

# 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：江林燕 [lyjiang@ccxi.com.cn](mailto:lyjiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：吴江珊 [jshwu@ccxi.com.cn](mailto:jshwu@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 06 月 25 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1314 号

## 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 嘉兴国资 MTN001”、“20 嘉兴国资 MTN001”、“20 嘉投 02”、“21 嘉投 01/21 嘉兴债 01”和“21 嘉投 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

**评级观点：**中诚信国际维持浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“嘉兴国投”或“公司”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“19 嘉兴国资 MTN001”、“20 嘉兴国资 MTN001”、“20 嘉投 02”、“21 嘉投 01/21 嘉兴债 01”和“21 嘉投 02”的信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了嘉兴市经济实力稳步增长，为公司未来的发展提供了良好的外部环境；公司在嘉兴市国有资本授权经营体制改革中地位突出，将发挥非常重要的作用；公司业务涵盖范围很广，对嘉兴市经济社会发展起着重要的作用；公司资本实力不断夯实等因素对公司未来发展的积极作用。中诚信国际也关注到公司管理水平尚需提升和未来面临一定的投资压力等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

## 概况数据

嘉兴国投	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	1,053.99	1,112.32	1,287.91	1,376.38
所有者权益合计(亿元)	395.83	429.63	473.62	485.22
总负债(亿元)	658.16	682.69	814.29	891.16
总债务(亿元)	449.83	475.63	600.71	-
营业总收入(亿元)	124.74	127.23	162.20	49.10
经营性业务利润(亿元)	-1.16	-7.42	-1.48	0.53
净利润(亿元)	3.87	10.70	1.45	0.85
EBITDA(亿元)	33.91	48.99	39.84	-
经营活动净现金流(亿元)	18.22	1.20	-34.99	-9.02
收现比(X)	1.08	1.06	1.08	1.07
营业毛利率(%)	9.47	7.20	6.85	11.14
应收类款项/总资产(%)	8.36	9.02	5.14	5.14
资产负债率(%)	62.44	61.38	63.23	64.75
总资本化比率(%)	53.19	52.54	55.91	56.50
总债务/EBITDA(X)	13.26	9.71	15.08	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.48	2.28	1.60	-

注：1 中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季报整理；2 公司各期财务报表均采用新会计准则编制；3 中诚信国际总债务统计口径包含其他流动负债和长期应付款中的带息债务。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施融资(C250000\_2019\_02)

### 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	-3.20	3
	收现比(X)*	1.07	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.92	7
	受限资产占总资产的比重(X)	0.02	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	473.62	8
	总资本化比率(X)	0.56	7
	资产质量	8	8
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	10	10
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量，支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2018 年~2020 年三年数据计算得出

## 正面

■ **嘉兴市经济实力稳步增长。**2020 年，嘉兴市实现地区生产总值 5,509.52 亿元，同比增长 3.5%，在疫情的冲击下仍保持稳步增长，为公司未来的发展提供了良好的外部环境。

■ **自身地位突出。**作为嘉兴市以管资本为主改革国有资本授权经营体制的重要平台，公司系在整合了嘉兴市本级大部分优质资产的基础上应运而生，并将在嘉兴市国企改革和国资监管创新中发挥重要的作用。

■ **多元化经营。**公司下属子公司业务以服务嘉兴市城市发展为主，大部分业务区域专营性较强，涉及行业多元化，具体包括城市基础设施建设、土地整理、房地产开发、高速公路运营、旅游服务、公用事业、纸制品生产及销售等，且 2020 年公司新设立了嘉数公司，组建成立嘉规院，对嘉兴市经济社会发展起着重要的作用。

## 关注

■ **管理水平尚需提升。**公司组建时间尚短，内部制度及组织架构正在逐步完善，并且公司下属子公司众多，行业跨度较大，对公司的经营管控能力提出了挑战，管理水平尚需提升。

■ **未来面临一定的投资压力。**公司交通运营和城市运营等业务板块投资规模均较大，未来尚需较大的投资支出，公司将面临一定的投资压力。

■ **债务规模增幅较快。**截至 2020 年末，公司总债务 600.71 亿元，较上年增长 26.30%，增幅较快，需关注公司未来的偿还压力。

## 评级展望

中诚信国际认为，浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；对子公司管控能力减弱；发生重大资产划转；债务压力升高，偿债能力弱化。

