国科能源科技股权投资合伙企业（有限合伙）	2023.10	7年	10.00	0.82	0.82	新能源新材料	国科西子（海南）私募基金管理有限公司
<b>合计</b>	-	-	<b>61.05</b>	<b>37.62</b>	<b>21.83</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （五）其他业务

公司贸易业务对营业收入形成一定补充，但盈利水平低，且上下游集中度较高，同时存在一定垫资压力

公司贸易业务由子公司嘉善经开物资经营有限公司（以下简称“物资经营公司”）和嘉善惠誉产业服务有限公司（以下简称“惠誉产业公司”）负责，业务开展范围主要集中在长三角地区。其中物资经营公司贸易产品主要包括电解铜、螺纹钢和原木，与上游供应商的结算时间通常为采购当月，对相关客户（主要为螺纹钢）给予一定的账期（一般是1-3个月），其他产品如电解铜及原木，销售模式为先款后货，不涉及垫资。惠誉产业公司贸易业务包括大宗商品贸易和钢筋板块，大宗商品贸易产品主要为乙二醇，与上游供应商的结算时间为采购当月，对相关客户给予一定的账期（一般是1-3个月）；钢筋板块业务模式为以销定采，向钢厂采购客户所需钢筋，存放在仓库，客户分批提货。

2021-2023年及2024年1-9月公司分别实现贸易收入4.42亿元、4.09亿元、3.40亿元和5.49亿元，对公司收入形成补充，但业务盈利水平低，同期毛利率分别为0.14%、0.27%、0.21%和1.15%，且上下游集中度均较高，同时存在一定垫资压力。

**表10 2023年公司贸易业务主要供应商和客户情况（单位：亿元、%）**

序号	供应商名称	金额	占比	客户名称	金额	占比
1	东证润和资本管理有限公司	2.30	67.79	上海躬蹈金属材料有限公司	0.61	17.95
2	温州绿安新材料有限公司	0.47	14.00	嘉善县魏塘投资开发有限公司	0.48	14.12
3	嘉善县魏塘资产管理有限公司	0.18	5.19	浙江丰景金属材料有限公司	0.48	14.12
4	嘉善县魏塘投资开发有限公司	0.14	4.20	中国建筑第六工程有限公司	0.26	7.65
5	上海怡亚通供应链有限公司	0.10	2.86	嘉善县魏塘供销合作社	0.25	7.36
<b>合计</b>	-	<b>3.19</b>	<b>94.04</b>	-	<b>2.08</b>	<b>61.20</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司获得较大力度外部支持

为提高公司持续经营能力，保障公司的项目建设与运营发展，当地政府在资本性投入和资金补贴方面给予公司较大支持。2022年，将嘉善经开区管委会持有的嘉善经开53.85%股权无偿划转至公司，同时近年嘉善经开区（惠民街道）财政局、嘉善经开区管委会通过债务豁免、拨付财政资金、土地收益权无偿划转等方式使公司资本实力得到较大提升，2024年9月末公司资本公积较2020年末增加51.36亿元。此外，2023年公司收到政府补贴1.67亿元，有效提升了公司当期利润水平。

