

2021年嘉兴科技城投资发展集团有限公司 公司债券(第一期)、2022年嘉兴科技城投 资发展集团有限公司公司债券(第一 期)2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

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。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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评级的变化情况。

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

2021年嘉兴科技城投资发展集团有限公司公司债券(第一期)、2022年嘉兴科技城投资发展集团有限公司公司债券(第一期)2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
21嘉科债 01/ 21嘉科 01	AA+	AA+
22嘉科债 01/ 22嘉科 01	AA+	AA+

评级日期

2024年6月27日

联系方式

项目负责人: 顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员: 高榕
gaor@cspengyuan.com

评级总监:

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：嘉兴市经济实力较强，嘉兴科技城产业优势明显，发展态势良好，嘉兴科技城投资发展集团有限公司（以下简称“嘉科集团”或“公司”）作为嘉兴科技城开发建设和国有资产投资运营主体，业务保持较强的区域专营性和多样性，各类项目储备充足，业务可持续性仍较好，且持续获得当地政府大规模的货币资产注入，资本实力不断提高；同时中证鹏元也关注到公司资产仍以房产、项目投入成本和应收款项为主，整体流动性一般，主要在建项目尚需投资规模较大，仍存在较大资金支出压力，债务规模进一步攀升，仍面临一定偿债压力和或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务在嘉兴科技城范围内将保持专营性，业务可持续性较好，且将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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	408.61	388.65	334.90	266.26
所有者权益	212.86	207.41	192.23	151.02
总债务	164.59	149.13	106.91	82.55
资产负债率	47.91%	46.63%	42.60%	43.28%
现金短期债务比	0.68	0.79	1.11	2.09
营业收入	2.73	7.99	10.85	11.35
其他收益	0.00	2.00	1.62	2.15
利润总额	0.05	0.97	1.29	1.34
销售毛利率	15.77%	21.38%	15.81%	16.32%
EBITDA	--	3.91	3.54	3.59
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	0.84	1.01
经营活动现金流净额	-4.45	-22.96	0.65	-1.77

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **嘉兴市区位优势显著，经济实力持续增强，嘉兴科技城产业优势明显，依然能为公司业务开展提供良好的外部环境。**嘉兴市作为上海、杭州都市圈重要城市，交通便利，工业实力较强，总体呈现稳中有进的发展态势，2023 年实现地区生产总值 7,062.45 亿元，同比增长 6.3%。嘉兴科技城为省级高新区、国家双创示范基地，持续获浙江省创建类高新区第一名，已培育形成了微电子、智能装备、生物医药三大主导产业，2023 年实现规上工业总产值 530.3 亿元，其中三大集群产业占比接近 90%，高新技术产业优势仍然明显。
- **公司业务保持较强的区域专营性和多样性，业务持续性仍较好。**2023 年公司主营业务无明显变化，仍然主要负责嘉兴科技城的开发建设任务，同时经营自有房产租赁、产业投资等业务，目前各类项目储备充足，截至 2023 年末主要在建、拟建基础设施、土地整理、安置房项目投资规模较大，存货中待结算项目成本达 97.16 亿元，未来收入仍具有较好保障。
- **公司继续获得当地政府较大力度支持，资本实力持续提高。**2023 年公司获得地方政府部门较大规模的货币资金注入，资本公积增加 14.50 亿元，资本实力进一步增强，且获得 2.00 亿元财政补贴，有效提升了公司利润水平。

关注

- **公司资产仍以房产、项目投入成本和应收款项为主，整体流动性一般。**2023 年末，公司投资性房地产规模增长至 131.09 亿元，整体房产出租率有所提升但仍较一般，且部分划转房产尚未办妥产权证书；存货中项目投入成本进一步增加至 97.16 亿元，变现取决于结算进度和委托方资金安排；其他应收款规模仍较大，回收时间不确定，对营运资金形成较大占用。
- **公司仍存在较大资金支出压力，需关注自营项目未来资金回笼情况。**由于项目建设支出规模仍较大，而业务回款受项目结算进度及委托方资金支付安排影响存在一定滞后，2023 年公司经营活动现金流整体表现较弱，截至 2023 年末，公司主要在建项目尚需投资超 150 亿元，未来仍将持续依靠外部融资缓解资金压力。
- **债务规模进一步攀升，面临一定偿债压力。**公司项目建设资金需求仍较大，且主要依赖外部融资平衡资金缺口，2023 年末债务规模进一步攀升至 149.13 亿元，现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数同比持续下降，未来项目建设及债务还本付息带来的流动性需求仍较大，公司刚性债务偿付压力有所加大。
- **公司仍存在一定的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额为 4.00 亿元，担保对象为当地国有企业，但未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
南投集团	嘉兴市中心城区重要的基础设施建设和国有资产运营主体	711.29	275.79	29.70
嘉科集团	嘉兴科技城最重要的开发建设和国有资产投资管理主体	388.65	207.41	7.99
嘉兴高新集团	秀洲高新区最重要的开发建设和国有资产投资管理主体	539.67	192.71	11.59
嘉兴经开集团	嘉兴经开区重要的基础设施建设和投融资主体	310.71	157.00	12.64
滨海控股集团	嘉兴港区最重要的开发建设和国有资产投资管理主体	432.25	160.68	14.99

注：（1）南投集团为嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司的简称、嘉兴高新集团为嘉兴高新集团有限公司的简称、嘉兴经开集团为嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司简称、滨海控股集团为嘉兴滨海控股集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Wind，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
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	6/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
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				-2
个体信用状况					a+
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是嘉兴市较为重要的基础设施投资类企业之一，主要负责嘉兴科技城的开发建设和国有资产投资运营任务，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，嘉兴市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为：一方面，公司实际控制人为嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”），其对公司的经营战略和业务运营具有强大的影响力，且在股权划转等方面给予公司较大力度的支持，公司与嘉兴市政府保持中等的联系；另一方面，公司主要从事嘉兴科技城范围内土地开发整理、基础设施、安置房建设等业务，业务规模较大，对嘉兴市政府贡献很大，且公司已公开发债，如果出现债务违约情况，将对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响，公司对嘉兴市政府非常重要。同时，中证鹏元认为嘉兴市政府提供支持的能力极其强，主要体现为：嘉兴市作为上海、杭州都市圈重要城市，区位及交通优势显著，工业实力较强，近年聚焦制造强市和数字赋能两大战略，总体呈现稳中有进的发展态势，经济和财政实力持续增强，经济发展水平较高。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 嘉科债 01/21 嘉科 01	5.00	5.00	2023-05-25	2028-09-16
22 嘉科债 01/22 嘉科 01	5.00	5.00	2023-05-25	2029-01-14

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年9月发行7年期5亿元公司债券“21嘉科债01/21嘉科01”，于2022年1月发行7年期5亿元公司债券“22嘉科债01/22嘉科01”，“21嘉科债01/21嘉科01”和“22嘉科债01/22嘉科01”的募集资金计划用于氮化镓射频及功率器件标准化厂房建设项目、国美智能终端制造中心项目（一期）及补充营运资金。截至2024年3月31日，“21嘉科债01/21嘉科01”、“22嘉科债01/22嘉科01”募集资金余额为0元。

三、发行主体概况

2023年9月，根据嘉兴市国资委出具的嘉国资[2023]65号文件，嘉兴市国资委将其持有的公司65%股权无偿划转至嘉兴南湖国有控股集团有限公司（以下简称“南控集团”）。股权划转后，南控集团持有公司65%股权，为公司控股股东，嘉兴市产业发展集团有限公司（以下简称“嘉兴产投集团”）持有公司35%股权，公司实际控制人仍为嘉兴市国资委。跟踪期内公司名称、注册资本未发生变更，截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元，股权结构图见附录二。

2023年12月，根据嘉兴市南湖区国有资产监督管理委员会出具《关于同意组建浙江嘉科控股有限公司的批复》（嘉南国资委[2023]103号），为加快公司市场化转型进程，提升运营效率，公司全资子公司嘉兴市兴科水利科技有限公司更名为浙江嘉科控股有限公司（以下简称“嘉科控股”），并将公司持有的嘉兴科技城高新技术产业投资有限公司（以下简称“嘉科高新”）、嘉兴科技城城市投资发展有限公司、嘉科双创产业园（嘉兴）有限公司、浙江兴科科技发展投资有限公司、嘉兴嘉科微电子有限公司、嘉兴科技城产业投资基金有限公司（以下简称“嘉科产投”）等6家子公司股权和嘉兴科技城建设投资有限公司（以下简称“嘉科城建”）部分配建人才公寓资产无偿划转至嘉科控股，上述事项工商变更登记已于2024年1月完成。新组建的嘉科控股为公司下属重要的产业投资和运营主体，主要负责园区物业开发及租赁、产业投资、安置房建设等业务。

