

2020 年嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司

社会领域产业专项债券（第一期）

信用评级报告



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.

概述

编号：【新世纪债评(2020)011077】

评级对象： 2020 年嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司社会领域产业专项债券（第一期）

主体信用等级： AA

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA

评级时间： 2020 年 7 月 9 日

计划发行： 8.00 亿元

本期发行： 4.00 亿元

发行目的： 项目建设和补充营运资金

7 年，附第五年末发行人调整

存续期限： 票面利率选择权及投资人回售选择权

偿还方式： 每年付息一次，到期一次还本

增级安排： 无

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	6.17	2.57	8.82	8.52
刚性债务	48.04	44.10	42.26	46.17
所有者权益	19.05	19.01	43.65	43.65
经营性现金净流入量	-0.04	3.65	36.64	-4.61
合并数据及指标：				
总资产	169.17	190.30	214.73	221.32
总负债	82.09	101.65	112.34	119.08
刚性债务	67.14	69.20	79.69	82.42
所有者权益	87.08	88.66	102.39	102.25
营业收入	6.37	6.20	6.07	0.14
净利润	2.13	1.58	12.13	-0.14
经营性现金净流入量	0.10	-3.01	-10.39	-2.62
EBITDA	2.28	1.87	15.83	—
资产负债率[%]	48.53	53.41	52.32	53.80
长短期债务比[%]	151.84	78.57	86.29	86.30
营业利润率[%]	34.09	28.65	258.97	-100.30
短期刚性债务现金覆盖率[%]	80.08	23.56	40.28	38.87
营业收入现金率[%]	84.49	134.16	90.94	169.07
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.25	-7.29	-1.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.40	0.40	2.53	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.21	—

注：发行人数据根据嘉湘集团经审计的 2017-2019 年财务数据以及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

吴梦琦 wmq@shxsj.com

滕冕 tm@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势：

- **较好的区域环境。**嘉兴市经济发展情况良好，随着浙江省全面接轨上海示范区的设立，嘉兴市有望获得较大的发展机遇，能够为嘉湘集团业务经营提供较好的区域环境。
- **突出的业务地位。**嘉湘集团系湘家荡区域开发建设的重要主体，主业在区域内地位突出。

主要风险：

- **市场波动风险。**嘉湘集团营业收入和利润主要来自区域开发、工程代建等业务，其经营业绩易受区域土地、房地产市场行情变化的影响。
- **刚性债务与资本性支出压力。**随着湘家荡区域开发的持续投入，嘉湘集团已积聚了较大规模的刚性债务；目前公司负债期限结构以流动负债为主，即期债务偿付压力较大。同时，在建及拟建项目后续投资规模仍较大，公司面临较大的资本性支出压力。
- **资产流动性一般。**嘉湘集团资产以土地开发、安置房和基础设施等建设成本为主，整体资产流动性一般。
- **担保代偿风险。**嘉湘集团对外担保规模较大，2020 年 3 月末为 28.09 亿元，面临一定的代偿风险。

➤ 未来展望

通过对嘉湘集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司

社会领域产业专项债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司（以下简称“嘉湘集团”、“该公司”或“公司”）成立于 2009 年 12 月，系依据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”）《关于组建嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司的通知》（嘉国资资产[2009]147 号），由嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“嘉兴名城集团”）出资组建的国有独资公司，初始注册资本为 0.10 亿元。2018 年 12 月，股东嘉兴名城集团更名为浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“嘉兴国投”），公司实际控制人仍是嘉兴市国资委。经 2009 年和 2010 年两次资本公积转增注册资本，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 15.00 亿元。

该公司承担湘家荡区域¹内的征迁安置、土地开发整理、基础设施建设、旅游及现代农业等相关产业的投融资和国有资产运营职能。具体经营范围包括：实业投资；基础设施建设；旅游资源开发；资产经营管理；物业服务。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经国家发展和改革委员会批准，该公司拟公开发行不超过 8.00 亿元的企业债券，本期计划发行 4.00 亿元，债券期限 7 年，在债券存续期的第 5 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资人回售选择权。本期债券所募集资金将用于项目建设及补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	2020 年嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司社会领域产业专项债券（第一期）
总发行规模：	8.00 亿元
本期发行规模：	4.00 亿元
本期债券期限：	7 年，在债券存续期的第 5 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资人回售选择权

¹ 湘家荡区域由湘家荡旅游度假区、七星镇、城市东片楔形绿地及东栅街道半墩村、雀墓桥村（部分）组成，总面积约 45.25 平方公里。

债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值平价发行
偿还方式:	每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排:	无

资料来源: 嘉湘集团

(2) 募集资金用途

A. 项目建设

该公司拟将本期债券募集资金中的 3.00 亿元用于嘉兴市南湖湘家荡红色文化旅游项目 (以下简称“该项目”、“红色旅游项目”或“募投项目”)。该项目位于湘家荡区域内, 主要建设内容包括湘家荡东片楔型绿地、凤凰洲公园提升改造、七星火车站遗址修缮、两湖联动文化礼堂和绿道建设等, 项目建成后, 将形成“七星火车站遗址—游船—南湖渡口”游船游览线路和“七星火车站遗址——绿道—南湖渡口”徒步游览线路。红色旅游项目预计总投资 8.57 亿元, 其中 6.00 亿元资金拟通过发行债券筹集, 其余资金由公司自筹。该项目已于 2018 年 7 月开工, 截至 2020 年 5 月末已投入设计费用、绿道及公园工程建设费用等共计 1.53 亿元。

根据红色旅游项目可行性研究报告, 该项目收入主要来源于门票、公园游乐项目、场地租赁、停车场、广告、特色商品及其他收入, 项目测算周期 20 年, 预计累计项目收入 24.93 亿元, 项目回收期 11.13 年, 其中运营期第 1-5 年预计累计可实现项目收入 5.02 亿元。

图表 2. 本期债券募投项目概况

项目名称	批准机关 (文号)	总投资 (亿元)	拟使用本期债券募集资金 (亿元)
南湖湘家荡红色文化旅游项目	南审批[2018]20 号、南环函[2018]20 号、南湖初审七星 2018-10 号、选字第 330402201800065 号等	8.57	3.00

资料来源: 嘉湘集团

B. 补充营运资金

近年来, 随着该公司业务的持续开展, 公司对流动资金的需求相应增长, 公司拟将本期债券募集资金中的 1.00 亿元用于补充营运资金, 以满足业务发展需要。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来, 在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下, 境外金

融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推

进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投

入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通

过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

A. 嘉兴市

嘉兴市经济总量处于浙江省下辖各市中游水平，近年来全市经济整体保持平稳增长态势，产业结构不断优化，战略性新兴产业、高新技术产业和装备

制造业等实现较快发展；随着浙江省全面接轨上海示范区的设立，嘉兴市经济有望获得较大的发展机遇。

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，地处上海、环太湖、杭州湾三大经济圈的交汇点，东邻上海、西南连杭州、北接苏州，与三大城市形成了一小时经济圈，区位优势明显。全市陆地面积 3915 平方公里，海域面积 4650 平方公里；下辖南湖、秀洲两个区，平湖、海宁、桐乡三个市（县级市）和嘉善、海盐两个县；2019 年末全市常住人口 480 万人，比上年末增加 7.4 万人。

近年来，嘉兴市经济总体保持稳健发展，2017-2019 年全市分别实现地区生产总值 4355.24 亿元、4871.98 亿元和 5370.32 亿元，增速分别为 7.8%、7.6% 和 7.0%。嘉兴市经济总量在浙江省下辖 11 个地级市中处于中游水平。2019 年，嘉兴市第一产业增加值 120.89 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 2892.55 亿元，同比增长 5.9%；第三产业增加值 2356.88 亿元，同比增长 8.5%。从三次产业发展情况看，2019 年嘉兴市三次产业结构由 2018 年的 2.3: 53.9: 43.8 调整为 2.2:53.9:43.9。2020 年第一季度，全市实现地区生产总值 1150.06 亿元，同比下降 3.9%。

2017 年 3 月，经浙江省人民政府办公厅批示，嘉兴市设立浙江省全面接轨上海示范区，着力于建设浙江省与上海创新政策率先按接轨地、高端产业协同发展地、科教资源重点辐射地、一体化交通体系枢纽地、公共服务融合共享地。嘉兴市经济有望获得较大的发展机遇。

图表 3. 2017 年以来嘉兴市主要经济指标及增速情况（单位：亿元，%）

指 标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	4355.24	7.8	4871.98	7.6	5370.32	7.0	1150.06	-3.9
其中：第一产业增加值	134.67	1.2	115.03	0.1	120.89	2.1	20.46	-0.3
第二产业增加值	2309.30	8.6	2624.49	8.4	2892.55	5.9	559.64	-10.0
第三产业增加值	1911.27	7.3	2132.46	7.1	2356.88	8.5	569.96	2.6
规模以上工业增加值	1727.29	9.5	1968.14	8.9	2080.92	6.9	--	--
固定资产投资	3009.64	11.2	--	7.7	--	11.3	--	--
社会消费品零售总额	1806.62	10.3	1938.59	8.9	2102.54	8.5	--	--
进出口总值	2469.71	19.4	2821.20	14.2	2832.15	0.4	--	--