**表11 2021-2023年及2024年1-9月公司主要资本公积增加情况（单位：亿元）**

年份	文号	政府单位	内容	金额
2024年 1-9月	善经管【2024】73号	嘉善经开区管委会	将嘉善经开区范围内部分已收储拟出让土地收益权无偿划拨给子公司嘉善经开资产管理有限公司（以下简称“经开资产管理公司”），后续相关土地使用权出让收益归属经开资产管理公司	5.94
<b>小计</b>	-	-	-	<b>5.94</b>
2023年	善经管【2023】230号	嘉善经开区管委会	将停车位经营权、管网资产、土地收益权无偿划转至嘉善经开资产经营管理有限公司	3.96
	-	-	子公司嘉善经惠商务管理有限公司（以下简称“经惠商务”）以前年度收到的经济合作社款项转为投资款	1.45
<b>小计</b>	-	-	-	<b>5.42</b>
2022年	《关于豁免嘉善高新科技园区建设投资有限公司政府债券资金的通知》《关于豁免嘉善经济技术开发区实业有限公司地方政府债券资金的通知》	嘉善经开区（惠民街道）财政局	豁免公司累计取得的地方政府债券资金3.8亿元、豁免嘉善经开累计取得的地方政府债券资金19.01亿元（其中嘉善经开本部地方政府债券资金6.5亿元、子公司新市镇公司地方政府债券资金11.01亿元、子公司经惠商务地方政府债券资金1.5亿元）	14.04
	善经管【2022】186号	嘉善经开区管委会	将户外广告经营权、管网资产、人防工程、土地收益权及苗木资产无偿划转至公司	17.21
	-	嘉善经开区管委会	向子公司嘉善经开拨付财政资金，按持股比例增加公司资本公积2.29亿元	2.29
<b>小计</b>	-	-	-	<b>33.54</b>
2021年	-	嘉善经开区管委会	子公司嘉善经开收到注册资本金9.50亿元	5.12
<b>小计</b>	-	-	-	<b>5.12</b>
<b>合计</b>	-	-	-	<b>50.01</b>

注：2022年公司返还财政拨款资金导致资本公积减少1.88亿元；2024年9月，嘉善经开接受工银金融资产投资有限公司6.00亿元投资款使得公司其他资本公积增加3.23亿元，目前尚未完成工商变更；部分分项加总金额与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

根据嘉善经开区（惠民街道）党委会议纪要（2022）16号文件，2022年将嘉善经开区管委会持有的嘉善经开53.85%股权无偿划转至公司。以下分析基于公司提供的经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年连审审计报告（对公司合并财务报表进行了追溯调整）、2023年审计报告及2024年1-9月未经审计财务报表。

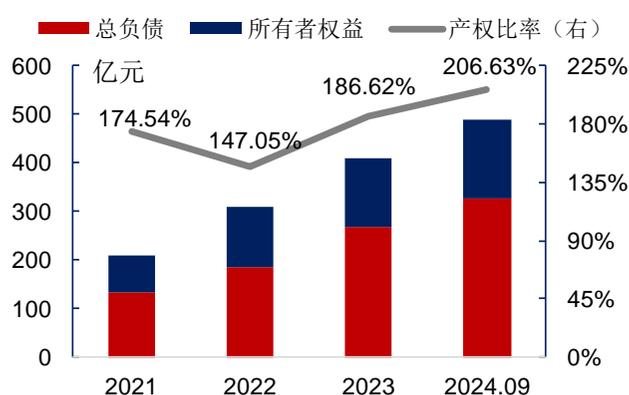
### 资本实力与资产质量

近年公司资产规模持续增长，资产以项目开发成本、应收当地政府部门及国企的土地整理款项、

政府收购补偿款、代垫基础设施费及往来款为主，项目结算进度以及应收款项回款依赖于当地政府的统筹安排，存在不确定性，对资金形成较大占用，且部分资产受限

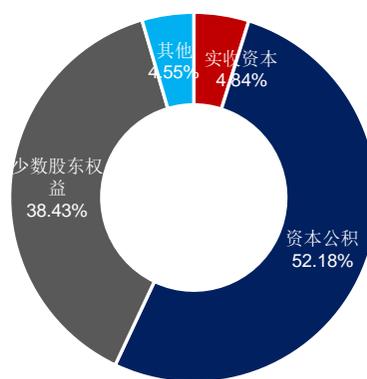
随着政府豁免债务、拨付财政资金及划拨资产，2024年9月末公司所有者权益较2021年末增长107.50%，同时随着融资规模增加，2024年9月末公司总负债较2021年末增长145.65%，综合作用下，2024年9月末公司产权比率较2021年末提升32.09个百分点，财务杠杆水平有所提升。公司所有者权益主要包括政府拨付财政资金、豁免债务以及无偿划转土地、停车位经营权、管网资产等资产形成的资本公积以及嘉善国投持有公司子公司嘉善经开46.15%股份形成的少数股东权益。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2024 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年末公司资产规模持续增长，以存货及应收款项（应收账款、其他应收款及长期应收款）为主要构成，2024年9月末上述资产占总资产的比重合计71.76%。公司存货<sup>4</sup>主要系项目开发成本，随着房产项目及土地开发项目陆续投入，近年末存货账面价值持续增长。公司应收账款主要系应收嘉善经开区（惠民街道）财政局的土地整理款项及应收嘉善县自然资源和规划局的政府收购补偿款，2023年末合计占比92.62%，由于土地开发项目确认收入且回款较慢，近年末公司应收账款账面价值持续增长。公司其他应收款主要系应收当地政府部门及国企的往来款。公司长期应收款系应收嘉善经开区（惠民街道）财政局的现代物流园工程款及三四期路桥工程款，公司应收款项中部分系应收个人及民营企业款项，存在一定回收风险，截至2023年末，公司应收账款累计计提坏账准备0.17亿元，其他应收款累计计提坏账准备0.25亿元，应收款项回款时间存在不确定性，对营运资金形成较大占用。