**评级历史关键信息**

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/ 稳定	21 嘉投 01/ 21 嘉兴 债 01 (AAA)	2021/1/21	江林燕、吴江 珊	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AAA/ 稳定	19 嘉兴国资 MTN001 (AAA)	2020/06/05	赵敏、江林 燕、杨成	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AAA/ 稳定	20 嘉兴国资 MTN001 (AAA)	2020/06/05	赵敏、江林 燕、杨成	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AAA/ 稳定	20 嘉兴国资 MTN001 (AAA)	2020/03/19	赵珊迪、杨羽 明	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AAA/ 稳定	19 嘉兴国资 MTN001 (AAA)	2019/07/03	余茜、李傲 颜、杨羽明	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>	

**同行业比较**

2020 年浙江省基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司	1,287.91	473.62	63.23	162.20	1.45	-34.99
宁波开发投资集团有限公司	776.30	332.57	57.16	280.26	17.45	62.05
温州市城市建设发展集团有限公司	1,208.59	423.44	64.96	69.64	2.70	34.16

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额	债券 余额	存续期	特殊条款
19 嘉兴国资 MTN001	AAA	AAA	2020/06/05	10.00	10.00	2019/12/11~2024/12/11	票面利率选择权,回售 条款
20 嘉兴国资 MTN001	AAA	AAA	2020/06/05	20.00	20.00	2020/04/22~2025/04/25	票面利率选择权,回售 条款,回拨选择权条款
20 嘉投 02	AAA	AAA	2020/4/29	10.00	10.00	2020/12/03~2030/12/03	票面利率选择权,回售 条款,回拨选择权条款
21 嘉投 01/ 21 嘉兴债 01	AAA	AAA	2021/1/21	10.00	10.00	2021/03/08~2031/03/08	弹性配售选择权
21 嘉投 02	AAA	AAA	2021/3/25	15.00	15.00	2021/04/07~2031/04/01	-

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“20 嘉投 02”募集资金总额 10.00 亿元，扣除发行费用后剩余募集资金金额 9.94 亿元，截至 2021 年 3 月 31 日，已全部使用。其中使用募集资金用于偿还有息债务 9.94 亿元，与募集说明书承诺的用途、使用计划与其他约定一致。

“21 嘉投 01/ 21 嘉兴债 01”募集资金总额 10.00 亿元，扣除发行费用后剩余募集资金金额 9.88 亿元，截至 2021 年 5 月 31 日，已使用 7.80 亿元。其中使用募集资金用于经营性项目建设 3.00 亿元，用于补充流动资金 4.80 亿元，与募集说明书承诺的用途、使用计划与其他约定一致。

“21 嘉投 02”募集资金总额 15.00 亿元，扣除发行费用后剩余募集资金金额 14.82 亿元，截至 2021 年 5 月 31 日，已使用 5.00 亿元，剩余 9.82 亿元。已使用募集资金主要用于嘉实集团经营性项目建设，与募集说明书承诺的用途、使用计划与其他约定一致。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢

复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但

积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 2020年在疫情的冲击下，嘉兴市的经济和财政实力仍稳步增长，且增速高于全国平均水平，区域发展势头良好

截至2020年末，嘉兴市全市户籍人口为367.38万人。2020年在疫情的冲击下，嘉兴市经济仍保持平稳发展，2020年实现地区生产总值5,509.52亿元，同比增长3.5%。2020年，嘉兴市第一产业增加值124.18亿元，增长1.8%；第二产业增加值2,861.09亿元，增长2.8%；第三产业增加值2,524.25亿元，增长4.3%。三次产业结构为2.3:51.9:45.8。

固定资产投资方面，2020年嘉兴市固定资产投资同比增速为3.0%。非国有控股固定资产投资下降0.7%，占全部固定资产投资额比重74.4%。2020年，全市交通运输投资、高新技术产业投资、民间项目投资、生态环境和公共设施投资等四大领域投资增长均快于面上，分别下降2.2%、14.0%和2.9%。全年房地产开发投资比上年增长12.3%，其中住宅投资增长14.7%。房屋施工面积5,688.09万平方米，增长6.0%；房屋竣工面积787.82万平方米，增长25.7%，商品房销售面积1,184.35万平方米，增长10.8%。