资料来源：嘉兴市国民经济和社会发展统计公报以及嘉兴市统计局公开数据

近年来嘉兴市工业经济持续增长，2019 年全市完成规模以上工业增加值 2080.92 亿元，同比增长 6.9%；其中，重工业增加值 1177.49 亿元，同比增长 10.4%；轻工业增加值 903.43 亿元，同比增长 2.7%。目前，嘉兴市已形成以纺织服装、皮革制造及化工纤维等产业为主的传统工业，同时，嘉兴市致力于发展战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业，工业发展新动能不断增强。2019 年，全市规模以上工业高新技术产业、战略性新兴产业和装备制造业增加值分别为 1206.04 亿元、863.02 亿元及 671.59 亿元，增速分别为 9.8%、8.7% 和 13.7%。

房地产市场方面，近年来嘉兴市房地产投资保持增长，但受政策调控和宏观经济下行等因素影响，房地产投资增速大幅下滑。2017-2019 年房地产开发投资规模增速分别为 51.3%、31.6%和 2.90%。近年受周边一线城市房价溢出效应的影响，嘉兴市房地产销售行情升温，2017 年受当地房地产政策调控影响，全市房地产市场逐渐回归理性，从 2017 年下半年开始商品房销售面积降势明显，全年全市商品房销售面积出现负增长，但由于房价上涨影响，2017-2018 年嘉兴市商品房销售额增幅均超过 30%。2019 年房地产投资增速放缓，销售面积也有所下滑，2019 年商品房销售面积同比下降 7.7%至 1069.69 万平方米。截至 2019 年末，嘉兴市商品房待售面积 229.12 万平方米，同比下降 22.9%；其中住宅待售面积 59.67 万平方米，同比下降 39.2%。

图表 4. 2017-2019 年嘉兴市房地产市场情况（单位：亿元，万平方米，%）

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数额	增幅	数额	增幅	数额	增幅
房地产开发投资	723.81	51.3	952.47	31.6	--	2.90
房屋施工面积	4337.24	-1.5	4705.99	8.5	5364.57	14.0
其中：新开工面积	1406.04	67.2	--	--	--	--
房屋竣工面积	712.58	-33.9	413.97	-41.9	636.80	51.4
商品房销售面积	1058.77	-7.5	1158.54	9.4	1069.19	-7.7
商品房销售额	1139.10	30.5	1491.47	30.9	--	--

资料来源：Wind 以及嘉兴市统计局公开资料

B. 南湖区

南湖区作为嘉兴市主城区，交通便利，区位条件较好；依托于特色产业园区和产业集群的发展，近年来全区经济实现稳步增长。

南湖区作为嘉兴市的主城区，是嘉兴市的政治、经济、文化中心，下辖 9 个街道和 4 个镇，总面积 438.99 平方公里，2019 年末全区常住人口 68.29 万人，城镇化率 90.8%。南湖区区位条件较好，交通便利，区内“三横三纵”²的高速公路网络交错贯通，京杭大运河贯穿全区，内河航运较为发达。

近年来南湖区经济持续平稳增长，2017-2019 年全区分别实现地区生产总值 512.89 亿元、566.12 亿元和 620.82，同比分别增长 8.1%、8.0%和 8.0%。其中，2019 年南湖区第一产业增加值为 12.81 亿元，同比增长 2.2%；第二产业增加值为 279.14 亿元，同比增长 8.5%；第三产业增加值为 328.88 亿元，同比增长 7.8%；全年全区三次产业结构为 2.06:44.96:52.97，近年来南湖区第二产业占比有所上升，但目前第三产业仍处于主导地位。

图表 5. 2017-2019 年南湖区主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	512.89	8.1	566.12	8.0	620.82	8.0

² “三纵”指南通-嘉兴及杭州湾跨海大桥北接线、苏州-嘉兴-乍浦及嘉兴-绍兴、苏州-嘉兴-萧山三条高速公路；“三横”指杭浦、沪杭、申嘉湖三条高速公路。

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
其中：第一产业增加值	13.52	0.8	11.93	-2.6	12.81	2.2
第二产业增加值	213.47	13.0	249.61	12.0	279.14	8.5
第三产业增加值	285.91	5.0	304.58	5.4	328.88	7.8
三次产业结构	2.6:41.7:55.7		2.1:44.1:53.8		2.06:44.96:52.97	
规模以上工业增加值	158.18	14.3	178.25	15.3	198.77	11.2
固定资产投资	338.37	13.4	--	0.8	231.72	11.9
社会消费品零售总额	287.14	10.5	308.79	8.7	330.62	8.5

资料来源：2017-2019 年南湖区国民经济和社会发展统计公报

南湖区实施“5+4+3”³的工业强区发展战略，致力于打造“千亿工业、百亿产业、十亿企业”的发展目标，不断增强全区的工业核心竞争力和可持续发展能力。目前全区已形成余新园林工具产业园、凤桥消防安保产业园、七星防爆电器产业园等三大特色产业园区，电子信息、特钢制品、机电装备、新材化工、汽配制造等五大产业集群。2019 年南湖区工业经济快速增长，全年全区实现规模以上工业总产值 1172.32 亿元，实现规模以上工业增加值 198.77 亿元，同比增速分别为 8.2%和 11.2%。全年全区工业经济结构不断优化，高新技术产业、战略性新兴产业分别实现工业增加值 132.15 亿元和 105.32 亿元，同比分别增长 16.7%和 21.9%；装备制造业、数字经济核心产业制造业分别实现工业增加值 93.92 亿元和 53.93 亿元，同比分别增长 18.3%和 26.0%。

2017-2019 年，南湖区固定资产投资增速分别为 13.4%、0.8%和 11.9%；2018 年，全区固定资产投资增速显著下滑，仅 0.8%，2019 年增速有所回升。从固定资产投向看，2019 年全区第二产业和第三产业固定资产投资同比分别增长 25.8%和 9.0%。分结构看，民间投资（不含房地产）53.16 亿元，增长 40.2%；高新技术产业投资 43.50 亿元，增长 78.4%。房地产市场方面，2019 年南湖区房地产开发投资增速转为负，但是全区房地产市场景气度较高，商品房销售均价持续提升，2017-2019 年同比增速分别为 99.0%、12.6%和-8.1%。同期，全部分别实现商品房销售面积 100.87 万平方米、114.75 万平方米和 124.72 万平方米，同比增速分别为-15.2%、13.8%和 8.7%；实现商品房销售额 108.63 亿元、151.36 亿元和 176.60 亿元，同比分别增长 18.3%、39.3%和 16.7%。

³ 即五大百亿集群产业、四大传统优势特色产业、三大战略性新兴产业。

图表 6. 2017-2019 年南湖区房屋建设销售情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)
房地产开发投资 (亿元)	93.21	99.0	—	12.6	96.43	-8.1
房屋施工面积 (万平方米)	—	—	471.10	-14.4	—	—
房屋竣工面积 (万平方米)	—	—	11.23	-94.3	—	—
商品房销售面积 (万平方米)	100.87	-15.2	114.75	13.8	124.72	8.7
商品房销售额 (亿元)	108.63	18.3	151.36	39.3	176.60	16.7

资料来源：2017-2019 年南湖区国民经济和社会发展统计公报，南湖区统计局

土地市场方面，主要得益于较大规模的工业和住宅用地出让，近三年南湖区土地成交面积总体维持高位，2017-2019 年全区土地成交面积分别为 250.72 万平方米、229.41 万平方米和 208.11 万平方米。同期，随着房地产市场的升温，全区住宅用地成交均价持续大幅上涨，2017-2019 年分别为 12230.60 元/平方米、14762.02 元/平方米和 15255.94 元/平方米。同期，南湖区分别实现土地出让金 105.79 亿元、115.70 亿元和 167.15 亿元，2017 年以来主要由于住宅用地成交均价持续上涨，土地出让金也持续增长。2020 年第一季度，由于当期未成交住宅用地，全区实现土地成交面积 27.25 万平方米，成交均价为 577.66 元/平方米。

图表 7. 2017 年以来南湖区土地市场交易情况

指 标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
建设用地面积 (万平方米)	250.72	229.41	208.76	27.25
其中：住宅用地	75.93	70.13	102.77	--
工业用地	164.88	141.86	95.19	24.63
商办用地	9.91	14.14	8.39	0.86
其他用地	—	3.29	2.41	1.76
土地出让金 (亿元)	105.79	115.70	167.15	1.57
其中：住宅用地	92.87	103.52	156.79	--
工业用地	9.60	7.46	4.53	1.07
商办用地	3.32	4.25	5.59	0.37
其他用地	—	0.46	0.23	0.13
成交土地均价 (元/平方米)	4219.59	5043.15	8006.78	577.66
其中：住宅用地	12230.60	14762.02	15255.94	--
工业用地	582.39	525.96	476.2	435.8
商办用地	3350.57	3007.18	6669.3	4275.01
其他用地	—	1393.71	972.34	746.00

资料来源：中指指数

2. 业务运营

该公司以湘家荡区域的开发建设为核心业务，近年来土地开发收入、工程收入和房屋销售收入是公司主要的营业收入来源，但其易受土地、房地产市场行情和工程进度等因素影响而产生波动；未来公司在基础设施建设和代建项目方面仍有较大规模的投资计划，或将面临较大的资本性支出压力。

该公司以湘家荡区域的开发建设为核心业务，同时还涉及混凝土销售、旅游及租赁等业务。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 6.37 亿元、6.20 亿元和 6.07 亿元，目前土地开发、工程代建和房屋销售等业务是公司主要的营业收入来源。近年来主要受土地开发收入下降的影响，公司营业收入有所下降。