表1 公司重要子公司 2023 年度/年末主要财务指标情况（单位：亿元）

子公司名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
浙江嘉科控股有限公司	201.16	118.65	41.02%	1.90	0.26
嘉兴科技城建设投资有限公司	34.23	17.36	49.27%	2.80	0.07
嘉兴市南湖区万通新农村建设开发有限公司	17.93	8.02	55.26%	0.59	0.74

资料来源：公司提供

2023年，公司合并报表范围新增1家子公司嘉兴集成电路设计创业中心有限公司，无减少子公司。公司仍主要负责嘉兴科技城区域内土地整理、基础设施、安置房等开发建设任务，同时经营一定规模的房产租赁业务，业务具有较强的区域专营性。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共17家，具体情况见附录四。

表2 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
嘉兴集成电路设计创业中心有限公司	71.43%	1,960.000	物业管理	投资

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任

务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。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“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是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。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。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，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。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，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

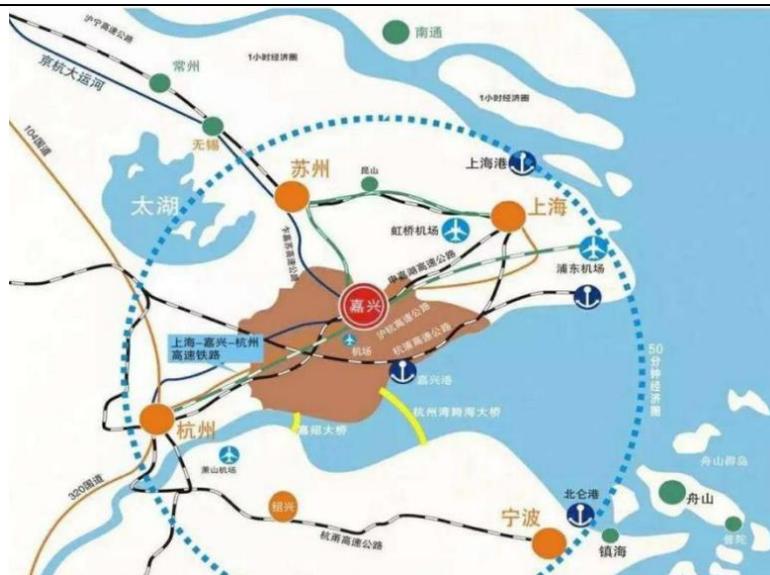
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

嘉兴市作为上海大都市圈、杭州都市圈重要城市，区位及交通优势显著，经济实力较强，工业基础较好；作为浙江省全面接轨上海的“桥头堡”，在推动长三角一体化发展中面临广阔的发展前景和机遇

区位特征：嘉兴市位于上海大都市圈、环太湖经济圈、杭州湾经济圈交汇处，区位和交通优势显著，文化旅游资源丰富。嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹地，东邻上海，西南连杭州，北接苏州，与三大城市形成1小时经济圈，是长三角城市群、上海大都市圈重要城市、杭州都市圈副中心城市，区位条件优越。嘉兴市作为沪杭、苏杭交通干线中枢，沪昆铁路、沪杭高铁穿境而过，高速公路四通八达，杭州湾跨海大桥直达宁波，京杭大运河纵贯全境，内河航运发达，并拥有全球百大集装箱港口之一的嘉兴港，交通极为便利，未来嘉兴机场军民改建工程、沪嘉城际轨道项目、通苏嘉甬铁路、沪乍杭铁路、嘉湖城际铁路等重大交通基础设施项目将持续推进“枢纽嘉兴”建设，打造长三角核心区综合交通枢纽。嘉兴市陆地面积3,915平方公里，海域面积4,650平方公里，下辖南湖、秀洲2个区，海宁、桐乡、平湖3个县级市，嘉善、海盐2个县，拥有3个国家级经开区、1个国家级高新区、1个国家级保税区¹。2023年末全市常住人口558.4万人，较2010年增长超100万人，增幅达24.04%，人口净流入规模较大，人口吸附能力较强。

图 1 嘉兴市区位图



资料来源：公开资料

嘉兴市文化旅游资源丰富。嘉兴是国家历史文化名城，有着 7,000 年的人类文明史，亦是中国共产党诞生地，马家浜文化、红色文化、吴越文化、运河文化、古镇文化等人文资源内涵丰富。嘉兴名人辈

¹ 3 个国家级经开区分别为嘉兴经济技术开发区、嘉善经济技术开发区、平湖经济技术开发区，1 个国家级高新区为嘉兴高新技术产业开发区，1 个国家级保税区为嘉兴综合保税区，为国家一类开放口岸。

出，涌现出茅盾、徐志摩、金庸、陈省身、王国维、丰子恺等名家大师。嘉兴还是中国优秀旅游城市，以红色旅游、水乡古镇游、滨海度假游、乡村休闲游为主导，拥有南湖风景名胜区、乌镇古镇、西塘古镇3个5A级景区，以及盐官（钱江潮）、南北湖、绮园等11个4A级景区，为长江三角洲重要旅游目的地之一。2022年，全市接待国内外游客4,508.24万人次，实现旅游收入559.89亿元，同比分别增长47.4%和22.2%。

经济发展水平：嘉兴市经济实力较强，民营经济较发达，2023年在投资和消费拉动下，全市经济加快回稳。近年嘉兴市经济持续增长，2023年经济发展加快回稳，地区生产总值（GDP）增速回升至6.3%，实现GDP7,062.45亿元，经济体量和增速位于全省中游水平。嘉兴市民营经济较为发达，2023年全市规上民营工业企业增加值占比64.4%，对经济贡献较大。嘉兴市产业结构以第二产业为主导，2023年三次产业结构为2.0:53.5:44.5。从经济驱动因素来看，2023年投资和消费是拉动经济增长的主要动力。2023年全市固定资产投资3,142.19亿元，同比增长7.4%，近年投资规模和增速持续提升；其中制造业投资同比增长11.5%，数字经济核心产业、高新技术产业投资分别同比增长30.6%和19.0%。消费市场有所回暖，2023年社会消费品零售总额同比增长7.3%，增速较上年增加4.3个百分点。2023年嘉兴市对外贸易增速快速回落。2023年嘉兴市位列全国地级市数字百强市第44位、先进制造业百强市第21位，整体经济实力较强。

表3 2023年浙江省部分地市经济财政指标情况（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
杭州市	20,059.00	5.6%	16.02	2,616.80	2,233.40
宁波市	16,452.80	5.5%	16.97	1,785.76	902.21
温州市	8,730.63	6.9%	8.94	622.68	1,310.70
绍兴市	7,791.00	7.8%	14.44	578.70	445.10
嘉兴市	7,062.45	6.3%	12.69	632.02	578.19
金华市	6,011.27	6.8%	8.39	525.80	859.98
湖州市	4,015.10	5.8%	11.68	410.50	546.63
舟山市	2,100.80	8.2%	17.91	193.51	89.74

资料来源：各政府网站，中证鹏元整理

表4 嘉兴市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）	7,062.45	6.3%	6,739.45	2.5%	6,355.28	8.5%
固定资产投资	3,142.19	7.4%	2,925.02	7.2%	2,729.45	6.2%
社会消费品零售总额	2,513.46	7.3%	2,342.73	3.0%	2,275.04	8.7%
进出口总额	4,409.90	0.3%	4,400.00	16.3%	3,783.80	24.0%
人均 GDP（万元）		12.69		12.18		11.63
人均 GDP/全国人均 GDP		141.96%		142.12%		143.65%

资料来源：政府网站，中证鹏元整理

产业情况：嘉兴市工业实力较强，聚焦制造强市和数字赋能两大战略，产业结构持续优化，2023年工业生产稳进向好。嘉兴市工业基础较好，以电子信息、装备制造、新材料、新能源、纺织等为支柱产业，近年聚焦制造强市和数字赋能两大战略，加快打造长三角核心区全球先进制造业基地，着力培育现代纺织、新能源、化工新材料、汽车制造、智能家居五大产业集群，积极发展战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业，不断推进制造业转型提质，产业结构持续优化，总体呈现稳中有进的发展态势。2023年，嘉兴市实现规上工业增加值2,933.55亿元，同比增长7.6%，增速高于全省1.6个百分点，其中电气机械业、汽车制造业和化工行业增加值增速较快，分别同比增长42.3%、22.6%和12.1%；新兴产业持续发展，装备制造业、数字经济核心制造业、高端装备制造业、高新技术制造业和战略性新兴产业增加值均实现增长且增速高于全省平均水平，占全市规上工业增加值的比重分别为44.5%、21.7%、26.6%、71.9%和44.5%，占比持续提升。数字经济方面，近年嘉兴市积极推进南湖区、嘉善县、桐乡市三个省级数字经济创新发展试验区建设，做优做强浙江柔性电子技术产业园、秀洲桃园数字小镇、海宁泛半导体产业园、中国电科乌镇基地等数字经济园中园，打造了一批有影响力的数字产业集群。截至2023年末，全市境内外上市公司87家，其中A股上市公司65家，位于全国第6位（除直辖市、省会城市及计划单列市），市值超500亿元的有合盛硅业、卫星化学等。