其他资产方面，近年末公司货币资金账面价值有所波动，2023年末公司货币资金主要系银行存款，受限比例为6.32%，随着公司融资规模增加，2024年9月末公司货币资金账面价值大幅增长；公司固定资产主要系房屋及建筑物、人防工程及管网资产，近年末账面价值持续增长；公司在建工程主要系自营项

<sup>4</sup> 公司存货中嘉善长三角科技商务区地块、嘉善临沪花苑新区地块是早年政府划转的土地，分别以评估价值 27.53 亿元和 18.45 亿元入账，尚未办理相关权证。

目；其他非流动金融资产及长期股权投资主要系直投及产业基金投资；公司投资性房地产主要为用于对外出租的房产，2023年账面价值较2022年末大幅增长，主要系当期存货中部分厂房转入投资性房地产核算、当期中荷园创业中心完工从在建工程转入投资性房地产核算以及公允价值变动所致，2024年9月末账面价值较2023年末有所增长，主要系当期购置用于出租的人才公寓所致。

受限资产方面，截至2024年9月末，公司受限资产账面价值合计22.76亿元（包括1.60亿元存货、16.55亿元投资性房地产、0.63亿元无形资产和3.98亿元在建工程），占同期末资产总额的比重为4.67%，主要系公司以土地及房产作为抵押向银行申请贷款。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	35.99	7.38%	15.82	3.85%	22.67	7.34%	17.57	8.35%
应收账款	22.67	4.65%	18.78	4.57%	14.99	4.85%	9.94	4.73%
其他应收款	37.79	7.75%	35.35	8.60%	18.48	5.98%	7.51	3.57%
存货	281.10	57.68%	233.29	56.75%	175.76	56.91%	117.37	55.81%
<b>流动资产合计</b>	<b>382.56</b>	<b>78.50%</b>	<b>307.44</b>	<b>74.79%</b>	<b>234.88</b>	<b>76.06%</b>	<b>155.30</b>	<b>73.85%</b>
固定资产	9.98	2.05%	9.90	2.41%	6.92	2.24%	2.20	1.05%
在建工程	14.34	2.94%	17.85	4.34%	21.54	6.97%	16.58	7.89%
其他非流动金融资产	12.67	2.60%	12.57	3.06%	8.11	2.63%	6.44	3.06%
长期股权投资	23.00	4.72%	20.29	4.94%	18.49	5.99%	12.37	5.88%
长期应收款	8.21	1.68%	8.11	1.97%	7.96	2.58%	7.81	3.71%
投资性房地产	25.72	5.28%	19.38	4.71%	7.91	2.56%	8.16	3.88%
<b>非流动资产合计</b>	<b>104.81</b>	<b>21.50%</b>	<b>103.63</b>	<b>25.21%</b>	<b>73.95</b>	<b>23.94%</b>	<b>55.00</b>	<b>26.15%</b>
<b>资产总计</b>	<b>487.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>411.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>308.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>210.30</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 偿债能力