随着经济的持续增长，嘉兴市财政实力稳步增强。2020年，嘉兴市地方一般公共预算收入为598.80亿元，一般公共预算支出712.18亿元。从收支平衡来看，嘉兴市2020年的财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为84.08%。从一般公共预算结构来看，嘉兴市一般公共预算收入中税收收入占比较高，2020年，嘉兴市税收收入占一般公共预算收入的比重为92.72%，整体财政质量较好。从基金收入来看，嘉兴市政府性基金预算收入均呈现大幅提升态势，2020年，政府性基金预算收入为804.67亿元。政府性基金预算支出为875.38亿元。未来受益于嘉兴市特殊的区位优势，土地价格或将带动政府性基金收入有更高的提升。

表1：2018~2020年嘉兴市财政情况（亿元、%）

项目名称	2018	2019	2020
一般公共预算收入	518.55	565.70	598.80
其中：税收收入	473.45	509.60	555.20
政府性基金收入	835.81	747.65	804.67
国有资本经营预算收入	2.96	1.78	3.63
一般公共预算支出	588.87	766.90	712.18
政府性基金支出	847.81	690.13	875.38
国有资本经营预算支出	1.70	1.24	1.96
财政平衡率	88.06	73.76	84.08

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

### 公司公用事业板块具备很强的区域专营优势，但具有一定的公益性，整体盈利能力一般

公司公用事业板块主要包括天然气、燃气及配套销售业务、水务运营、公共交通和加油站经营四大业务，分别由各下属子公司负责运营。

## 燃气板块

2020 年公司燃气业务运营主体、服务区域以及供销客户等均未发生变化,随着居民生活的稳步提高,嘉兴市天然气需求不断增加,公司天然气业

务规模不断扩大。2020 年及 2021 年 1~3 月,公司实现天然气销售量 8.26 亿立方米和 2.63 亿立方米,分别实现销售收入 18.40 亿元和 6.20 亿元。2020 年受疫情影响,公司天然气销售量和收入大幅下滑。

**表 2: 2018~2020 年及 2021 年 1-3 月天然气业务运营情况**

项目	2018	2019	2020	2021.Q1
销售收入(万元)	216,929.19	252,123.78	183,983.37	61,982.32
销售量(万立方米)	100,089.60	101,481.03	82,624.49	26,325.40
平均销售价格(元/立方米)	2.16	2.48	2.35	2.5

注:天然气销售收入为不含税价格,平均销售价格=销售收入/销售量。

资料来源:公开资料,中诚信国际整理

天然气价格方面,目前浙江省实施全省一张网统购统销的模式,采购价格由省门站制定。销售价格方面,公司作为输气单位,价格制定参照输气价格成本检测办法,可在相应的限价内进行销售。2019 年 12 月,根据嘉兴市发展和改革委员会《关于核定非居民天然气最高销售价格的通知》(嘉发改[2019]283 号),非居民天然气实行最高销售价格的政府指导价管理,核定嘉兴市区及港区非居民天然气最高销售价格为 3.52 元/立方米,不再执行分档计价,工业企业用气差别化价格政策按现行规定执行。燃气经营企业可根据用户用气的实际情况,在上述价格的基础上,下浮不限。煤改气用户天然气销售价格上限调整为 3.35 元/立方米。

**表 3: 2018-2020 年及 2021 年 1-3 月天然气按用户分类含税价格明细(单位:元/立方米)**

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
居民用户	2.55	2.17	2.42	2.56
商业用户	2.904	2.71	2.42	2.56
工业用户	2.904	2.71	2.42	2.56

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

采购情况,根据浙江省人民政府专题会议纪要[2007]39 号文件,管网公司采购天然气的气源来自浙江省天然气开发有限公司,是唯一的采购源。2020 年 3 月 31 日,管网公司与省天然气公司、浙江浙能天然气管网有限公司三方签署合同主体变更协议,管网公司天然气唯一采购源由省天然气公司变更为浙江浙能天然气管网有限公司。