发展规划及机遇：“十四五”期间，嘉兴市将把握长三角区域一体化发展和全省大湾区大通道建设重大机遇，以全面融入长三角一体化发展为首位战略，以接轨上海为重点，打造全省接轨上海“桥头堡”和承接上海辐射“门户”，积极融入杭州，深化与苏甬联动发展，在推动长三角一体化发展中面临广阔的发展前景和机遇。

财政及债务水平：2023年嘉兴市一般公共预算收入有所增长，财政收入质量较好，且财政自给能力较高，但政府性基金收入大幅下降使得综合财力有所减弱。2023年，嘉兴市实现一般公共预算收入632.02亿元，同比增长6.0%，近三年税收收入占比均保持在85%以上，财政收入质量较好。2023年嘉兴市财政自给率提升至76.42%，财政自给能力较高。嘉兴市政府性基金收入主要为土地出让金收入，2023年受土地市场行情影响，全市政府性基金收入持续下滑，其中国有土地使用权出让收入同比下降32.9%。区域债务方面，嘉兴市地方政府债务持续扩张，2023年末规模为1,988.19亿元，近三年复合增长率为22.77%。

表5 嘉兴市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	632.02	596.47	674.80
税收收入占比	88.10%	87.77%	90.44%
财政自给率	76.42%	72.06%	85.02%
政府性基金收入	578.19	855.04	1,010.74
地方政府债务余额	1,988.19	1,626.09	1,319.03

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：嘉兴市财政预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

基础设施投资类企业：嘉兴市基础设施投资类企业较多，各自职能定位较为明确，业务划分较清晰。截至2023年末，嘉兴市国资委下属主要一级平台5家，其中浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“嘉兴国投”）为投资控股型公司；嘉兴产投集团是嘉兴市重要的产业发展主体，承担产业基础设施建设任务；南控集团为嘉兴市中心城区建设开发及国有资本投资运营主体，其下属子公司南投集团和嘉科集团分别负责嘉兴中心城区、嘉兴科技城的开发建设；浙江嘉兴高新控股集团有限公司（以下简称“嘉高新控股”）下属子公司嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司（以下简称“秀发集团”）和嘉兴高新集团分别负责秀洲区、嘉兴高新技术产业开发区（以下简称“嘉兴高新区”）的开发建设和国有资产投资管理；滨海控股集团为嘉兴港区的开发建设和国有资产投资管理主体。此外，嘉兴经济技术开发区国有资本投资控股有限公司（以下简称“嘉经开控股”）为嘉兴经济技术开发区（以下简称“嘉兴经开区”）的开发建设主体，下属子公司主要有嘉兴经开集团、嘉兴国际商务区投资建设集团有限公司（以下简称“商投集团”）。

表6 嘉兴市国资委及嘉兴经开区下属主要基础设施投资类企业情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	总债务	职能定位
嘉兴国投	嘉兴市国资委	1,709.78	626.15	174.64	790.57	嘉兴市资产规模最大、经营实力最强的国有资本运营实体
嘉兴产投集团	嘉兴市国资委	517.25	219.01	29.51	128.12	嘉兴市产业发展主体，承担产业基础设施建设，开展服务业与制造业
嘉高新控股	嘉兴市国资委	1,825.78	643.89	42.04	803.11	秀洲区、嘉兴高新区开发建设和国有资产投资管理主体
秀发集团	嘉高新控股	1,315.29	463.83	30.53	546.56	秀洲区重要的基础设施建设和国有资产运营主体
嘉兴高新集团	嘉高新控股	539.67	192.71	11.59	256.23	嘉兴高新区最重要的开发建设和国有资产投资管理主体
南投集团	南控集团	711.29	275.79	29.70	316.65	嘉兴市中心城区的基础设施建设和国有资产运营主体
嘉科集团	南控集团	388.65	207.41	7.99	106.91	嘉兴科技城最重要的开发建设和国有资产投资管理主体
滨海控股集团	嘉兴市国资委	432.25	160.68	14.99	228.01	嘉兴港区最重要的开发建设和国有资产投资管理主体
嘉经开控股	嘉兴经济技术开发区财政金融部	492.95	259.35	19.02	166.79	嘉兴经开区开发建设主平台
嘉兴经开集团	嘉经开控股	310.71	157.00	12.64	112.53	嘉兴经开区重要的基础设施建设和投融资主体
商投集团	嘉经开控股	193.31	104.01	5.58	55.62	嘉兴国际商务区重要的基础设施建设和投融资主体

注：除总债务数据为2022年末数据，其余指标为2023年数据。南控集团尚未发债，财务数据未公开披露，未在表中列示。

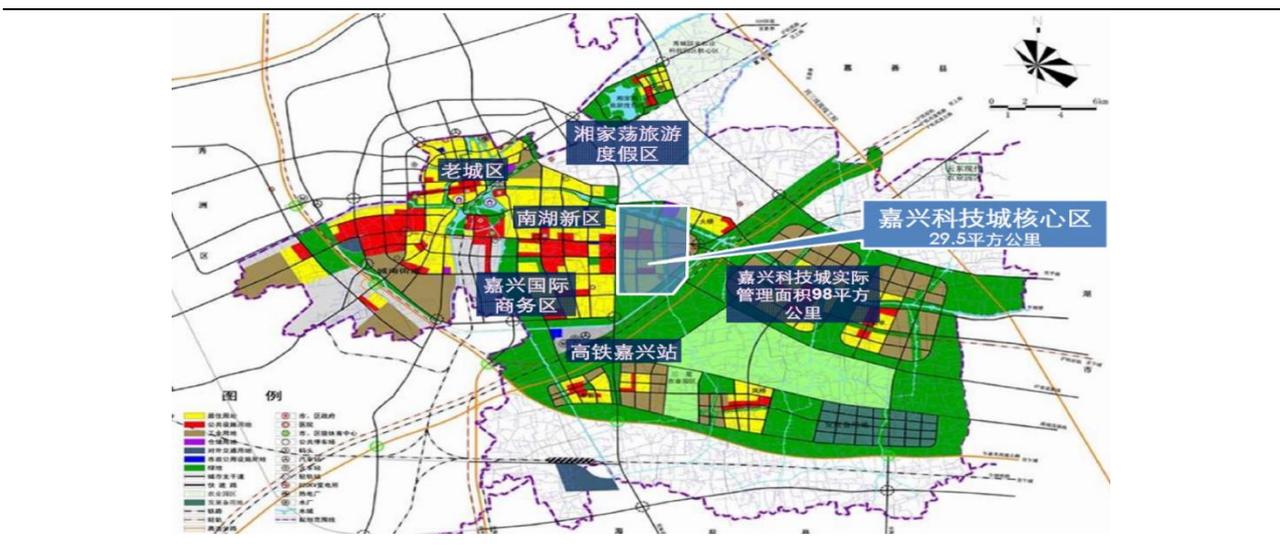
资料来源：Wind，各平台公开评级报告，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

嘉兴科技城为国家双创示范基地、省级高新区，已培育形成了微电子、智能装备、生物医药三大主导产业，高科技产业优势明显；受宏观环境影响，近年来经济总量有所波动，但整体发展前景向好

嘉兴科技城（嘉兴南湖高新技术产业园区）为省级高新区、国家双创示范基地，位于嘉兴市东南方位，毗邻嘉兴主城区（南湖新区），创建于2003年，一期规划面积3.65平方公里，于2003年底及2004年

先后引入浙江清华长三角研究院和浙江中科院应用技术研究院两大核心平台，在全国率先开创省校（院地）合作模式。2015年底，经浙江省政府批准，嘉兴科技城区域面积扩容至29.5平方公里²。嘉兴科技城管理委员会（即嘉兴南湖高新技术产业园区管理委员会，以下简称“科技城管委会”）为主管嘉兴科技城开发和管理的嘉兴市政府派出机构，与南湖区政府实行“区政合一”体制，与南湖区委、区政府实行“两块牌子、一套班子”。按照嘉委办发〔2016〕9号文件，科技城管委会实际管理区域包括大桥镇全域，以及余新镇、七星街道、东栅街道部分区域，总面积约98平方公里。