图表 8. 2017-2019 年公司营业收入及营业毛利构成情况（单位：万元，%）

类 型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	63699.29	100.00	61962.21	100.00	60747.91	100.00
土地开发	24853.00	39.02	14089.34	22.74	—	—
工程收入 ⁴	22091.17	34.68	21601.58	34.86	29455.54	48.49
房屋销售	7400.68	11.62	16723.15	26.99	21561.64	35.49
混凝土业务	7204.14	11.31	7270.86	11.73	6923.35	11.40
其他	2150.30	3.38	2277.29	3.68	2807.38	4.62
营业毛利	11688.38	100.00	11273.85	100.00	9620.07	100.00
土地开发	8997.63	76.98	638.90	5.67	—	—
工程收入	1176.95	10.07	1163.04	10.32	-1865.10	-19.39
房屋销售	-92.09	-0.79	7243.87	64.25	9341.11	97.10
混凝土业务	777.05	6.65	950.94	8.43	614.95	6.39
其他	828.83	7.09	1277.11	11.33	1529.11	15.89
综合毛利率	18.35		18.19		15.84	
土地开发	36.20		4.53		--	
工程收入	5.33		5.38		-6.33	
房屋销售	-1.24		43.32		43.32	
混凝土业务	10.79		13.08		8.88	
其他	38.54		56.08		54.47	

资料来源：根据嘉湘集团提供的数据整理、编制

（1）湘家荡区域开发

该公司作为湘家荡区域的开发与投融资主体，主要承担区域范围内的征迁安置、土地开发整理以及基础设施建设等职能。

A. 安置房建设业务

该公司安置房建设业务主要依托下属子公司嘉兴湘家荡投资有限公司（以下简称“湘投公司”）、嘉兴七新投资发展有限公司（以下简称“七新公司”）和浙江省嘉兴湘家荡开发建设有限公司（以下简称“开发公司”）进行。建设期，公司通过自有资金、银行借款等方式筹集资金，后续依靠安置房销售收入等来平衡安置房建设期的资金投入。

湘家荡区域“两分两换”⁵和征地拆迁工作共涉及农户 9800 户，其中“两

⁴ 工程收入包含公司代建业务收入和工程结算收入，2019 年上述收入分别为 2.95 亿元和 0.00 亿元。公司工程结算业务主要以区域保洁及养护工程为主，由于相关工程尚未验收结算，2019 年仅确认成本 0.33 亿元，未产生收入。

⁵ 是指宅基地与承包地分开，搬迁与土地流转分开，以土地承包经营权换股、换租、增保障，推进集约经营，转换生产方式；以宅基地换钱、换房、换地方，推进集中居住，转换生活方式。

分两换”涉及 5 个村、3897 户农户，征地拆迁涉及 8 个村、5297 户农户。上述农户将分别安置在大树绿苑小区、嘉城·绿都、江南新家园、三家浜社区、湘都公寓、湘南公寓等六大安置房小区，安置房小区规划建设总面积约 320 万平方米⁶。截至 2019 年末，该公司已累计完成安置房建设 329.00 万平方米，累计完成投资达 68.05 亿元，已安置湘家荡区域“两分两换”和拆迁农户共计 9723 户。2019 年末，公司在建安置房项目概算总投资共计 31.66 亿元，已完成投资 35.14 亿元⁷。自 2017 年起，公司安置房项目将陆续完成竣工结算，2017 年大树绿苑四期项目确认安置房销售收入 5035.46 万元，结转相关成本 6106.15 万元；2018 年以来，公司未确认安置房销售收入。

此外，根据《嘉兴市土地管理委员会会议纪要》（2014）3 号文件，嘉城·绿都小区⁸剩余 199 套住宅和 229 套商业用房可转为商品房销售；根据嘉兴市土地管理委员会办公室 2018 年出具的《关于湘都公寓、湘南公寓剩余拆迁安置房处理的审核意见》，该公司已获批将湘都公寓（一~二期）965 套和湘南公寓 1224 套住宅转为商品房销售，2018 年实际有 816 套湘都公寓（一~二期）和 36 套湘南公寓转为商品房；2019 年，公司未有库存房产转换。公司于 2017-2019 年分别销售住宅 44 套、390 套和 193 套，销售面积分别为 0.54 万平方米、4.13 万平方米和 2.46 万平方米（均包含车库及车位面积），分别实现销售收入 0.24 亿元、1.67 亿元和 2.16 亿元，并将其纳入房屋销售收入中核算。

图表 9. 截至 2019 年末公司在建安置房项目情况（单位：套、亿元）

项目名称	计划建设工期 ⁹	安置房总数量 ¹⁰	已过户安置房数量	概算总投资	已完成投资额	未来计划投资额	
						2020 年	2021 年
三家浜社区（一~三期）	2009-2017	3870	3105	7.94	8.87	0.10	0.05
湘都公寓（一~二期）	2010-2017	2759	2093	7.69	8.32	0.20	0.05
湘南公寓	2010-2018	4962	3465	14.00	15.80	0.23	0.04
江南新家园五期	2012-2017	150	145	0.83	0.83	0.05	0.03
嘉城·绿都四期	2015-2018	270	270	1.20	1.32	0.10	0.02
合计	--	12011	9078	31.66	35.14	0.68	0.19

资料来源：根据嘉湘集团提供的资料整理、编制

B. 土地开发整理业务

该公司土地开发整理业务主要依托下属子公司湘投公司和七新公司进行。2014 年，公司与嘉兴市国土资源局南湖区分局、嘉兴市南湖区财政局、湘家荡区域开发建设管理委员会（以下简称“湘家荡开发建设管委会”）共同签署《土地一级开发整理协议》，由公司负责土地一级开发整理工作，自此公司将

⁶ 由于项目设计较早，实际建设过程中方案有调整，实际建设面积超过原计划。

⁷ 由于公司安置房项目立项时间较早，实际建设过程中建筑成本上升，因此部分项目已完成投资额超过概算总投资额。

⁸ 该项目立项名称为嘉城·绿都小区，实际包括嘉城·绿都小区一~三期，嘉城·绿都小区四期单独立项。

⁹ 部分项目已于 2017 年完工，但项目尚未决算，仍有部分支出。

¹⁰ 湘都公寓（一~二期）和湘南公寓已扣除 2018 年由安置房转为商品房并出售的套数。

相关土地收储款项确认为土地开发整理收入。具体的运作模式为：公司通过自筹资金进行土地开发整理，整理完成的土地按照嘉兴市土地出让相关规划，移交至嘉兴市土地储备中心（以下简称“嘉兴市土储中心”）进行土地收储，公司以嘉兴市土储中心拨付的土地收储款确认收入。

2014 年以来，该公司已移交至嘉兴市土储中心完成土地收储共计 1378.73 亩，确认土地开发收入共计 14.38 亿元；2019 年由于湘家荡区域战略大调整，土地资源由市政府安排新一轮的规划，当年未实现土地开发整理收入。根据公司测算，截至 2019 年末公司拥有已开发整理完成、可供出让土地 1856.46 亩，2020 年计划出让 1000 亩。考虑到土地出让进度及价格易受政府土地出让计划、外部供求及政策等因素影响，未来公司土地开发收入的实现尚存在一定的不确定性。

图表 10. 2014 年以来公司移交土地情况

土地收储时间	地块位置	面积(亩)	土地收储款(万元)	收储单价(万元/亩)
2014 年	东至空地、西至兴星路、南至清水港、北至栅口路	39.53	3079.39	77.90
	东至七星文化服务中心、西至兴民路、南至七星大道、北至北王港	59.91	4677.77	78.08
	东至兴民路、西至潭港、南北至规划河道	66.15	5161.02	78.02
	东至潭港、西至兴星路、南至空地、北至富兴路	73.95	5616.50	75.95
	东至兴民路、西至潭港、南至北王港、北至潭湘路	90.94	7086.95	77.93
2015 年	东至兴星路、南至潭湘路、西至环湖路、北至 320 国道	87.50	7000.00	80.00
	东至兴星路、南至北王港路绿化带、西至环湖路、北至潭湘路	90.36	7073.38	78.28
	东南至规划河道、西至亚太路、北至规划道路	149.57	10470.46	69.87
	东至亚太路绿化带，南至新开河，西至规划道路，北至规划道路	173.80	14000.00	80.55
	东至亚太路绿化带，南至规划道路，西至规划河道，北至规划河道	30.35	2400.00	79.08
2016 年	东至湘家荡西侧绿地公园，南至规划道路，西至亚太路，北至灵湖北路	139.89	38313.42	273.88
2017 年	东至长浜路，南至嘉善塘支路，西至亚太路，北至角里街延伸地块	94.60	15681.00	165.76
	东至康宁路，南至杏花路，西至罗庵港，北至角里街延伸地块	108.40	9172.00	84.61
2018 年	环湖路以东，320 国道以南，亚太路以西，空地以北	173.78	14089.34	81.08
合计	—	1378.73	143821.23	—

资料来源：嘉湘集团

C. 基础设施建设业务

该公司根据湘家荡区域规划，依托下属子公司湘投公司、七新公司和嘉兴湘城市政园林工程建设有限公司进行湘家荡区域内的基础设施建设。建设期，公司通过自有资金、银行借款等方式筹集资金，最终主要依靠安置房及配套商业设施销售收入、旅游收入、酒店运营收入和租赁收入等来平衡基础设施建设的前期资金投入。2017-2019 年，公司主要完成湘城大厦、花鸟港 PC 温室蔬菜大棚工程、湘都公寓农贸市场、半墩村和雀墓桥村高标准农田建设工程、潭