销售情况来看,近年来公司主要的销售客户无

重大变化,2020 年公司销售前五大客户主要系嘉兴市燃气集团股份有限公司、桐乡港华天然气有限公司、嘉善县城乡天然气有限责任公司、巨石集团有限公司和平湖市天然气有限公司,前五大客户占销售总额的比重达 97.74%。

**表 4: 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月天然气采购量及价格**  
单位:亿立方米、元/立方米、亿元

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
采购量	10.06	10.20	8.29	2.49
平均采购价格	2.31	2.64	2.35	2.50
合同总价	23.26	26.94	19.52	6.22

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

**表 5: 2020 年天然气销售前五大客户明细(单位:万元)**

名称	金额	占天然气销售总额的比例
嘉兴市燃气集团股份有限公司	59,373.52	32.27%
桐乡港华天然气有限公司	57,441.17	31.22%
嘉善县城乡天然气有限责任公司	29,965.33	16.29%
巨石集团有限公司	17,855.55	9.70%
平湖市天然气有限公司	15,191.34	8.26%
<b>合计</b>	<b>179,826.91</b>	<b>97.74%</b>

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

管网建设方面,公司负责垄断区域内的天然气中低压管网建设,并将部分管网交由嘉兴燃气负责经营以实现租赁收入。截至 2021 年 3 月末已经建成并投入运营天然气管道共计 1,099.80 公里,其中高压管线长度为 164.70 公里,中低压管线长度为 1,099.80 公里。2020 年新增的主要系中低压管线。

在建和拟建工程方面,管网公司主要在建设项目包括嘉兴市 2018 年度天然气中低压输配工程、嘉兴

市区 2019 年度天然气中低压输配工程、嘉兴市南郊-T3 高压管道燃气工程和 2020 年天然气居民用户配套工程，项目总投资 2.88 亿元，截至 2021 年 3 月末已投 1.50 亿元，计划在未来三年内投资完成。拟建项目主要系海盐分输站至港区信汇厂区天然气供气专线、秀洲 LNG 应急气源站、T7 高中压调压站，未来三年计划投资金额为 20,877.00 万元。

## 水务板块

公司水务业务由子公司嘉兴市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责。水务集团目前是嘉兴市市区唯一的供水单位。随着嘉兴市城乡供水一体化一期、二期项目建设的推进，嘉兴市城区乡镇的小供水企业已全部纳入城乡供水一体化，由水务集团全面接管。原水公司目前仍处于前期投资建设期，暂未开展实际运营活动，报告期内尚未实现经营收入。

截至 2021 年 3 月末，水务集团服务区域共计 968 平方公里（包括嘉兴市市区、南湖区及秀洲区），总供水管网长度为 4,100 公里，其中市区 1,100 公里，县镇 3,000 公里。

截至 2021 年 3 月末，水务集团水厂和供水能力未发生变化，即拥有石臼漾水厂和贯泾港水厂 2 个水厂，合计供水能力 55 万吨/日。

近年来水务集团供水量和售水量较为平稳，2020 年，水务集团供水量和售水量分别为 1.41 亿吨和 1.22 亿吨，供水量与上年持平，售水量稍有上浮。随着水务集团下属公司采取旧管网改造、分区计量和组织巡检等多种措施，管网漏损率逐年降低。从售水结构来看，公司售水对象主要为居民供水和工商业供水，2020 年对上述对象售水占比分别为 48.10%和 48.58%，受疫情影响居民供水比重稍有提升，工商业供水比重稍有回落。

**表 6：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月水务集团自来水业务情况（单位：个、万吨/日、万吨、%）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
自来水厂数量	2	2	2	2
供水能力	55	55	55	55

平均供水量	38.51	38.56	38.46	38.12
供水总量	14,055.79	14,075.27	14,075.59	3,430.82
售水总量	11,715.54	12,065.01	12,229.68	2,994.20
管网漏损率	9.94	8.24	6.92	6.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 7：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月水务集团售水结构（%）**