图 2 嘉兴科技城方位图



资料来源：公司提供

近年来，嘉兴科技城持续推进科技创新、人才创新、产业创新。科技和人才创新方面，依托于浙江清华长三角研究院、浙江中科应用技术研究院，并引进和建设浙江清华柔性电子技术研究院等创新载体11家，“2”+X创新载体体系加速形成，全社会R&D投入占GDP比重达10%以上，拥有国家高新技术企业221家，省级科技型中小企业462家，已累计引进顶尖人才40人，引育国家领军人才163人、省领军人才94人。产业创新方面，近年嘉兴科技城培育了一批战略性新兴产业，形成了微电子、智能装备、生物医药三大主导产业，集聚了闻泰通讯、斯达半导体（股票代码：603290.SH）、昱能科技（股票代码：688348.SH）、加西贝拉、微创集团等一批龙头企业³。截至目前，共有规上工业企业161家，其中亿元以上69家，上市企业26家（含子公司、募投项目），国家级“专精特新”小巨人16家。2023年，嘉兴科技城完成规上工业总产值530.3亿元，其中三大集群产业总产值473.0亿元，占规上工业总产值的比重达到89.2%，产业优势明显。截至目前，嘉兴科技城已连续4年获全省创建类高新区第一名，连续3年位列全

² 包括原嘉兴科技城、嘉兴工业园区(大桥镇)西区南区、余新曹庄集镇、湘家荡平湖塘以北部分区域。

³ 闻泰通讯为闻泰通讯股份有限公司的简称，系上市公司闻泰科技（股票代码：600745.SH）的子公司；加西贝拉为加西贝拉压缩机有限公司的简称；微创集团为上海微创医疗器械（集团）有限公司的简称，在嘉兴科技城内建有生产基地。

省省级以上高新区综合排名前五强，入围浙江省高新区亩均效益领跑者十强。根据赛迪研究院发布的《科技城百强榜（2023）》，嘉兴科技城位列全国科技城（含科学城）百强榜第23名。

受宏观环境影响，近年嘉兴科技城经济总量有所波动，2023年实现地区生产总值186.5亿元，同比下降6.3%。分产业来看，嘉兴科技城第二产业占主导地位，2023年第二产业增加值占地区生产总值的比重为71.9%，占比有所下滑但仍然较高。固定资产投资是拉动嘉兴科技城经济增长的重要因素，2023年完成固定资产投资124.6亿元，同比增长34.4%，其中制造业投资完成42.0亿元，同比增长16.4%。同时，持续推进项目招引落地，2023年签约芯晟半导体、正泰二期等项目26个，总投资近170亿元，其中超10亿元项目3个，新增工业用地备案投资额47.3亿元，新引进亿元以上备案项目23个，为区域的进一步发展打下基础。

表7 嘉兴科技城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）	186.5	-6.3%	209.1	4.0%	192.3	11.3%
第一产业增加值	4.2	2.9%	4.5	-8.6%	4.3	-4.1%
第二产业增加值	134.1	-10.4%	161.6	4.6%	147.2	14.1%
第三产业增加值	48.3	7.3%	43.0	3.4%	40.8	4.3%
规模以上工业总产值	530.3	-16.6%	634.5	5.1%	594.1	31.9%
固定资产投资	124.6	34.4%	92.7	23.2%	75.2	14.0%

资料来源：嘉兴科技城管理委员会，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是嘉兴市较为重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要负责嘉兴科技城范围内的城市基础设施、土地整理和安置房等开发建设任务，同时开展房产租赁、产业投资等业务，业务具有较强的区域专营性和多样性；2023年公司营业收入有所下降，在建项目尚需投资规模较大，仍需关注资金支出压力

公司仍主要负责嘉兴科技城区域内的城市基础设施、土地整理、安置房等开发建设任务，同时开展自有房产租赁、产业投资、物业管理等业务，业务具有较强的区域专营性和多样性。2023年公司营业收入主要来源于安置房销售、基础设施建设和房产租赁业务，土地整理收入规模大幅下降，使得全年收入规模同比下降26.36%，收入结构变化使得公司销售毛利率有所提升。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
安置房销售	3.02	37.82%	7.26%	1.80	16.64%	12.73%

基础设施建设	2.80	35.12%	6.62%	3.93	36.23%	5.87%
土地整理	0.46	5.75%	4.76%	3.28	30.27%	4.76%
房产租赁	1.37	17.19%	89.67%	1.24	11.44%	89.93%
物业管理	0.33	4.13%	15.05%	0.22	2.03%	11.03%
自有房产销售	0.00	0.00%	-	0.37	3.39%	-11.31%
合计	7.99	100.00%	21.38%	10.85	100.00%	15.81%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）安置房销售业务

受益于新项目完工用于安置，且安置面积增加，2023年公司安置房销售收入有所增长；目前在建安置房项目规模较大，业务持续性仍较好，但存在较大资金支出压力

公司安置房业务主要由公司本部以及嘉科高新、嘉兴市南湖区万通新农村建设开发有限公司（以下简称“万通新农村”）等负责，跟踪期内业务模式未发生变化，具体为：嘉兴市南湖区大桥镇人民政府委托公司开发建设安置房项目，科技城管委会及嘉兴工业园区管理委员会（以下统称“管委会”）委托公司对嘉兴科技城板块内征迁农户进行安置，公司每年确认的安置房业务收入由当年实际交付的安置房数量和协议约定的政策性安置单价确定。

2023年天宁苑、复兴苑2个安置房项目完工并用于安置，公司合计交付安置房面积6.42万平方米，实现安置房销售收入3.01亿元，同比增长67.42%。截至2023年末，公司已完工尚可用于安置的项目主要有复兴苑、天宁苑、中和苑、东华苑一期等，剩余可售面积32.96万平方米。

表9 2022-2023年公司安置房销售情况（单位：万平方米、亿元）

年份	安置面积	确认收入	已向征迁农户收取房款	与管委会结算金额
2023年	6.42	3.02	0.66	2.35
2022年	4.20	1.80	1.06	0.74
合计	10.62	4.82	1.72	3.09

资料来源：公司提供

表10 截至2023年末公司主要已完工安置房项目情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	实际总投资	可售面积	政策性安置单价	已安置面积	累计确认收入	与管委会结算金额
复兴苑	6.46	15.95	4,300.00	1.31	0.56	0.10
东华苑一期	5.13	10.69	4,800.00	7.18	3.45	3.45
中和苑	4.54	17.63	2,650.00	14.20	3.76	3.76
天宁苑	3.39	11.93	4,800.00	5.11	2.45	0.55
水马花苑	2.48	6.64	4,300.00	4.20	1.80	1.20
平湖塘花苑	1.96	9.01	2,200.00	8.93	1.97	1.97
水马南苑	1.91	6.22	3,100.00	5.85	1.81	1.81
南祥苑	1.58	8.23	2,000.00	8.03	1.60	1.60

亚澳花苑	0.97	4.83	2,100.00	4.77	1.00	1.00
十八里花苑	0.88	3.83	2,350.00	3.69	0.87	0.87
亚太花苑二期	0.30	1.10	未定	0.00	0.00	0.00
八里花苑	0.15	0.95	1,600.00	0.78	0.12	0.12
合计	29.75	97.01	-	64.05	19.39	16.43

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要在建安置房项目有南子苑、华夏北区西地块安置房、东华苑二期等，建筑面积合计57.89万平方米，计划总投资合计23.07亿元，已完成投资8.67亿元。公司在建安置房项目规模较大，业务持续性较好，截至2023年末尚需投资规模为14.40亿元，将面临较大资金支出压力。

表11 截至 2023 年末公司主要在建安置房情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资	尚需投资规模
南子苑	20.80	9.62	0.89	8.73
华夏北区西地块安置房	19.68	8.50	3.51	4.99
东华苑二期	13.77	3.49	3.30	0.19
秀才苑二期	3.64	1.46	0.97	0.49
合计	57.89	23.07	8.67	14.40

资料来源：公司提供

（二）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务模式清晰，2023年收入有所下降，目前在建项目尚有一定规模，业务持续性尚可，但待结算的基础设施项目成本规模较大，形成一定资金沉淀

公司基础设施建设业务主要由公司本部、万通新农村、嘉科城建等负责，跟踪期内业务模式未发生变化，代建项目委托方仍为嘉兴江南硅谷建设开发有限公司⁴（以下简称“嘉兴硅谷建设”），公司与其签订《基础设施建设项目委托框架协议》，每年末嘉兴硅谷建设按公司项目完工进度出具结算单，公司据此确认基础设施建设业务收入并结转成本，成本加成比例一般为5%-10%。