近年公司总债务持续增长且规模较大，EBITDA利息保障倍数持续下降，现金类资产和盈利对债务的保障程度较弱，公司面临较大的债务压力

随着公司融资规模增加，近年末公司总债务规模持续增长。从品种结构来看，截至2024年9月末，公司债务以银行借款、应付债券为主，银行借款大多设有增信措施，借款利率大多为4.00%-4.84%，期限大多在5年以上；应付债券系子公司嘉善经开近年发行的各类债券，包括超短期融资债券、非公开定向债务融资工具和中期票据，发行期限分别为270天、3年和5年，发行利率为2.53%-4.70%，2024年9月末账面余额合计36.38亿元。从到期分布来看，2024年9月末公司短期债务规模为50.59亿元，占总债务的比重为17.00%，债务期限结构尚可。

此外，公司其他应付款主要系土地指标费及应付当地经济合作社及国有企业的往来款，具有一定偿付弹性，2024年9月末账面余额较2023年末大幅增加，主要系与嘉善国投等公司往来款增加所致；长期

应付款主要系BT回购款及应付其他单位借款，2022年末账面余额较2021年末大幅下降，主要系当期政府对公司及下属子公司进行了债务豁免。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	34.85	10.61%	26.08	9.74%	20.96	11.40%	18.27	13.67%
应付账款	1.76	0.53%	1.66	0.62%	0.66	0.36%	0.66	0.49%
其他应付款	22.39	6.82%	8.79	3.28%	14.49	7.88%	10.86	8.12%
一年内到期的非流动负债	13.87	4.22%	10.77	4.02%	7.81	4.25%	2.45	1.83%
<b>流动负债合计</b>	<b>74.19</b>	<b>22.59%</b>	<b>53.28</b>	<b>19.91%</b>	<b>49.56</b>	<b>26.96%</b>	<b>32.66</b>	<b>24.43%</b>
长期借款	209.91	63.92%	176.44	65.92%	98.83	53.76%	46.86	35.05%
应付债券	36.38	11.08%	31.40	11.73%	31.00	16.86%	29.70	22.21%
长期应付款	5.12	1.56%	3.69	1.38%	3.97	2.16%	23.98	17.94%
<b>非流动负债合计</b>	<b>254.23</b>	<b>77.41%</b>	<b>214.37</b>	<b>80.09%</b>	<b>134.27</b>	<b>73.04%</b>	<b>101.04</b>	<b>75.57%</b>
<b>负债合计</b>	<b>328.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>267.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>183.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>133.70</b>	<b>100.00%</b>
总债务	297.58	90.61%	252.59	94.37%	168.91	91.89%	119.90	89.68%
其中：短期债务	50.59	17.00%	44.06	17.44%	38.09	22.55%	22.35	18.64%
长期债务	246.98	83.00%	208.53	82.56%	130.82	77.45%	97.56	81.36%

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着融资规模增加，2023年以来公司资产负债率有所增长，整体负债水平较高。近年公司EBITDA利息保障倍数持续下降，现金类资产和盈利对债务的保障程度较弱。公司资金需求主要来自项目建设及债务的还本付息，2021-2023年及2024年1-9月公司经营活动现金净流出规模较大，且公司项目建设存在较大资本开支需求，公司面临较大的资金压力；公司资产以项目开发成本及应收款项为主，整体资产流动性较弱，未来仍需通过再融资平衡资金缺口，公司面临较大的偿债压力。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2024年9月	2023年	2022年	2021年
资产负债率	67.39%	65.11%	59.52%	63.58%
现金短期债务比	0.73	0.38	0.62	0.83
EBITDA 利息保障倍数	--	0.40	0.70	0.94

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（公司本部：2024年10月30日，重要子公司嘉善经开：2024年11月13日），公司本部及重要子公司嘉善经开均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息均无不良类账户；公司子公司嘉善经开公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未

偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2024年12月29日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 或有事项分析

截至2024年9月末，公司对外担保余额为23.58亿元，占同期末所有者权益的14.84%，公司对外担保对象主要系当地经济合作社及国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