湘路（万丰桥-杭州湾大桥连接匝道）等基础设施建设项目建设。截至 2019 年末，公司主要的在建基础设施项目有湘家荡区域棚户区改造项目、七星老镇兴星路以东、西、北区域拆迁和湘家荡高效农业示范园等，概算总投资共计 58.45 亿元。截至 2019 年末公司已累计完成投资 38.26 亿元，2020-2022 年公司预计尚需分别投入 12.55 亿元、7.66 亿元及 2.02 亿元。此外，公司主要拟建项目有商业大厦项目（暂名）和小微产业园项目等，项目概算总投资 28.00 亿元。目前上述项目仍在前期规划阶段。

图表 11. 截至 2019 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）¹¹

项目名称	主要建设内容	建设工期	概算总投资	已完成投资额	未来计划投资额		
					2020 年	2021 年	2022 年
湘家荡区域棚户区改造项目	棚户区改造	2015-2019	19.59	16.48	1.50	1.50	0.38
七星老镇兴星路以东区域拆迁	拆迁	2016-2019	5.52	2.87	1.20	1.00	0.45
七星老镇兴星路以北区域拆迁	拆迁	2016-2019	4.20	3.77	0.08	0.06	0.02
七星老镇兴星路以西区域拆迁	拆迁	2016-2019	4.92	4.79	0.62	0.25	0.02
湿地工程	绿化实地工程	2016-2019	0.98	0.85	0.10	0.03	—
湘家荡旅游度假区集散中心	集散中心	2016-2021	1.75	1.28	0.30	0.20	0.20
嘉兴市南湖湘家荡红色文化旅游项目 ¹²	景区建设	2018-2020	8.57	1.25	4.50	3.20	0.67
湘家荡水生态综合治理改造项目	水生态整治	2018-2021	5.19	5.12	0.05	0.02	--
湘家荡高效农业示范园	高标准农田	2019-2022	7.73	1.85	4.20	1.40	0.28
合计	—	—	58.45	38.26	12.55	7.66	2.02

资料来源：嘉湘集团

（2）工程代建业务

近年来，该公司受湘家荡开发建设管委会的委托，依托下属子公司湘投公司、七新公司及开发公司开展湘家荡区域内市政道路、桥梁、公园、园林景观及绿化等工程项目的代建业务。公司与湘家荡开发建设管委会、嘉兴市南湖区财政局共同签订《投资建设与转让收购协议》，由公司按照湘家荡开发建设管委会的项目建设要求，筹集项目建设资金、组织项目施工建设，待工程完工、交由湘家荡开发建设管委会验收合格后，由嘉兴市南湖区财政局向公司拨付协议约定的工程款总额，以平衡公司前期垫付的工程建设资金。

近年来，该公司主要建设了湘城大厦工程建设项目、角里街延伸段工程、七沈公路七星段、湘家荡区域内老 07 省道、湘家荡区域内亚太路（老 07 省道-320 国道）改造工程等代建工程，主要已完工代建项目累计投资 6.93 亿元，确认工程收入共计 7.27 亿元，已全部回笼。2017-2019 年公司分别确认工程收入 2.21 亿元、2.16 亿元和 2.95 亿元。

¹¹ 部份项目财务投资进度滞后于实际建设进度；此外，主要受拆迁进度和成本变动影响，部份项目实际投资将超出预算。

¹² 该项目建设工期可能延期。

图表 12. 2017-2019 年公司主要完工代建工程情况（单位：万元）

工程名称	完工时间	项目投资	确认工程款总额
湘城大厦工程建设项目	2017 年	6205.61	6515.89
角里街延伸段东段（外环路-绕城公路）工程、振兴南路工程、2012 年农村公路修建工程、星光路工程	2017 年	5107.03	5362.38
花鸟港温室大棚工程、国际花卉园艺中心工程及湘家荡区域嘉善塘北侧沿岸绿化工程	2017 年	4299.51	4514.48
角里街延伸段西段（双溪路-外环路）、新家园沿河绿地建设、嘉城绿都公园、双溪路（角里街-铁路立交）及湘家荡防洪一期工程	2017 年	5272.70	5536.34
小计	—	20884.85	21929.09
角里街延伸段（老 07 省道绕城公路）拓宽改造工程	2018 年	8988.56	9424.51
七沈公路七星段	2018 年	8799.18	9222.09
高丰小区道路	2018 年	2576.59	2705.41
小计	—	20364.33	21352.01
湘家荡区域内老 07 省道（角里街延伸段-德行浜）改造工程	2019 年	5747.3	6026.04
湘家荡区域内亚太路（320 国道-沪杭铁路）改造工程	2019 年	918.64	963.19
湘家荡区域内亚太路（老 07 省道-320 国道）改造工程	2019 年	14462.3	15163.72
湘家荡区域内东进路（星桥路-七洪公路）道路工程	2019 年	6964.79	7302.58
小计	—	28093.03	29455.53
合计	—	69342.21	72736.63

资料来源：根据嘉湘集团提供的资料整理编制

截至 2019 年末，该公司主要在在建代建工程共计 28 个，主要包括亚太路、七大公路、角里街延伸段（外环河-绕城公路）、湿地公园（西侧）、湘家荡旅游接待中心室外附属及景观工程、湘湖八景和东郊林区提升改造工程（一期）等，概算总投资共计 20.56 亿元，已完成投资 15.42 亿元，2020-2021 年及 2022 年及以后公司分别计划投资 1.44 亿元、2.12 亿元和 1.61 亿元。目前公司拟建代建项目主要为 G320 国道七星段拓宽工程、双溪路建设工程等，计划总投资合计 17.25 亿元。总体看，公司代建项目后续投资规模仍较大，未来仍面临较大的资本性支出压力。

图表 13. 截至 2019 年末公司主要在在建代建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	概算总投资	已投资	未来计划投资额	
				2020 年	2021 年
亚太路(老 07 省道-320 国道)	2010.5-2017.12	1.59	1.57	0.01	0.00
湘家荡旅游接待中心室外附属及景观工程	2012.1-2019.12	0.64	0.64	0.17	0.30
湘湖八景	2017.6-2020.12	1.12	1.10	0.02	--
亚太路（老 07 省道-铁路立交）拼宽完善工程	2018.6-2019.12	2.30	2.24	0.06	--
东郊林区提升改造工程（一期）	2018.9-2020.9	1.20	0.37	0.19	0.35
合计	—	6.85	5.92	0.45	0.65

资料来源：根据嘉湘集团提供的资料整理编制

图表 14. 截至 2019 年末公司主要拟建代建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划开工时间	概算总投资	未来计划投资额	
				2020 年	2021 年
双溪路（湘湖大道-停保场）建设工程	市政工程	2020 年	0.85	0.15	0.50

项目名称	建设内容	计划开工时间	概算总投资	未来计划投资额	
				2020 年	2021 年
亚太路（清水庵港—320 国道）大修完善工程	市政工程	2020 年	0.50	0.20	0.30
G320 国道七星段拓宽工程	市政工程	2020 年	8.50	0.50	4.00
嘉善罗星至南湖七星公路（南湖段）工程	市政工程	2020 年	2.60	0.40	1.20
庆丰路（南溪东路~ 角里街）隧道新建工程	市政工程	2020 年	4.80	1.00	2.00
合计	—	—	17.25	2.25	8.00

资料来源：根据嘉湘集团提供的资料整理编制

（3）混凝土销售业务

该公司下属子公司嘉兴市中建混凝土有限公司（以下简称“中建混凝土公司”）负责经营混凝土生产、销售业务，该项业务由混凝土生产、销售和混凝土运输构成。2017-2019 年，公司混凝土年产量分别为 21.18 万立方米、16.30 万立方米和 14.41 万立方米；产能利用率分别为 52.96%、40.75%和 36.03%。2017 年，受益于当地房地产市场行情上涨以及公司积极拓展业务，当期混凝土产销量有明显提升；2018 年，公司为减少资金占用¹³，仅对主要客户进行销售，产销量较上年有所下降，但收入较上年略增 0.93%。2019 年，公司混凝土年产量为 14.41 万立方米，同比减少 1.89 万立方米，主要因公司计划对原厂房进行搬迁扩建，对生产销售进行了一定的管控。同期，依据混凝土的产品特性，公司采用订单化生产方式，因此近年来公司产销率均为 100%。此外，为了保证产品质量，公司配有混凝土搅拌运输车队，提供专业的混凝土配送服务。2017-2019 年，公司分别实现混凝土销售收入 0.72 亿元、0.73 亿元和 0.69 亿元。

图表 15. 2017-2019 年公司混凝土产销情况

指 标	2017 年	2018 年	2019 年
产能（万立方米/年）	40.00	40.00	40.00
产量（万立方米）	21.18	16.30	14.41
产能利用率（%）	52.96	40.75	36.03
销售量（万立方米）	21.18	16.30	14.41
产销率（%）	100.00	100.00	100.00
销售均价（元/立方米）	336.00	447.97	482.86