随着区域建设持续推进，近年公司负责的基础设施建设项目有所减少，2023年确认业务收入2.80亿元，同比有所下降，收入主要来自于斯达项目110KVA变电站进线工程、大桥镇实验幼儿园分园、嘉兴微电子产业园河网完善工程等项目。截至2023年末，公司主要在建基础设施项目有九年一贯制学校、北区横三路（德行港-得丰港）工程、罗庄小学等，合计总投资8.37亿元，已投资2.68亿元，尚需投资5.69亿元。同时，2023年末存货中待结算的基础设施项目投资成本为32.33亿元，为未来业务收入提供较好保障，但具体结算时间受委托方资金安排影响，存在一定不确定性。

⁴ 科技城管委会持有嘉兴硅谷建设 100% 股权，为其控股股东和实际控制人。

表12 截至 2023 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
九年一贯制学校	3.15	1.92	1.23
北区横三路（德行港-得丰港）工程	3.15	0.16	2.99
罗庄小学	1.80	0.49	1.31
曹庄小学改扩建（曹庄教育配套用房项目）	0.27	0.11	0.16
合计	8.37	2.68	5.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）土地整理业务

2023年公司土地整理收入受结算进度影响大幅下降，待结算土地整理成本规模较大，未来逐步结算仍可实现一定规模土地整理收入，但收入确认时间存在不确定性；公司土地整理业务拟建项目规模较大，业务持续性仍较好

公司土地整理业务主要由公司本部、万通新农村等负责，跟踪期内业务模式未发生变化，具体为：公司与科技城管委会签订《土地开发整理项目委托框架协议》，科技城管委会委托公司对嘉兴科技城板块内的土地进行开发整理，于每年末根据公司当年土地整理项目投资情况出具结算批复文件，公司据此确认土地整理业务收入并结转成本。近年，科技城管委会按项目投资成本加成5%-10%的比例与公司进行结算。2023年由于区域内土地出让规模减少，公司土地整理业务结算进度放缓，全年实现土地整理收入0.46亿元，同比大幅下降，收入均来自八里村项目。

此外，2019年起子公司嘉科高新与华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”，股票代码：600340.SH）下属子公司嘉兴鼎鸿园区建设发展有限公司⁵（以下简称“鼎鸿建设”）合作开发华夏新城地块（南区、北区），预计总投资18.00亿元。受华夏幸福债务影响，截至2022年末嘉科高新已暂停与鼎鸿建设的合作，跟踪期内嘉科高新将该项目尚未结算的5.32亿元投资成本划转至公司本部（等额减少嘉科高新应付公司本部的欠款），待鼎鸿建设和科技城管委会共同审核确认后公司直接与科技城管委会结算，收入确认时间受成本审核进度影响存在不确定性。未来公司将依据与科技城管委会签订的《土地开发整理项目委托框架协议》继续负责区域内的土地整理工作。

截至2023年末，公司存货中土地整理项目成本为44.83亿元，未来收入较有保障，但收入的实现易受结算进度影响。项目储备方面，公司主要拟整理项目为曹庄地块，目前尚处于土地征收阶段，预计总投资规模为26.00亿元，公司土地整理业务持续性较好，且后续项目建设资金主要来自于政府专项债，资金支出压力可控。

（四）园区物业开发及租赁

⁵嘉兴鼎鸿园区建设发展有限公司成立于2016年11月，注册资本5.00亿元，为华夏幸福的全资三级子公司。

2023年公司房产租赁收入稳步增长，为公司收入和利润提供有益补充，但整体出租率仍有一定提升空间；目前在建工业厂房、研发楼等自营项目规模较大，面临较大资金支出压力，且需关注未来项目运营和收益实现情况

公司房产租赁业务主要为嘉兴科技城范围内自有办公楼、厂房、人才公寓和配套商铺等的出租，主要由子公司嘉科控股负责。公司运营的物业资产规模较大，截至2023年末35处主要出租物业建筑面积合计97.75万平方米，平均出租率为68.23%，较上年有所提升，全年实现房租收入1.37亿元，同比增长10.68%。公司物业整体出租率不高，主要系新收购的厂房和新完工自建房产出租率较低所致，另有部分厂房尚待装修改造后用于出租，未来房产租赁收入和出租率仍有一定提升空间。2023年公司房产租赁业务毛利率仍维持在较高水平，是公司毛利润的主要来源。

表13 2023年公司前十大租赁物业出租情况（单位：平方米、万元）

物业名称	建筑面积	出租面积	租赁收入（不含税）	出租率
智能终端制造标准厂房	87,920.13	87,920.13	1,483.94	100.0%
天通加速器	56,438.15	56,438.15	1,075.43	100.0%
中科院三期（北区）	74,380.70	58,351.47	885.73	78.4%
中科院嘉兴中心（二期）	35,424.44	32,590.48	827.99	92.0%
嘉科众创谷	53,864.47	50,309.29	708.43	93.4%
海创园沿街6幢	19,229.44	17,306.50	655.52	90.0%
原佳实纺织	51,981.28	26,740.88	644.12	51.4%
南湖科创中心(含JRC)	44,012.97	30,449.80	591.75	69.2%
两创中心	46,856.13	37,149.61	476.25	79.3%
中科院三期（南区）	121,365.32	11,934.44	386.61	9.8%
合计	591,473.03	409,190.75	7,735.77	-

注：1、公司未统计物业可出租面积，物业出租率=出租面积/建筑面积；2、中科院三期（南区）部分房产将用于公司自持酒店经营，尚待装修后运营。

资料来源：公司提供

公司承担的园区开发建设任务较重，在建自营项目规模仍较大，截至2023年末主要包括嘉兴科技城产业提升项目、南湖区旅游乡村振兴起航工程、南湖亚太路科创带提升工程等，合计总投资180.08亿元，已投资42.80亿元。公司自营项目投资规模较大，未来将通过房产出租及出售收入、停车费收入、农业采摘收入、民宿和驿站经营权收入等实现收益，但截至2023年末主要在建自营项目尚需投资规模达137.28亿元，进一步加大了公司资金支出压力，且自营项目完工后运营情况存在一定不确定性，需关注未来资金回笼和收益实现情况。

表14 截至2023年末公司主要在建自营项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资
嘉兴科技城产业提升项目	-	40.77	1.37
南湖亚太路科创带提升工程	16.04	26.07	0.80

南湖区旅游乡村振兴起航工程	-	21.47	16.52
小微园区提升工程	15.61	14.00	5.48
嘉兴科技城园区高质量提升工程	-	12.82	0.14
南湖万亩千亿产业园配套工程	6.29	10.15	0.82
嘉科微低碳循环产业园区项目（一期）	13.89	6.44	1.15
科技城地下综合管廊二期工程	-	6.43	4.53
电子器件标准厂房建设（一期）	11.24	5.37	2.61
嘉兴科技城核心区产业工人长租公寓项目	7.80	5.20	0.64
柔性电子技术应用研发制造中心	9.89	4.48	2.22
嘉兴科技城科技创业园工程	12.58	4.45	2.34
嘉兴科技城园区停车配套工程	-	4.13	0.50
集成电路产业园项目（两创中心二期工程）	6.42	3.50	1.52
嘉科双创产业园工程（一期）	11.62	3.38	0.30
氮化镓射频及功率器件产业化项目二期	1.63	2.46	0.30
嘉兴科技城电力环网工程	-	2.10	0.30
亚欧社区配套农贸市场项目	2.75	1.85	0.38
微电子产业园产业工人长租公寓项目	2.90	1.58	0.18
微电子产业园配建工程	2.59	1.41	0.31
中科院三期北区预留发展用地研发楼项目	2.56	1.19	0.25
欧美高端制造业产业园	3.96	0.83	0.14
合计	-	180.08	42.80

资料来源：公司提供

（五）产业投资业务

公司产业投资方式包括股权直接投资和产业基金投资，投资方向主要是配合嘉兴科技城重大产业招商引资和初创期企业培育孵化，推动地区科技创新和产业升级，区域重要性较高；2023年公司继续增加投资规模，并实现一定的投资收益，但需持续关注后续收益实现方式和对外投资风险

公司产业投资业务主要由嘉科控股下属嘉科高新、嘉科产投负责，投资方式包括股权直接投资和产业基金投资，投资方向主要是配合嘉兴科技城重大产业招商引资和初创期企业培育孵化，支持高新技术企业的发展，推动地区科技创新和产业升级，区域重要性较高。2023年公司继续增加投资规模，主要投资领域包括微电子、智能装备、生物医药、金融业等产业。其中主要股权直接投资对象有嘉兴银行股份有限公司、浙江赛思电子科技有限公司、嘉兴富嘉集成电路产业发展有限公司等，截至2023年末投资余额合计8.71亿元。产业基金投资方面，公司与社会专业投资机构合作设立基金，由社会专业投资机构作为普通合伙人对产业基金进行管理运营，公司作为有限合伙人出资，产业基金通过基金投资决策会议做出决策。截至2023年末，公司已投资产业基金19只，前五大产业基金实缴金额5.25亿元。