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
居民生活用水	42.80	46.06	48.10	46.24
工商业用水	54.56	50.96	48.58	50.26
特种行业用水	0.43	0.41	0.34	0.52
其他	2.21	2.57	2.98	2.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水务集团下属子公司嘉兴市联合污水处理有限责任公司主要负责嘉兴市市区（包括南湖区、秀洲区、经济开发区）和嘉善县、海盐县和嘉兴港区内的污水处理工作，截至 2021 年 3 月末，规划服务面积 1,860 平方公里，服务人口 250 万人，污水输送管网长度为 137 公里，输送泵站 17 座。

截至 2021 年 3 月末，联合污水处理工程有一座污水处理厂，处理能力为 60 万吨/日，排水管网 137.4 公里。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司污水处理量分别为 1.84 亿吨和 0.40 亿吨。

**表 8：污水处理业务基本情况（万吨、公里、%）**

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
污水排放总量	20,283.10	20,841.80	18,412.80	4,012.45
污水处理总量	20,283.10	20,841.80	18,412.80	4,012.45
污水管网长度	137	137	137	137
平均污水处理率	92.60	95.17	100	100

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

嘉兴市污水处理费价格于 2012 年进行了调整，嘉兴市物价局将非经营性污水处理费由 1.70 元/吨调整为 2.00 元/吨；将化工、制革、印染、电镀、制药、造纸等高污染经营性工业企业污水处理费由 2.40 元/吨调整为 2.80 元/吨，其他工业企业污水处理费由 2.00 元/吨调整为 2.40 元/吨，调整价格自 2012 年 9 月 10 日执行，此后至 2021 年 3 月末，污水处理费价格未作调整。

在建项目方面，域外配水工程总投资 128 亿元，截至 2021 年 3 月末已投资 81.75 亿元。除域外配水

工程外，水务集团有在建水务项目 4 个，总投资 16.60 亿元，已投资 12.55 亿。拟建项目 5 个，计划总投 26.97 亿元。

### 公用事业板块及其他业务

公司公用事业板块其他业务包括油品销售业务和公用交通业务。

公司油品销售业务主要为子公司嘉兴市国鸿石油天然气经营有限公司（以下简称“嘉兴油气公司”）下属 4 座加油站、嘉兴市交通石油有限公司（以下简称“嘉通石油公司”）的下属 9 座加油站以及嘉兴交投石油有限公司（以下简称“交投石油公司”）下属 4 座加油站产生的相关收入。此外，公司还有 1 座加油站已建成，待对应道路通车后开始运营，未来可为公司提供一定的收入。2020 年公司实现油品销售收入 11.43 亿元，同比增长 13.59%，主要系当年嘉通石油公司新增投入运营 1 座加油站。

公司公共交通业务由嘉通集团下属嘉兴市公共交通有限公司负责运营，其系嘉兴市区唯一的公共交通运营企业，占据了嘉兴市区 100% 的市场份额，具有较强的区域专营竞争优势。2020 年，公司实现公共交通收入 0.28 亿元，受疫情影响较上年大幅减少，且因公益性较强，一直处于亏损状态。

### 2020 年，公司商贸流通板块收入规模大幅提升，但盈利能力较弱

公司商贸流通板块主要包括商品销售和混凝土销售。公司商品销售业务收入主要来源于嘉实集团，其主要贸易品种为煤炭。2020 年，公司实现商品销售收入 57.84 亿元，较上年大幅增长 72.60%，增幅较大主要系公司当年市场环境较好，公司扩大了业务规模。2020 年嘉实集团煤炭业务前五大供应商为江苏玉龙钢管股份有限公司、山东玉龙黄金股份有限公司、济高国际投资发展有限公司、上海寰亚电力运营管理有限公司和上海距库供应链管理有限公司，前五大供应商采购金额合计 34.08 亿元，集中度为 63.13%，集中度较上年稍有改善。嘉

实集团煤炭主要销往嘉兴及周边的热电、化纤和印染企业等终端客户，2020 年前五大客户为浙江辉隆国际贸易有限公司、浙江克莱德进出口有限公司、上海启宁能源化工有限公司、浙江自贸区隆源科技有限公司和上海寰亚电力运营管理有限公司销售金额合计 53.79 亿元，集中度为 98.89%，集中度很高。