资料来源：根据嘉湘集团提供的资料整理编制

（4）其他业务

目前该公司其他业务板块主要包括租赁业务和旅游业务等。其中，租赁业务主要由下属子公司嘉兴湘城物业服务有限公司、嘉兴湘城置业有限公司和嘉兴新农村公司负责，提供商铺、社区公建用房和高标准农田的租赁服务。截至截至 2019 年末，上述资产可供出租面积分别为 3.51 万平方米、3.61 万平方米和 2.50 万亩，2019 年出租率分别为 71%、91%和 55%；实现租赁收入合计 0.26 亿元。旅游业务主要由下属子公司嘉兴湘城旅游发展有限公司负责，经营公司在湘家荡区域内开发的“月亮湾”人工沙滩和周边游乐园设施等旅游资源。

¹³ 结算周期一般为 6-12 个月之间。

2017-2019 年，分别实现旅游收入 96.52 万元、78.83 万元和 72.19 万元。湘家荡旅游度假区已于 2016 年 1 月获得国家 4A 级景区资格。

图表 16. 2017-2019 年公司其他业务收入情况（单位：万元）

名称	2017 年	2018 年	2019 年
出租收入	1977.77	2152.78	2629.41
旅游门票收入	96.52	78.83	72.19
其他	76.01	45.68	105.78

资料来源：嘉湘集团

管理

该公司为国有独资企业，实际控制人为嘉兴市国资委。公司已建立起符合业务管理要求的法人治理结构，能够保障公司的规范运作。公司根据自身业务发展需要设置了相应的组织架构和管理制度，日常运作较规范，可为各项经营活动的顺利开展提供保障。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司自成立以来股权结构未发生变化，2018 年 12 月公司股东更名为嘉兴国投。截至 2020 年 3 月末，公司股东为嘉兴国投，实际控制人仍为嘉兴市国资委，公司产权状况清晰（详见附录一）。

根据《中共嘉兴市委、嘉兴市人民政府关于湘家荡区域管理体制调整的意见》（嘉委发[2013]38 号），市、区两级要统筹谋划湘家荡区域与南湖区的整体发展，于 2013 年在保留该公司市级平台地位的同时，将公司整体移交南湖区管理，湘家荡开发建设管委会具体负责管理。

(2) 公司治理

该公司按照《公司法》等有关法律法规的要求规范运作，建立健全了法人治理机制。公司不设股东会、设有董事会和监事会，《公司章程》中就董事会和监事会的职权、人员构成、选聘程序、议事规则等做出了明确的规定。公司董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 名。公司董事会中非职工代表成员由股东委派，董事长由董事会选举产生。公司监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名，其中股东代表监事与职工代表监事的比例为 2: 1，监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司高级管理人员由总经理、副总经理及其他高级管理人员构成，公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司与其他关联方企业存在资金往来，形成一定规模的应收应付款项。截至 2019 年末，公司应收关联方款项余额为 1.13 亿元，系应收嘉兴国投的往来款；应付关联方款项余额为 14.00 亿元，主要为应付嘉兴城市建设投资有限公司（以下简称“嘉兴城投”）5.87 亿元往来款和应付嘉兴市湘瑞建设有限责任公司（以下简称“湘瑞建设”）8.12 亿元往来款等。

图表 17. 2019 年末公司应收应付关联方款项情况（单位：万元）

科目	关联方	款项性质	账面余额
其他应收款	浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司	往来款	11300.00
其他应付款	嘉兴城市建设投资有限公司	往来款	58720.15
	嘉兴市嘉城建设发展有限公司	往来款	95.08
	嘉兴市湘瑞建设有限责任公司	往来款	81160.95

资料来源：嘉湘集团

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据业务与行政管理的需要设置了办公室、计划财务部、投资发展部、工程建设部、前期征迁部和物业管理部等 6 个职能部门，各部门职责分工明确，协作顺畅，能够较好地对人事、财务、项目投资开发及工程建设等诸多方面进行管控。公司组织结构图详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司制定了较为完善的内部控制制度和业务操作规范，对人事、财务、融资、对外担保和招投标等方面实行制度化管理。

在人事管理方面，该公司通过对招聘与录用、培训与教育、劳动纪律、薪酬、假期等诸多方面实行制度化管理，以提高员工整体素质、激发员工的工作积极性。

在财务管理方面，该公司基于“以信息管理为基础，以现金流管理为重点，打造优秀财务人员队伍，争创一类财务管理水平”的财务管理目标，明确了公司内部财务机构的设置及各岗位的具体职责，对公司的财务支出、货币资金管理、存货管理、应收账款管理、流动资产管理、成本与费用控制以及账务处理程序等诸多方面均制定了较为严格的管理规范。同时，公司通过规范岗位分工、业务办理流程及稽核方法等方式来保障会计信息质量和财产物资安全。

在融资管理方面，该公司为防范和化解债务风险，加强债务管理，每年需根据年度投资计划、工作计划及自身偿还能力，编制年度对外融资计划，在公司董事会批准后方可执行。公司对融资事项报批、债务台账及报表、债务偿还、利息支付、融资档案等具体融资操作环节制定了规范的业务流程标准，从而有

效提升了公司对融资管理的效果和效率。

在对外担保方面，该公司不得对除市属国有企业、全资或绝对控股子公司以外的企业提供担保。公司单笔对外担保金额低于 500 万元或占自身净资产 10%以内的，需填报对外担保审批表，并上报嘉兴市国资委备案；单笔对外担保金额占自身净资产 10%以上，或对同一企业提供的担保金额合计在 500 万元以上的、累计担保金额超过公司自身净资产 10%的，需上报嘉兴市国资委审批。公司累计担保总额不得超过公司自身净资产总额。同时，公司计划财务部需制作担保台账，并于每月上报至嘉兴市国资委。

在招投标管理方面，该公司就负责招投标部门的工作职责、招标程序、招标方式、招标规模等方面制定了详尽的规定，并对不规范行为制定了具体的惩罚制度，从而有效加强工程招投标管理的效果，节约工程投资，提升招投标工作效率。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司 2020 年 6 月 22 日出具的本部及子公司七新公司、新农村公司的《企业征信报告》和 2020 年 6 月 12 日出具的湘投公司的《企业征信报告》，公司本部及七新公司、湘投公司和新农村公司均无银行信贷违约、迟付利息情况。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院、证券期货市场失信记录查询等信用信息公开平台信息的 2020 年 6 月 23 日查询结果，公司本部及其子公司七新公司、嘉兴新农村公司不存在重大异常情况；湘投公司于 2018 年 4 月收到浙江省嘉兴市地方税务局稽查局开出的《税务行政处罚决定书》（嘉地税稽罚[2018]15 号），湘投公司应补（扣）缴房产税、城镇土地使用税、个人所得税及土地增值税税款共计 299.56 万元，应缴罚款共计 31.18 万元，经公司确认，目前湘投公司已补缴完毕。

3. 发展战略

根据湘家荡区域经济、政治、文化、社会、生态“五位一体”总布局，按照建设统筹城乡先行区、生态立市示范区、旅游度假重点区的目标要求，紧紧抓住东部新城开发建设重大机遇，配合湘家荡开发建设管委会推动区域“四大提升”：即以环湖景区为核心的平台能级提升、以路网绿化为重点的基础设施提升、以未来工厂项目为龙头的产业转型提升、以环境整治为抓手的社会管理提升，协助推进湘家荡区域的经济社会持续健康发展。

财务

随着湘家荡区域开发建设的持续投入，该公司积聚了较大规模的刚性债务，受益于到期债务偿付和经营积累，近年公司负债经营程度维持在适中水平；现阶段公司短期刚性债务规模较大，即期债务偿付压力较重。公司资产以土地

开发、安置房和基础设施等建设成本为主，资产流动性一般，中长期债务偿付能力易受区域土地、房地产市场行情影响。目前，主业经营和非经常性收益系公司利润总额的主要来源，总体看当前公司资产获利能力较弱。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）¹⁴对该公司 2017-2019 年度的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。公司执行企业会计准则（2006 版）及相关规定。

根据 2018 年度审计报告，通过追溯重塑法对该公司进行了前期会计差错更正，具体如下表，2018 年审计报告对应调整了 2018 年期初数。

图表 18. 2018 年审计报告披露的前期会计差错更正（单位：元）

会计差错更正的内容	处理程序	受影响的各个比较期间报表项目名称	累计影响数
根据企业会计准则——基本准则（2014 年修订）第九条，企业应当以权责发生制为基础进行会计确认、计量和报告。调整未按权责发生制确认的销售收入	追溯重述法	应收票据及应收账款	1502652.18
	追溯重述法	未分配利润	14543701.58
	追溯重述法	预收账款	-13902016.14
	追溯重述法	应交税费	860966.74
	追溯重述法	营业收入	4210302.44
	追溯重述法	所得税	860966.74
根据企业会计准则——基本准则（2014 年修订）第九条，企业应当以权责发生制为基础进行会计确认、计量和报告。调整未按权责发生制确认的营业成本	追溯重述法	其他应收款	1196813.06
	追溯重述法	未分配利润	1196813.06
	追溯重述法	营业成本	-598908.35