表15 截至 2023 年末公司重要股权直接投资项目情况（单位：亿元）

投资对象	所属行业	投资余额
嘉兴银行股份有限公司	金融业	1.22
浙江赛思电子科技有限公司	微电子	1.20
嘉兴富嘉集成电路产业发展有限公司	微电子	0.66
太平科技保险股份有限公司	金融业	0.41
浙江亚瑟医药有限公司	生物医药	0.26
合计	-	3.75

资料来源：公司提供

表16 截至 2023 年末公司前五大产业基金投资项目情况（单位：亿元）

基金名称	成立时间	基金存续期	认缴金额	公司认缴金额	公司实缴金额	主要投资方向	基金管理人
嘉兴南湖科盈股权投资合伙企业（有限合伙）	2023.01	7年	6.00	2.99	1.79	制造业	嘉兴市南湖股权投资基金有限公司
宜宾绿能股权投资合伙企业（有限合伙）	2022.09	8年	43.01	1.50	1.50	新能源、半导体	宁波梅山保税港区晨道投资合伙企业（有限合伙）
嘉兴浙港春霖股权投资合伙企业（有限合伙）	2021.12	8年	8.20	0.80	0.80	微电子	中信建投资本有限公司
嘉兴南湖嘉新创禾芯股权投资合伙企业（有限合伙）	2022.10	10年	5.01	3.00	0.66	微电子	嘉兴市南湖区新创新创业投资有限公司
嘉兴鼎新生物医药股权投资合伙企业（有限合伙）	2023.06	10年	5.01	3.00	0.50	生物医药	嘉兴市南湖区新创新创业投资有限公司
合计	-	-	67.23	11.29	5.25	-	-

资料来源：公司提供

2023年公司实现投资收益1,096.62万元，同比有所减少，并实现其他非流动金融资产（产业基金投资）公允价值变动收益3,688.84万元，对公司利润形成有益补充。公司产业投资业务已初步形成稳定的运营模式和一定的投资规模，对地区高新技术产业发展起到一定推动作用，但未来公司股权投资项目能否安全退出并实现投资收益受所投对象经营情况、基金运作情况影响较大，需持续关注对外投资风险。

公司在资产注入和财政补助方面继续获得较大力度外部支持，资本实力持续增强

2023年，当地政府在资产注入和财政补助方面继续给予公司较大力度支持，其中嘉兴科技城管委会财政办公室向公司注入货币资金14.50亿元增加公司资本公积，增强了公司资本实力，同时给予公司财政补助2.00亿元，有效提高了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

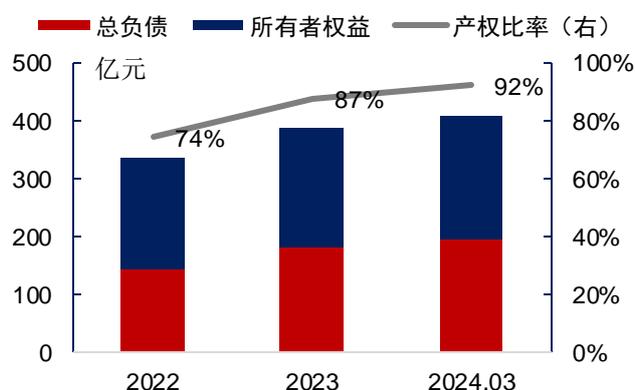
2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围子公司变动情况详见表2。

资本实力与资产质量

受益于地方政府持续的资产注入以及项目建设持续推进，2023年公司资产规模进一步增长，资产负债中投资性房地产、项目投入成本和应收款项占比仍较高，投资性房地产整体质量尚可，但出租率有待提升，项目投入成本变现受结算进度影响，应收款项对营运资金形成较大占用，整体资产流动性一般

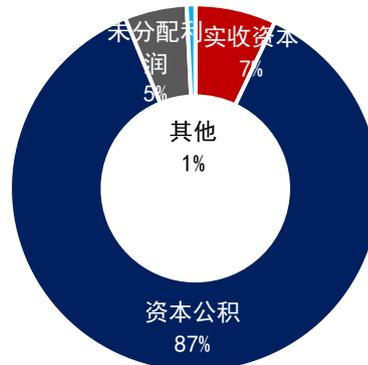
受益于政府持续的资产注入，2023年末公司所有者权益同比增长7.90%，资本实力持续提升。公司所有者权益以政府资产注入所形成的资本公积为主，实收资本和未分配利润亦占有一定比例，所有者权益质量较好。同期，公司在区域内各类项目建设方面持续投入，存在较大资金需求，而公司经营活动获现受代建业务委托方资金支付安排和安置房项目建设及安置进度影响，整体表现仍偏弱，虽然当地政府持续提供一定规模的资金支持，但项目建设资金对债务融资仍较为依赖，公司负债规模持续扩张。综合影响下，公司产权比率持续提升，所有者权益对负债的保障程度有所减弱。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

受益于政府注入大规模货币资金，同时项目建设持续推进使得外部融资不断扩张，2023年末公司资产规模达388.65亿元，同比增长16.05%。公司资产主要为投资性房地产（自有出租房产等）、存货（项目建设成本）、应收款项（应收代建项目结算款、政府单位往来款），2023年末上述资产合计占比77.39%。

公司投资性房地产主要为用于出租的办公楼、厂房、人才公寓、配套商铺以及在建标准化厂房等自营项目，2023年随着自建项目建设不断投入，规模持续增长，年末账面价值达131.09亿元⁶。整体来看，园区办公楼、自建标准化厂房出租率较高，资产质量和收益情况较好；政府注入的部分配套商铺、收购

⁶ 截至 2023 年末，投资性房地产中账面价值 46.48 亿元的划转房产尚未完成房屋产权变更手续。

的厂房出租率仍较低，资产质量一般；未来随着在建标准化厂房等自营项目完工出租，公司房产租赁收益有望进一步增长。

公司存货主要为基础设施、土地整理和安置房项目的投入成本，随着各类项目建设和收入结算持续进行，存货规模呈增长趋势，形成一定的资金沉淀。截至2023年末，公司存货规模进一步增加至97.16亿元，变现依然取决于代建项目结算和委托方资金支付安排、安置房项目建设及安置进度，需关注后续资金回笼情况。应收款项方面，公司应收账款主要为应收科技城管委会和嘉兴硅谷建设的代建项目结算款，随着项目逐渐完工结算规模持续增长，账龄亦有延长趋势，1年以内及1-2年的应收账款分别占比64.43%和36.29%；2023年公司其他应收款规模亦有所增长且期末余额较大，其中应收科技城管委会、科技城管委会财政办款项合计占比86.13%，部分账龄在3年以上。公司应收款项规模较大，回收时间不确定，对营运资金形成较大占用。

其他资产方面，2023年末公司货币资金余额增长至20.65亿元，受限规模小。其他权益工具投资系公司股权直接投资业务形成的被投资对象股权资产，以嘉兴科技城内初创期企业为主，2023年公司新增对嘉兴泽元生物制品有限责任公司、嘉兴佰乐丰药业有限公司、恒敬合创生物医药（浙江）有限公司等的投资，使得规模有所增长，2023年末获得股利收入，需持续关注相关股权投资风险。2023年公司持续增加对嘉兴南湖科盈股权投资合伙企业、嘉兴嘉睿未来之星股权投资合伙企业、金华安芯众义产业投资基金合伙企业等产业基金投资，使得其他非流动金融资产、其他非流动资产规模有所增长，全年实现投资收益0.11亿元，同比有所减少。

2023年末，公司投资性房地产中账面价值28.80亿元的房产因借款抵押受限，0.21亿元货币资金因作为保证金使用受限，整体资产受限比例为7.46%。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.11	5.90%	20.65	5.31%	18.55	5.54%
应收账款	11.53	2.82%	9.13	2.35%	7.57	2.26%
其他应收款	63.91	15.64%	63.38	16.31%	55.59	16.60%
存货	99.53	24.36%	97.16	25.00%	83.16	24.83%
流动资产合计	203.60	49.83%	194.09	49.94%	166.89	49.83%
在建工程	41.33	10.12%	35.02	9.01%	18.21	5.44%
其他非流动金融资产	8.04	1.97%	6.55	1.69%	5.12	1.53%
其他权益工具投资	7.55	1.85%	7.48	1.92%	7.39	2.21%
投资性房地产	132.63	32.46%	131.09	33.73%	124.49	37.17%
其他非流动资产	11.59	2.84%	10.52	2.71%	8.79	2.62%
非流动资产合计	205.01	50.17%	194.56	50.06%	168.01	50.17%
资产总计	408.61	100.00%	388.65	100.00%	334.90	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入有所下降，随着毛利率较高的房产租赁业务收入占比提高，销售毛利率有所提升，政府补助对盈利贡献仍较大