公司的混凝土销售业务主要由嘉湘集团子公司嘉兴市中建混凝土有限公司负责运营。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司实现混凝土销售收入 0.69 亿元和 0.13 亿元，其中 2020 年基本与上年持平。

### 2020 年受益于新路段的通车收费和对公司其他路段的引流作用，公司全年通行费收入在疫情免收通行费的影响下，收入虽有所下滑，但仍处于较好水平

公司交通运营板块主要由下属子公司嘉通集团负责。公司交通运营板块收入来源主要由通行费收入和高速公路衍生收入构成，其中通行费收入占比较大，衍生收入主要包括服务区收入、高速公路广告牌租赁收入和运输劳务收入。

道路运营方面，嘉通集团采取建设并运营的模式操作。在道路建设期，嘉通集团作为甲方采用公开招标方式，由各路桥建设承包商负责道路的建设，嘉通集团负责监督管理及道路验收。

2020 年公司新增杭州湾跨海大桥北接线二期通车，截至 2021 年 3 月末，公司已通车控股路产共计 6 条，总里程数为 312.82 公里，总投资 55.94 亿元。其中，杭州湾大桥北接线（二期）主线全长 27.555 公里，互通连接线两条：罗星互通连接线，长 3.158 千米；下甸庙互通连接线，长 4.0 千米。路线起点为沪杭高速公路枢纽以北的孙家浜（K0+000），终点为浙江嘉善陶庄镇和江苏苏州芦墟镇交界处的汾湖摇篮圩（小岛），与江苏省苏通大桥南岸连接线相接。主线采用六车道，全线设计速度 120km/h，设置枢纽互通 1 处、互通式立交 2 处，停车区 1 处，收费站 3 处，其中主线收费站 1 处，互通式立交收费站 2 处，省际治超站 1 处。

**表 9：截至 2021 年 3 月末嘉通集团控股路产情况（公里、年）**

项目名称	总里程	通车时间	收费权期限
<b>高速公路：</b>			
杭州湾北岸连接线一期	24.79	2008	25
嘉绍高速北接线	43.26	2013	15
杭浦高速	112.53	2008	25
申嘉湖高速	59.10	2008	25
杭州湾跨海大桥北接线（二期）	27.55	2020	25
<b>非高速公路：</b>			

07 省道	45.60	2007	25
-------	-------	------	----

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费收入方面，近年来公司控股及参股的六条收费道路车流量持续增长，带动各自收入规模呈现稳步提升态势。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现通行费收入 17.90 亿元和 6.68 亿元，其中 2020 年受疫情期间免收通行费影响，收入较上年稍有减少 5.34%。

**表 10：2018~2021 年 3 月嘉通集团通行费收入情况（万元、辆/日）**

公路名称	2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年 1-3 月	
	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量
杭州湾北岸连接线一期	14,246.78	38,984	14,358.42	41,041	18,058.19	89,293	6,479.37	77,022
杭州湾北岸连接线二期	-	-	-	-	30,036.88	112,568	10,448.48	92,695
嘉绍通道北接线	54,853.30	71,026	54,635.99	70,745	41,633.32	105,450	15,581.95	91,174
杭浦高速浙江段	60,677.92	34,498	68,257.44	38,566	51,844.83	58,005	20,615.54	49,749
申嘉湖高速嘉兴段	48,484.36	51,984	50,392.10	54,917	36,755.05	73,010	13,723.91	68,481
07 省道	3,412.03	18,520	1,420.71	10,732	640.64	7,076.28	-	-
<b>合计</b>	<b>181,674.39</b>	<b>215,012</b>	<b>189,064.66</b>	<b>216,001</b>	<b>178,968.91</b>	<b>445,402</b>	<b>66,849.25</b>	<b>37,9121</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路面养护方面，2020 年，嘉通集团公路养护成本 2.14 亿元，整体规模不大，主要系嘉通集团采取的道路预防性养护成效明显，路面状况一直维持在较高水平，养护成本投入规模不大。