## 七、 外部特殊支持分析

公司控股股东和实际控制人均为嘉善经开区管委会，持股比例100.00%。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，嘉善县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与嘉善县人民政府的联系非常紧密。公司是嘉善经开区重要的国有资产投资运营主体，控股股东和实际控制人均为嘉善经开区管委会，持股比例100.00%，嘉善经开区管委会为嘉善县人民政府的派出机构，嘉善县人民政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，目前公司土地一级开发业务由嘉善经开区管委会委托，土地一级开发业务利润占业务毛利润比重较高，且近年公司受到政府支持的次数多且支持力度较大，展望未来，公司与嘉善县人民政府的联系将比较稳定。

（2）公司对嘉善县人民政府非常重要。公司较大部分利润来源于土地一级开发业务，嘉善县经开区为国家级开发区，公司在土地一级开发、安置房建设方面对嘉善县人民政府贡献较大，且公司子公司嘉善经开公开发过债券，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年9月	2023年	2022年	2021年
货币资金	35.99	15.82	22.67	17.57
应收账款	22.67	18.78	14.99	9.94
其他应收款	37.79	35.35	18.48	7.51
存货	281.10	233.29	175.76	117.37
流动资产合计	382.56	307.44	234.88	155.30
固定资产	9.98	9.90	6.92	2.20
在建工程	14.34	17.85	21.54	16.58
其他非流动金融资产	12.67	12.57	8.11	6.44
长期股权投资	23.00	20.29	18.49	12.37
投资性房地产	25.72	19.38	7.91	8.16
非流动资产合计	104.81	103.63	73.95	55.00
资产总计	487.37	411.08	308.83	210.30
短期借款	34.85	26.08	20.96	18.27
其他应付款	22.39	8.79	14.49	10.86
一年内到期的非流动负债	13.87	10.77	7.81	2.45
流动负债合计	74.19	53.28	49.56	32.66
长期借款	209.91	176.44	98.83	46.86
应付债券	36.38	31.40	31.00	29.70
非流动负债合计	254.23	214.37	134.27	101.04
负债合计	328.42	267.65	183.82	133.70
总债务	297.58	252.59	168.91	119.90
其中：短期债务	50.59	44.06	38.09	22.35
长期债务	246.98	208.53	130.82	97.56
所有者权益	158.94	143.42	125.01	76.60
营业收入	8.76	12.62	11.83	11.32
营业利润	-1.48	1.96	1.47	1.63
其他收益	0.02	1.67	0.01	0.08
利润总额	-1.55	1.90	1.47	1.59
经营活动产生的现金流量净额	-14.45	-67.68	-51.79	-25.48
投资活动产生的现金流量净额	-8.39	-16.66	-12.68	-9.69
筹资活动产生的现金流量净额	44.00	77.59	68.48	45.07
财务指标	2024年9月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	23.07%	5.65%	40.93%	25.68%
资产负债率	67.39%	65.11%	59.52%	63.58%
短期债务/总债务	17.00%	17.44%	22.55%	18.64%
现金短期债务比	0.73	0.38	0.62	0.83
EBITDA（亿元）	--	4.27	5.17	3.64

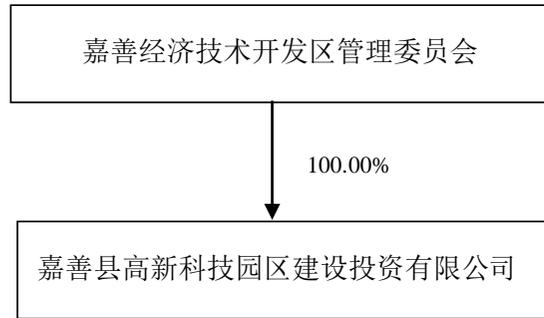
---

EBITDA 利息保障倍数	--	0.40	0.70	0.94
---------------	----	------	------	------

---

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 9 月末）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 2024年9月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
嘉善惠誉产业服务有限公司	30,000	100.00%	园区管理服务；物业管理等
嘉善经惠高新产业创业投资有限公司	290,000	93.10%	创业投资（限投资未上市企业）；以自有资金从事投资活动等
嘉善经济技术开发区实业有限公司	338,000	53.85%	土地整治服务；社会经济咨询服务等

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 附录五 信用等级符号及定义

### 中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

T: 0755-8287 2897

W: [www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)