受基础设施建设和土地整理项目结算进度等因素影响，2023年公司实现营业收入7.99亿元，同比下降26.36%，收入主要来源于基础设施建设、安置房销售和房产租赁业务，其中基础设施建设收入回款取决于委托方资金支付安排，存在一定滞后；安置房销售收入随着交付面积增加有所增长，该项业务收入回款情况仍较好；房产租赁收入有所增长，且租金回收较为及时，可为公司提供持续稳定的现金流；当期土地整理收入下降幅度较大。毛利率方面，公司基础设施建设和土地整理业务按照成本加成模式确认收入，安置房按约定的政策性安置单价销售，业务毛利率随着结算的项目不同有所波动，且整体毛利率水平偏低；房产租赁业务毛利率保持在较高水平，是公司毛利润的主要来源。截至2023年末，公司存货中基础设施、土地整理和安置房项目尚未结算的投入成本为97.16亿元，为未来收入提供较好保障。

2023年公司产业投资业务投资收益有所下滑，但实现产业基金投资公允价值变动收益0.37万元、投资性房地产公允价值变动收益0.37亿元，对公司利润形成有益补充。2023年政府补助对公司利润贡献仍较大，全年收到政府补助2.00亿元，有效提升了公司盈利水平。

表18 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024年 1-3月	2023年	2022年
营业收入	2.73	7.99	10.85
营业利润	0.05	0.91	1.31
其他收益	0.00	2.00	1.62
投资收益	0.00	0.11	0.26
公允价值变动收益	0.07	0.74	0.48
利润总额	0.05	0.97	1.29
销售毛利率	15.77%	21.38%	15.81%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司债务规模持续攀升，仍以长期债务为主，偿债指标有所弱化，短期内存在一定的流动性缺口，公司偿债压力加大

由于项目建设资金需求较大，且主要来自债务融资，2023年末公司总债务同比增长39.49%，保持较快增速，2024年3月末进一步增长至164.59亿元；其中短期债务占比21.51%，占比有所提升，长期债务仍是公司主要的融资增量。公司债务以银行借款、债券发行为主，银行借款多有抵质押和担保措施，2023年末融资余额为71.93亿元，借款利率多在4%-5%之间；2023年公司债券市场融资仍较为通畅，全年发行多期中期票据、企业债、私募债、超短期融资债券、ABS等合计规模69.82亿元，2023年末融资

余额为75.35亿元，平均融资成本低于4%。整体来看，公司债务成本仍维持在相对较低水平。

此外，公司应付账款主要为应付项目工程款，随着工程建设推进规模有所增长；其他应付款主要为应付嘉兴工业园区管理委员会财政办公室等地方政府部门和国有企业往来款，2023年末规模有所下降，整体偿付压力不大。2024年3月末，公司新增应付票据3.40亿元，均为应付银行承兑汇票。

表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.89	4.54%	8.89	4.90%	4.61	3.23%
应付票据	3.40	1.74%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	7.27	3.72%	7.61	4.20%	4.03	2.82%
其他应付款	13.50	6.89%	13.87	7.65%	22.24	15.59%
一年内到期的非流动负债	23.11	11.80%	16.98	9.37%	11.98	8.40%
流动负债合计	58.21	29.74%	49.62	27.38%	43.42	30.44%
长期借款	65.98	33.71%	54.05	29.82%	43.57	30.54%
应付债券	63.21	32.29%	69.22	38.19%	46.76	32.77%
非流动负债合计	137.54	70.26%	131.62	72.62%	99.25	69.56%
负债合计	195.75	100.00%	181.24	100.00%	142.68	100.00%
总债务	164.59	84.08%	149.13	82.28%	106.91	74.93%
其中：短期债务	35.40	18.08%	25.86	14.27%	16.58	11.62%
长期债务	129.19	66.00%	123.27	68.01%	90.33	63.31%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，跟踪期内公司资产负债率持续提升，2024年3月末为47.91%。随着债务规模的增长，公司利息支出增长较快，EBITDA对债务利息支出的覆盖程度进一步下降，2023年EBITDA利息保障倍数仅0.74；同时，公司现金短期债务比持续下滑，2024年3月末为0.68，现金类资产对短期债务的覆盖程度下降，短期偿债压力加大。

公司流动性需求主要来自债务的还本付息、各类项目建设以及股权投资，且2023年公司经营活动现金流大幅净流出，同时存在较大规模资本开支，未来仍需通过外部融资平衡资金缺口，预计公司债务规模将进一步增长。公司作为嘉兴科技城主要的开发建设主体，必要时可获得当地政府的资金支持，且公司与多家金融机构建立了合作关系，再融资渠道较为通畅，截至2023年末，公司银行授信总额达251.00亿元，尚未使用授信额度为177.05亿元，流动性储备较为充裕，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。整体来看，持续上升的债务规模及流动性缺口使公司面临一定的刚性债务偿付压力。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
资产负债率	47.91%	46.63%	42.60%
现金短期债务比	0.68	0.79	1.11

EBITDA 利息保障倍数 -- 0.74 0.84

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对其持续经营和信用水平无重大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险相对较小，2023 年以来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会方面，2022 年以来公司未因违规经营、违反政策法规受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生安全事故。

治理方面，2023 年 11 月，根据公司职工代表大会决议，选举杨洋为公司职工董事，免去沈良华公司职工董事职务。2023 年以来公司未因信息披露不合规受处罚，高管不存在涉嫌违法违纪事项。但中证鹏元注意到，公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

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（公司本部及子公司嘉科城建：2024 年 4 月 18 日，子公司嘉科控股：2024 年 4 月 7 日，万通新农村：2024 年 6 月 19 日），公司本部及各重要子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司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。

或有事项分析

截至 2023 年末，公司对外担保余额 4.00 亿元，担保对象为嘉兴市新贤投资发展有限公司，其控股股东和实际控制人为嘉兴市南湖区国有资产管理指导中心。公司对外担保未设置反担保措施，面临一定或有负债风险。

表 21 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	担保到期日	反担保措施
嘉兴市新贤投资发展有限公司	国企	40,000.00	2027.04.27	无

资料来源：公司提理

公司于 2022 年 10 月 26 日代偿了嘉兴中科亚美合金技术有限责任公司（以下简称“中科亚美”）银行借款本金 1,738.34 万元，公司对其关联方财产申请财产保全，嘉兴市南湖区人民法院于 2022 年 11 月 29 日已对被申请人江苏中科亚美新材料股份有限公司（中科亚美持股 75.45%）名下土地资产进行了查封保全（保全案号：（2022）浙 0402 执保 3087 号）。截至目前公司尚未收回代偿款项，中证鹏元将持续关注公

司相关款项追偿情况。

其他

公司主要承担嘉兴科技城的城市基础设施、土地整理和安置房等开发建设和国有资产投资运营职责，业务集中于嘉兴科技城范围内，综合考虑嘉兴科技城的区域状况、公司经营状况及财务状况，将公司指示性信用评分下调2个级别，给予个体信用状况评分为a+。本次评级公司个体信用状况较上次评级下调1个级别，主要是由于债务规模增长导致公司财务状况评分下降所致。

八、外部特殊支持分析

公司是嘉兴市人民政府下属企业，南控集团和嘉兴产投集团分别持有公司65%、35%股权，嘉兴市国资委为公司实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，嘉兴市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与嘉兴市人民政府保持中等的联系。嘉兴市国资委为公司实际控制人，公司非职工董事由股东会选举产生，重大事项需上报嘉兴市国资委备案，嘉兴市政府对公司的经营战略和业务运营具有强大的影响力；公司土地开发整理及代建业务由科技城管委会及其下属企业委托，物业租赁、股权投资等业务为促进区域经济和产业发展服务，近年来在资金注入、资产划拨、股权划转等方面的支持主要来自于科技城管委会，嘉兴市国资委在股权划转等方面给予公司的支持力度较大，预计未来公司与政府联系将较为稳定。

(2) 公司对嘉兴市人民政府非常重要。公司主要从事嘉兴科技城范围内土地开发整理、基础设施、安置房建设等公益性、准公益性业务，业务规模较大，具有较强区域专营性，对嘉兴市政府贡献很大，且公司为发债平台，如果出现债务违约情况，将对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经评估，嘉兴市政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与嘉兴市政府之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+3”。