资料来源：根据 2018 年审计报告整理

根据 2019 年度审计报告，通过追溯重塑法对该公司进行了前期会计差错更正，具体如下表。

图表 19. 2019 年审计报告披露的前期会计差错更正（单位：万元）

处理程序	受影响的各个比较期间报表项目名称	累计影响数
追溯重述法	未分配利润	1574.05

资料来源：根据 2019 年审计报告整理

2017 年该公司无新增一级子公司；2018 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共 11 家¹⁵，较上年新增嘉兴湘家荡酒店有限公司（以下简称“酒店公司”）。2019 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共 10 家，较上年减少一家，系酒店公司于 2019 年 10 月有偿转让，收购方为绿地控股集团有限公司，收购对价 31.08 亿元，工商变更登记已于 2019 年完成，2019 年公司已收到现金回款 9.69 亿元，公司预计剩余款项将于 2020 年内回笼。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

¹⁴ 原名华普天健会计师事务所（特殊普通合伙），2019 年更为现名。

¹⁵ 嘉兴湘家荡酒店有限公司 2017 年末为公司二级子公司，2018 年其股东由一级子公司嘉兴湘家荡国际会议中心管理有限公司变更为该公司本部，由此，2018 年末公司纳入合并范围一级子公司较上年末增加 1 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

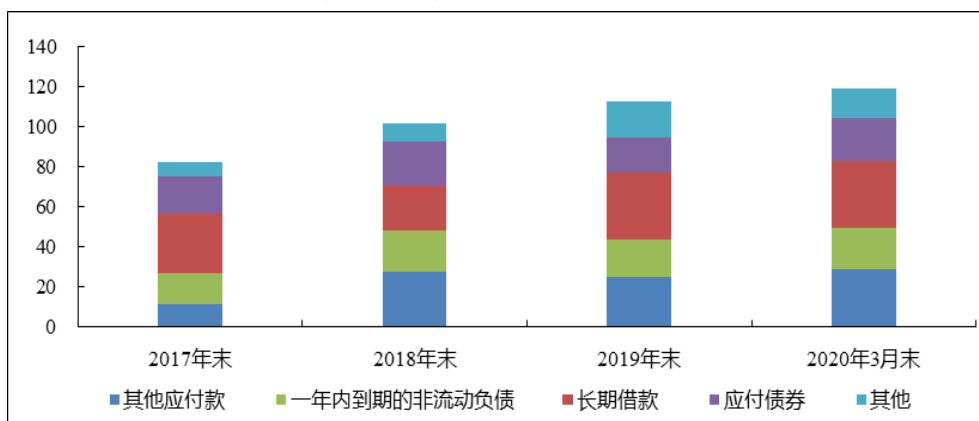
A. 债务结构

近年来，受应付往来款及金融机构借款规模增加影响，该公司负债规模持续上升，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 82.09 亿元、101.65 亿元、112.34 亿元和 119.08 亿元，资产负债率分别为 48.53%、53.41%、52.32%和 53.80%，公司负债经营程度适中。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 151.84%、78.57%、86.29%和 86.30%，2018 年主要受应付往来款及一年内到期的长期借款大幅增加影响，公司负债期限结构转为以流动负债为主。从具体构成看，公司负债主要由其他应付款、长期借款、应付债券和一年内到期的非流动负债构成，2019 年末上述四项占负债总额的比例分别为 21.93%、29.89%、15.88%和 16.67%。其中其他应付款余额为 24.64 亿元，较 2018 年末下降 9.28%，主要系应付往来款减少所致，其他应付款主要系应付嘉兴市湘瑞建设有限责任公司、嘉兴城投的往来款，同期末余额分别为 8.12 亿元和 5.87 亿元；长期借款余额为 33.58 亿元，较 2018 年末增长 49.57%，主要系新增保证借款；应付债券余额为 17.84 亿元，较 2018 年末下降 19.66%，主要系“16 嘉湘集团 01”和“16 嘉湘集团 02”偿还本金以及“17 嘉湘集团 MTN001”和“17 嘉湘集团 PPN001”部分转入一年内到期非流动负债所致；一年内到期的非流动负债余额 18.73 亿元，综合借款到期偿付和一年内到期债券转入等因素，较 2018 年末下降 10.55%。此外，2019 年末，公司短期借款较 2018 年末大幅增长 86.67%至 5.60 亿元；应交税费较上年末增加 3.21 亿元，主要系企业所得税、印花税大幅增加所致；其他流动负债余额 3.00 亿元，系当年发行的短期融资券“19 湘家荡 CP001”3.00 亿元。

2020 年 3 月末，该公司负债总额为 119.08 亿元，较 2019 年末增长 6.00%，其中短期借款余额较 2018 年末增长 17.86%至 6.60 亿元；其他应付款较 2019 年末增长 17.09%至 28.85 亿元，主要系应付往来款增加所致；一年内到期的非流动负债较 2019 年末增长 10.52%至 20.70 亿元；应付债券较 2019 年末增长 16.76%至 20.83 亿元，主要系当期发行的非公开定向债务融资工具（“20 湘家荡 PPN001”）3.00 亿元所致。除此之外，公司主要负债科目较 2019 年末无显著变化。

图表 20. 2017 年末以来公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据嘉湘集团提供的数据绘制

B. 刚性债务

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 67.14 亿元、69.20 亿元、79.69 亿元和 82.42 亿元，在总负债中占比分别为 81.79%、68.08%、70.94% 和 69.22%，受应付往来款规模波动而有所波动。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 129.70%、128.11%、128.49% 和 124.05%，股东权益对公司刚性债务的保障程度尚可。

银行借款是该公司主要的融资方式，2019 年末公司银行借款余额 48.53 亿元，占负债总额的比重为 43.20%。2019 年末，公司银行借款以长期借款（含一年内到期的长期借款）为主；借款方式主要包括保证借款、抵押借款、质押及保证借款，担保人为公司本部及其他嘉兴市国有企业，抵押物为房屋产权及土地使用权，质押物为定期存单；借入资金主要用于项目建设。从利率来看，公司中长期银行借款利率在 4.99%-7.10% 之间，其中利率在 6.00% 以下的借款占比 19.13%；短期银行借款利率为 4.25%-5.80%。从借款期限结构来看，在不考虑分次还本和提前偿付的情况下，2020-2022 年公司分别需偿还 14.95 亿元、10.80 和 27.12 亿元，2020 年和 2022 年面临集中偿付压力较大。

目前债券融资亦已成为该公司重要的融资方式。截至 2020 年 6 月末，该公司存续期内待偿债券本金余额 34.00 亿元。公司对已发行债券均能够正常还本付息。

图表 21. 2020 年 6 月末公司待偿债券情况（单位：亿元、年、%）

债项名称	发行金额	余额	期限	发行利率	发行时间	本息兑付情况
20 嘉湘 01	5.60	5.60	10	4.07	2020-04-10	正常
20 湘家荡 PPN001	3.00	3.00	5	4.50	2020-01-17	正常
19 湘家荡 MTN001	5.00	5.00	4	4.00	2019-01-30	正常
18 嘉湘绿色债	5.80	5.80	7	6.40	2018-04-18	正常
17 湘家荡 PPN001	5.00	5.00	3	6.18	2017-10-30	正常
16 嘉湘集团 02	6.00	4.80	7	3.87	2016-09-20	正常
16 嘉湘集团 01	6.00	4.80	7	4.13	2016-07-19	正常

资料来源：Wind

C. 或有负债

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额为 28.09 亿元，担保比率为 27.47%，公司对外担保规模较大，目前被担保企业主要为国有控股企业或国有控股企业子公司，且经营情况均正常。

图表 22. 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	担保金额	担保期限
嘉兴市平林新农村投资发展有限公司	1.00	2016.3.25-2026.3.25
	6.20	2020.3.10-2027.3.10
嘉兴湘德实业发展有限公司	6.35	2017.3.17-2027.3.16
	2.56	2016.3.29-2026.3.29
嘉兴市南湖区南新水利城建设有限公司	3.20	2016.5.20-2036.5.20
嘉兴市新诺投资有限公司	1.56	2015.9.10-2025.9.10
嘉兴市南湖城市建设投资集团有限公司	1.60	2016.11.11-2021.11.10
嘉兴市南湖新市镇开发建设集团有限公司	3.00	2019.6.18-2020.6.18
嘉兴市现代服务业发展集团有限公司	2.62	2020.3.18-2021.3.18
合 计	28.09	—

资料来源：根据嘉湘集团提供的数据绘制

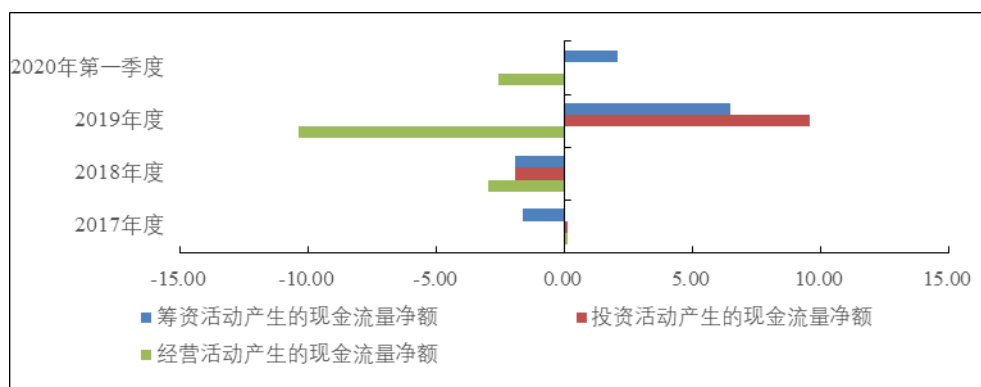
(2) 现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映主业现金收支以及往来款情况，2017-2019 年末及 2020 年第一季度，公司经营性现金流量净额分别为 0.10 亿元、-3.01 亿元、-10.39 亿元和-2.62 亿元，其中 2018 年以来主要受湘家荡区域开发的持续投入和往来款净流出等因素影响，经营性现金流缺口进一步扩大。同期，公司营业收入现金率分别为 84.49%、134.16%、90.94%和 169.07%，2017 年主要受安置房回款进度及混凝土销售业务信用周期等因素影响，当年营业收入现金流有所偏低；2018 年由于当年预收购房款 1.96 亿元，导致当年营业收入现金率较高。