九、结论

嘉兴市作为上海、杭州都市圈重要城市，交通便利，工业实力较强，嘉兴科技城为省级高新区、国家双创示范基地，近年培育形成了微电子、智能装备、生物医药三大产业集群，产业优势明显。公司是嘉兴科技城最重要的开发建设和国有资产投资运营主体，主要从事区域内城市基础设施、土地整理、安置房等开发建设和房产租赁、产业投资等业务，业务具有较强的区域专营性和多样性，目前尚未结转的

项目建设成本较大，未来收入具有较好保障；同时各类在建项目规模较大，业务持续性较好。此外，公司债务以长期债务为主，偿付压力可控。由于公司在建项目投资规模较大，未来仍存在较大资金支出压力，但公司融资渠道较畅通，融资成本不高，且未来仍将获得较大力度的外部支持。总体来看，公司的抗风险能力较强。

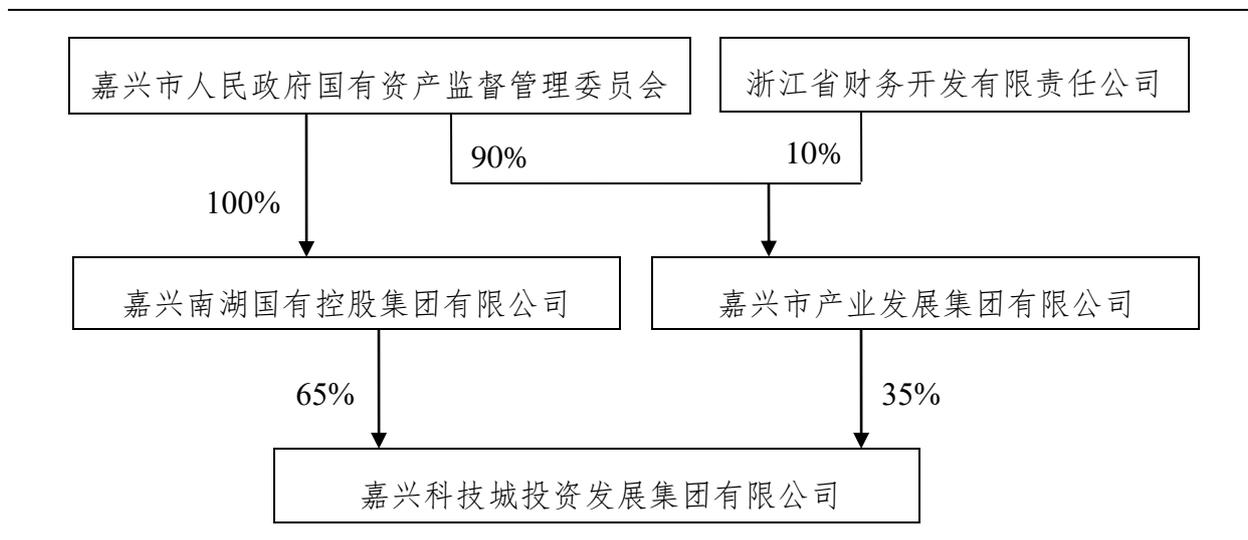
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，评级展望维持为稳定，维持“21嘉科债01/21嘉科01”、“22嘉科债01/22嘉科01”信用等级为AA+。

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3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	24.11	20.65	18.55	16.01
其他应收款	63.91	63.38	55.59	60.97
存货	99.53	97.16	83.16	71.12
流动资产合计	203.60	194.09	166.89	156.22
在建工程	41.33	35.02	18.21	11.56
投资性房地产	132.63	131.09	124.49	86.64
非流动资产合计	205.01	194.56	168.01	110.04
资产总计	408.61	388.65	334.90	266.26
短期借款	8.89	8.89	4.61	0.50
应付账款	7.27	7.61	4.03	4.14
其他应付款	13.50	13.87	22.24	19.23
一年内到期的非流动负债	23.11	16.98	11.98	5.29
流动负债合计	58.21	49.62	43.42	31.60
长期借款	65.98	54.05	43.57	44.59
应付债券	63.21	69.22	46.76	27.82
递延所得税负债	7.22	7.22	7.06	6.90
非流动负债合计	137.54	131.62	99.25	83.64
负债合计	195.75	181.24	142.68	115.24
所有者权益	212.86	207.41	192.23	151.02
营业收入	2.73	7.99	10.85	11.35
营业利润	0.05	0.91	1.31	1.37
其他收益	0.00	2.00	1.62	2.15
投资收益	0.00	0.11	0.26	0.02
公允价值变动收益	0.07	0.74	0.48	0.11
利润总额	0.05	0.97	1.29	1.34
经营活动产生的现金流量净额	-4.45	-22.96	0.65	-1.77
投资活动产生的现金流量净额	-11.91	-25.18	-28.10	-20.53
筹资活动产生的现金流量净额	19.81	50.19	29.99	17.99
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	15.77%	21.38%	15.81%	16.32%
资产负债率	47.91%	46.63%	42.60%	43.28%
短期债务/总债务	21.51%	17.34%	15.51%	9.19%
现金短期债务比	0.68	0.79	1.11	2.09
EBITDA（亿元）	--	3.91	3.54	3.59
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	0.84	1.01

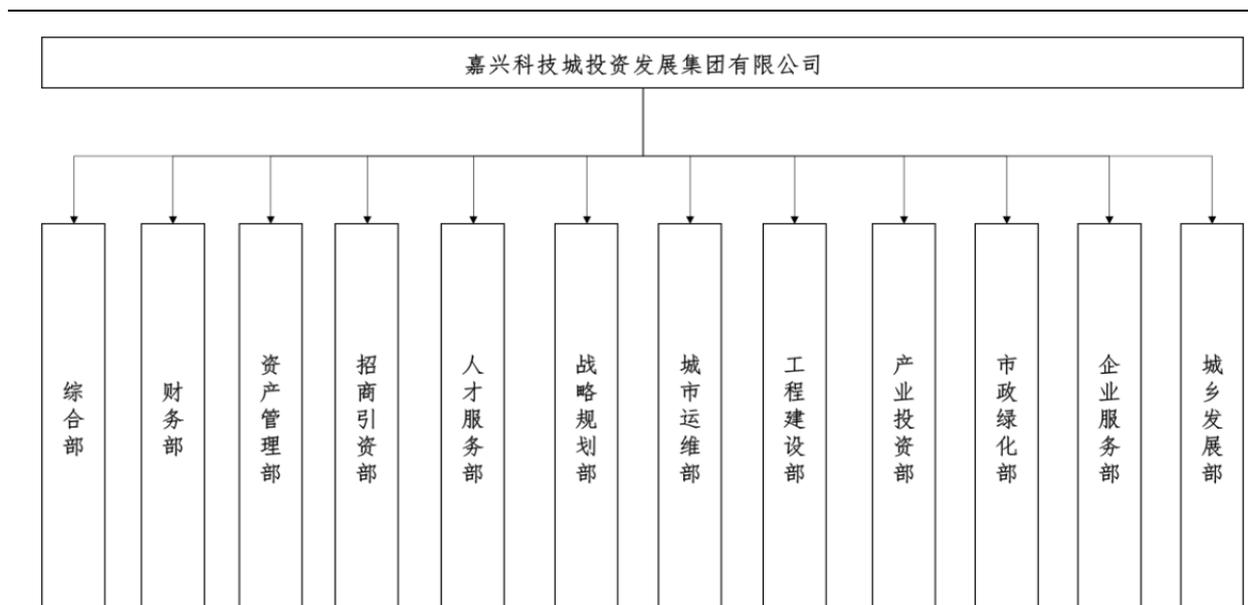
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例 (%)	业务性质
嘉兴科技城高新技术产业投资有限公司	100	投资开发
嘉兴科技城建设投资有限公司	100	投资开发
嘉兴市兴科水利科技有限公司	100	房屋出租
嘉兴科技城城市投资发展有限公司	100	房屋出租
嘉科双创产业园（嘉兴）有限公司	100	房屋出租
嘉兴市南湖区万通新农村建设开发有限公司	100	投资开发
嘉兴科技城产业投资基金有限公司	81.82	基金管理
浙江兴科科技发展投资有限公司	100	投资开发
嘉兴市科圣电子信息有限公司	100	投资开发
嘉兴科裕建设开发股份有限公司	49.38	投资开发
嘉兴科技城全域旅游文化有限公司	100	旅游项目开发
嘉兴嘉科微电子科技有限公司	100	园区管理服务
嘉兴工业园区建设发展有限公司	100	投资开发
嘉兴中江水利建设开发有限公司	100	投资开发
嘉兴工业园区投资开发有限公司	100	投资开发
嘉兴市华清物业服务有限责任公司	51	房屋出租
嘉兴集成电路设计创业中心有限公司	71.43	物业管理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。