2017-2019 年末及 2020 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.08 亿元、-1.96 亿元、9.55 亿元和-0.00 亿元¹⁶。2017 年，受理财产品的收支影响，公司收回投资收到的现金及投资支付的现金均呈现较大规模；2018 年公司购买华夏防爆电气有限公司厂房、收购嘉兴新星嘉纳安实业有限公司（以下简称“新星嘉纳安公司”）100%股权，使得当年投资活动产生的现金流量净额转负；2019 年得益于酒店公司股权转让款流入，呈大额净流入状态。公司主要通过银行借款、发行债券等方式来弥补经营与投资活动的资金缺口，2017-2018 年受到期偿付债务规模较大影响，筹资活动现金流为净流出状态，2019 年由于借款融资规模进一步扩大，筹资活动现金流转负为正。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -1.64 亿元、-1.96 亿元、6.47 亿元和 2.03 亿元。

¹⁶ 实际为-24.67 万元。

图表 23. 2017 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：根据嘉湘集团提供资料整理绘制

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成,2017-2019 年分别为 2.28 亿元、1.87 亿元和 15.83 亿元,2019 年,主要受当期投资净收益大幅增长的影响,EBITDA 同比增加 13.96 亿元,得益于此当期 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度大幅提高。同时,近三年公司经营性现金净流入无法对流动负债和负债总额形成有效保障。

图表 24. 2017-2019 年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.40	0.40	2.53
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.21
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	0.34	-6.72	-17.73
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	0.13	-4.41	-13.96
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	0.62	-11.10	-1.43
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	0.25	-7.29	-1.13

资料来源：根据嘉湘集团提供的资料整理编制

(3) 资产质量分析

近三年该公司资本实力的提升主要得益于经营积累,2017-2019 年末,公司所有者权益分别为 87.08 亿元、88.66 亿元和 102.39 亿元,2019 年末,公司实收资本与资本公积合计 71.64 亿元,占股东权益的比重合计为 69.97%,资本结构仍较为稳健。2020 年 3 月末,公司所有者权益为 102.25 亿元,较 2019 年末微降 0.14%。

2017-2019 年末,该公司资产总额分别为 169.17 亿元、190.30 亿元和 214.73 亿元,其中 2018 年随着建设项目投入增加,公司资产规模同比增长 12.49%;2019 年主要受往来款规模和货币资金增加影响,公司资产规模较 2018 年末增长 12.84%。从资产构成来看,公司以流动资产为主,2019 年末流动资产占总资产的比重达 97.81%。其中,存货、其他应收款和货币资金在流动资产中占比较高,分别为 78.36%、15.01%和 5.42%。2019 年末,公司存货余额为 164.57 亿元,主要受股权转让导致的合并范围变动影响,较 2018 年末下降 3.03%,公司存货主要由尚未完工的土地开发及基础设施建设工程、已完工未安置的安

置房和土地资产¹⁷构成，其中开发成本 151.09 亿元，较 2018 年末增长 7.03%；同年末，公司其他应收款余额为 31.53 亿元，较 2018 年末增长 203.40%，主要系新增应收绿地控股集团有限公司股权出让款所致，同年末应收转让款余额为 21.39 亿元，此外其他应收款中应收嘉兴湘家荡房屋征收服务中心和湘家荡开发建设管理委员会往来款分别为 4.98 亿元和 1.38 亿元；公司货币资金余额 11.38 亿元，较 2018 年末增长 97.90%。

该公司非流动资产规模小，2019 年末余额 4.70 亿元，以投资性房地产、固定资产和其他非流动资产为主。2019 年末，公司投资性房地产余额为 3.12 亿元，全部为当年从固定资产和存货中评估转入的房屋及土地；固定资产余额 0.39 亿元，较 2018 年末减少 32.17%，主要部分房屋及建筑物转入投资性房地产核算所致；其他非流动资产余额为 0.22 亿元，较 2017 年末减少 1.46 亿元，主要系七星民政塑料五金厂厂房和华夏防爆电气有限公司厂房转入存货科目所致。

2020 年 3 月末，该公司资产总额 221.32 亿元，其中流动资产余额 216.64 亿元，较 2019 年末增长 3.15%。同期末，其他应收款余额 35.78 亿元，较 2019 年末增长 13.48%，主要系往来款增加所致；货币资金余额 10.80 亿元，较 2019 年末减少 5.14%。同期末，公司预付款项余额 1.55 亿元，较 2019 年末增长 41.67%，主要系预付房产购置款所致。除上述外，公司主要资产科目较 2019 年末无显著变动。

(4) 流动性/短期因素

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 516.23%、328.64%、348.28%和 338.94%，公司资产以土地开发、安置房和基础设施等建设成本为主，实际资产流动性弱于账面表现，且易受区域土地、房地产市场影响，整体资产流动性一般；同期末，现金比率¹⁸分别为 43.51%、10.16%、18.88%和 16.96%；短期刚性债务现金覆盖率分别为 80.08%、23.56%、40.28%和 38.87%，公司即期债务偿付压力较重。

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	516.23	328.64	348.28	338.94
现金比率 (%)	43.51	10.16	18.88	16.96
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	80.08	23.56	40.28	38.87

资料来源：根据嘉湘集团提供资料整理编制

截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产账面价值 2.91 亿元，受限资产比例为 1.31%，其中受限存货和投资性房地产分别为 1.26 亿元和 0.84 亿元，主要系用于抵押借款的房产，以及用于质押担保的货币资金 0.80 亿元。

¹⁷ 均为出让性质土地，主要为住宅、商住用地，土地面积共计 3.60 万平方米，入账价值 4.39 亿元。

¹⁸ 剔除受限货币资金后，2019 年末及 2020 年 3 月末分别现金比率分别为 17.55%和 15.70%。

3. 公司盈利能力

2017-2019 年，该公司分别实现营业毛利 1.17 亿元、1.13 亿元和 0.96 亿元，其中 2019 年主要受当年土地开发未实现收入以及工程收入亏损所影响，毛利较 2018 年大幅下降 14.67%。2017 年公司土地开发整理业务是公司营业毛利最主要的来源，当期该业务对营业毛利的贡献度为 76.98%；2018-2019 年，公司房屋销售营业毛利贡献率分别为 64.25%和 97.10%，安置房转商品房销售业务成为 2018 年以来公司营业毛利的最主要来源。同期，公司综合毛利率分别为 18.35%、18.19%和 15.84%，从细分业务板块来看，2017-2018 年公司土地开发整理业务毛利率分别为 36.20%和 4.53%，主要受当年嘉兴市土储中心收储价而波动；2017-2019 年，公司工程代建业务毛利率分别为 5.33%、5.38%和-6.33%，2019 年毛利率较低主要系主要系工程收入中工程结算业务未实现收入所致；同期，公司混凝土业务毛利率分别为 10.79%、13.08%和 8.88%，2019 年毛利率有所下降，主要系该业务原材料价格及人工工资增长所致。2017-2019 年，房屋销售业务毛利率分别为-1.24%、43.32%和 43.32%，2017 年该业务亏损主要当期结算安置房的价格低于其结算成本所致，2018 年以来毛利率较高，主要由于房屋销售业务收入均来自于安置房转商品房销售，出售价格较高。

目前该公司期间费用以管理费用为主，2017-2019 年分别为 0.25 亿元、0.25 亿元和 0.35 亿元，其中管理费用分别为 0.15 亿元、0.22 亿元和 0.29 亿元。同期，公司期间费用率分别为 3.93%、3.97%和 5.75%，受利息支出大部分资本化的影响，公司期间费用率处于低水平。

2017-2019 年，该公司分别实现利润总额 2.17 亿元、1.76 亿元和 15.74 亿元，其中营业毛利占比分别为 53.83%、64.10%和 6.11%，政府补助占比分别为 54.47%、51.27%和 1.58%。2017-2018 年公司获得的投资收益规模较小，2017-2018 年分别为 0.08 亿元和 0.04 亿元，主要源自理财收益；2019 年，公司实现投资净收益 16.70 亿元，主要来源于酒店公司股权转让。2017-2019 年，公司净利润分别为 2.13 亿元、1.58 亿元和 12.13 亿元。2017-2019 年，公司净资产收益率分别为 2.47%、1.79%和 12.70%，总资产报酬率分别为 1.31%、1.01%和 7.77%，公司资产获利能力总体较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司以湘家荡区域的开发建设为核心业务，近年来土地开发收入、工程收入和房屋销售收入是公司主要的营业收入来源，但其易受土地、房地产市场行情和工程进度等因素影响而产生波动；未来公司在基础设施建设和代建项目方面仍有较大规模的投资计划，或将面临较大的资本性支出压力。

随着湘家荡区域开发建设的持续投入，该公司积聚了较大规模的刚性债

务, 受益于到期债务偿付和经营积累, 近年公司负债经营程度维持在适中水平; 现阶段公司短期刚性债务规模较大, 即期债务偿付压力较重。公司资产以土地开发、安置房和基础设施等建设成本为主, 资产流动性一般, 中长期债务偿付能力易受区域土地、房地产市场行情影响。目前, 主业经营和非经常性收益系公司利润总额的主要来源, 总体看当前公司资产获利能力较弱。

2. 外部支持

该公司作为湘家荡区域开发建设的重要主体, 负责区域范围内的征迁安置、土地开发整理以及基础设施建设等职能, 主业在区域内地位突出。根据《中共嘉兴市委、嘉兴市人民政府关于湘家荡区域管理体制调整的意见》(嘉委发[2013]38号)的要求, 公司每年可获得湘家荡区域内 300 亩左右的新增建设用地指标, 主业可持续性较强。同时, 基于业务的持续开展, 公司持续获得财政补贴, 并得到了较大规模的政府债务置换。2017-2019 年, 公司分别获得嘉兴市以及下辖南湖区财政局拨付的财政补贴 1.18 亿元、0.90 亿元和 0.25 亿元; 公司纳入政府债务已置换完毕, 累计获得 28.72 亿元政府债务置换金额, 且已根据相应政策计入资本公积。

此外, 该公司与多家商业银行保持了良好的合作关系。截至 2020 年 3 月末, 公司共获得各商业银行授信额度为 103.86 亿元, 其中尚未使用授信额度为 23.13 亿元。

本期债券偿付保障分析

1. 可持续的盈利积累

该公司作为湘家荡区域开发建设的重要主体, 近年来业务发展情况良好, 2017-2019 年, 公司营业收入分别为 6.37 亿元、6.20 亿元和 6.07 亿元, 同期归属于母公司所有者的净利润分别为 2.12 亿元、1.55 亿元和 12.12 亿元, 公司能够获得一定规模的盈利积累。

2. 募投项目收益

根据募投项目可行性研究报告测算, 募投项目在运营期 18 年内预计可累计实现项目收入 24.93 亿元, 其中运营期第 1-5 年预计累计可实现项目收入 5.02 亿元, 可为本期债券偿付提供一定保障。

评级结论

该公司为国有独资企业, 实际控制人为嘉兴市国资委。公司以湘家荡区域的开发建设为核心业务。近年来, 土地开发收入、工程收入和房屋销售收入是

公司主要的营业收入来源，但其易受土地、房地产市场行情和工程进度等因素影响而产生波动；未来公司在基础设施建设和代建项目方面仍有较大规模的投资计划，或将面临较大的资本性支出压力。

随着湘家荡区域开发建设的持续投入，该公司积聚了较大规模的刚性债务，受益于到期债务偿付和经营积累，近年公司负债经营程度维持在适中水平；现阶段公司短期刚性债务规模较大，即期债务偿付压力较重。公司资产以土地开发、安置房和基础设施等建设成本为主，资产流动性一般，中长期债务偿付能力易受区域土地、房地产市场行情影响。目前，主业经营和非经常性收益系公司利润总额的主要来源，总体看当前公司资产获利能力较弱。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

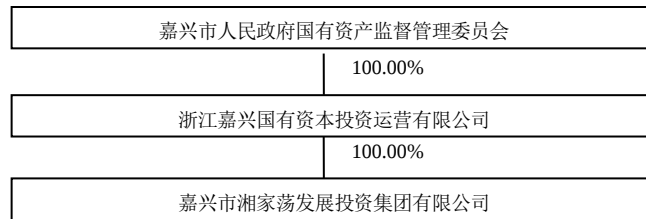
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

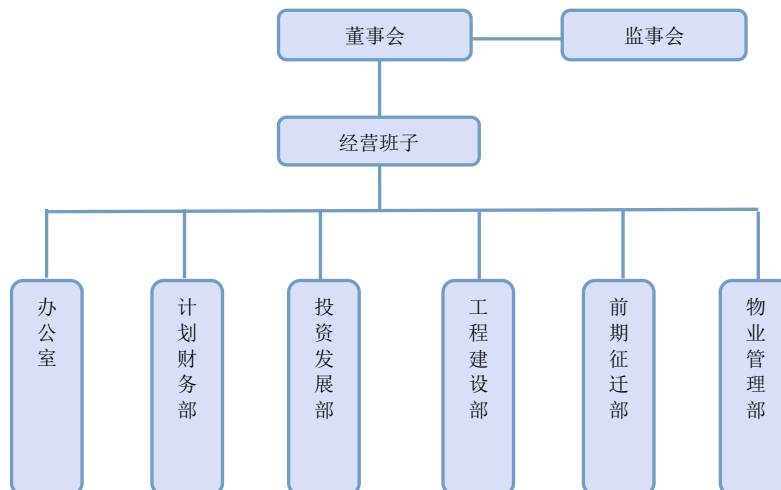
公司股权结构图



注：根据嘉湘集团提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据嘉湘集团提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称	持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据（亿元）				
			刚性债务 余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
公司本部	--	实业投资；基础设施建设；旅游资源开发；资产经营管理；物业服务	42.26	43.65	—	27.12	36.64
嘉兴湘家荡投资有限公司	100.00	实业投资及资产经营管理；旅游资源开发；房地产开发与经营	26.11	91.31	5.09	0.94	-43.65
嘉兴七新投资发展有限公司	93.33	实业投资及资产经营管理；房屋拆迁咨询服务；市政经营管理；生态农业开发经营管理；水利建设项目的投资、开发、建设与管理；受委托从事土地开发；从事农村土地承包经营权流转服务	1.92	33.71	0.73	0.05	1.01
嘉兴湘城市政园林工程建设有限公司	100.00	市政工程施工；建筑装潢工程施工；室内装饰工程施工；城市照明工程施工及维护；消防工程施工；土石方工程施工；污水管见施工及养护；水利工程施工；河道保洁；园林绿化工程设计、施工；建设材料的销售；花卉苗木的种植、销售及租赁。盆景、景石销售	2.54	2.32	0.02	-0.31	-1.51
嘉兴湘城置业有限公司	100.00	房地产开发；建筑工程施工；市政工程施工；钢材、建筑材料、装饰材料的销售；自有房屋租赁	—	1.22	0.12	0.02	-0.00
嘉兴湘城新农村建设有限公司	100.00	农田水利基础设计建设；河道治理；从事农村土地承包经营权流转服务；农业技术服务；房屋拆迁咨询服务；瓜果、蔬菜、花卉、树木的种植及销售；水产品的养殖；农业技术开发和技术转让；农业观光游览；农副产品的销售；实业投资及资产经营管理；农业休闲旅游项目的开发；受委托从事土地开发	3.31	14.32	0.06	0.09	0.33
嘉兴湘城旅游发展有限公司	100.00	旅客运输、货物运输；国内旅游业务、入境业务。湘家荡区域旅游资源的开发，建设，湘家荡旅游景区管理；户外装备租赁；自有房屋租赁，票务代理；初级农产品，日用百货，工艺品销售；户外休闲健身娱乐活动；摄影服务	3.24	0.95	0.02	0.02	-2.93
嘉兴湘家荡国际会议中心管理有限公司	100.00	酒店管理,实业投资，会议及展览服务	0.34	3.06	—	-0.43	-0.26

注：根据嘉湘集团提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	169.17	190.30	214.73	221.32
货币资金 [亿元]	14.18	5.75	11.39	10.80
刚性债务[亿元]	67.14	69.20	79.69	82.42
所有者权益 [亿元]	87.08	88.66	102.39	102.25
营业收入[亿元]	6.37	6.20	6.07	0.14
净利润 [亿元]	2.13	1.58	12.13	-0.14
EBITDA[亿元]	2.28	1.87	15.83	—
经营性现金净流量[亿元]	0.10	-3.01	-10.39	-2.62
投资性现金净流量[亿元]	0.08	-1.96	9.55	0.00
资产负债率[%]	48.53	53.41	52.32	53.80
长短期债务比[%]	151.84	78.57	86.29	86.30
权益资本与刚性债务比率[%]	129.70	128.11	128.49	124.05
流动比率[%]	516.23	328.64	348.28	338.94
速动比率 [%]	69.18	30.21	73.56	75.16
现金比率[%]	43.51	10.16	18.88	16.96
短期刚性债务现金覆盖率[%]	80.08	23.56	40.28	38.87
利息保障倍数[倍]	0.39	0.39	2.52	—
有形净值债务率[%]	94.42	115.48	110.36	117.13
担保比率[%]	28.11	28.03	21.51	27.47
毛利率[%]	18.35	18.19	15.84	-7.18
营业利润率[%]	34.09	28.65	258.97	-100.30
总资产报酬率[%]	1.31	1.01	7.77	—
净资产收益率[%]	2.47	1.79	12.70	—
净资产收益率*[%]	2.54	1.81	13.03	—
营业收入现金率[%]	84.49	134.16	90.94	169.07
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	0.34	-6.72	-17.73	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	0.13	-4.41	-13.96	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	0.62	-11.10	-1.43	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	0.25	-7.29	-1.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.40	0.40	2.53	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.21	—

注：表中数据依据嘉湘集团经审计的 2017-2019 年度财务数据及 2020 年第一季度未经审计的财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计－期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×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%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。

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尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。