在建项目方面，嘉通集团在建项目 4 个，主要系嘉兴市快速路环线工程，在建项目总投资 102.67 亿元，截至 2021 年 3 月末已投资 60.37 亿元。

嘉通集团高速公路衍生业务主要包括服务区经营、广告牌租赁和运输劳务。服务区经营和广告牌租赁在高速公路运营板块中占比较低，其中广告牌租赁业务因浙江省政府要求省内高速公路拆除两侧广告牌，未来不会产生高速公路广告牌租赁收入而导致占比进一步降低。公司运输劳务业务以客运为主。嘉兴高投下属子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司是交通部二级道路旅客运输企业，也是嘉兴市道路客运规模最大的国有骨干企业。公司客运业务包括长途客运、旅游包车、城乡交通等，其中

以长途客运业务为主。长途客运分为自营和承包两种运作模式。

截至 2020 年末和 2021 年 3 月末，公司长途客运共有 124 条和 123 条班线，其中跨省级班线 25 条和 24 条、跨地市班线 14 条和 14 条、跨县班线 14 条和 14 条，城乡公交班线 71 条和 71 条；公司拥有营运车辆 954 辆和 1021 辆，其中客运班线车 52 辆和 51 辆，公交车 355 辆和 397 辆，商务旅游车 89 辆和 89 辆，出租车 179 辆和 179 辆，驾驶培训教练车 279 辆和 272 辆。2020 年受疫情影响，部分线路空运率较高，当年客运收入下滑严重。

**表 11：2018~2021.3 月客运业务板块经营情况**

单位：万人次、万公里、亿元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
客运量	2,322.89	2,472.89	1,380.59	366.89
行驶里程	5,055.97	4,807.40	3,296.29	872.71

客运收入	1.34	1.35	0.91	0.24
客运业务毛利	-0.97	-0.99	-1.19	-0.32
财政补贴	1.16	0.90	0.99	0.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司特种纸板块经营情况良好，纸业销售收入稳步增长，产能利用率高，对公司营业总收入形成良好补充

公司特种纸制造业务主要由子公司嘉实集团

负责运营。嘉实集团下属民丰特种纸股份有限公司（以下简称“民丰特纸”，股票代码：600235）主要从事卷烟纸、工业配套用纸、描图纸等的生产和销售。截至2021年3月年末，嘉实集团通过下属子公司嘉兴民丰集团有限公司持有民丰特纸34.87%股份，为第一大股东，所持股份无质押。2020年，民丰特纸实现纸业销售收入13.53亿元，较上年小幅增长5.57%，2021年一季度民丰特纸实现收入3.66亿元。

表 12：2018 年~2021 年 3 月民丰特纸特种纸收入及占比情况（万元、%）

纸制品种类	2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年 1-3 月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
卷烟纸系列	52,519.00	36.48	47,021.70	34.94	49,608.03	36.66	13,271.89	36.25
工业配套用纸	84,932.00	58.99	80,981.44	60.18	75,771.46	56	21,608.74	59.02
描图纸系列	3,692.00	2.56	4,776.36	3.55	5,360.25	3.96	1,646.63	4.5
其他纸品	2,824.26	1.96	1,788.86	1.33	4,577.79	3.38	82.27	0.23
<b>合计</b>	<b>143,967.26</b>	<b>100</b>	<b>134,568.51</b>	<b>100</b>	<b>135,317.53</b>	<b>100</b>	<b>36,609.53</b>	<b>100</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产方面，民丰特纸主要采取“以销定产”的生产方式，并根据市场及订单情况适当备货。目前，

民丰特纸除2年一次生产线大修需要停产之外，基本均处于运转状态，产能利用率较高。

表 13：2018~2021 年 3 月民丰特纸主要特种纸产能、产量情况

日期	产品	产能	产量	产能利用率	销量	(吨、%、元/吨)	
						产销率	平均售价
2018 年度	卷烟纸	30,600.00	28,114.00	91.88	35,277.00	125.48	1.49
	工业配套用纸	90,380.00	104,757.00	115.91	106,920.00	102.06	0.79
	描图纸	2,800.00	2,962.00	105.79	2,548.00	86.02	1.44
2019 年度	卷烟纸	33,750.00	33,025.00	97.85	30,894.00	93.55	1.52
	工业配套用纸	100,180.00	109,754.00	109.56	105,599.00	96.21	0.77
	描图纸	2,800.00	3,079.00	109.96	2,959.00	96.10	1.61
2020 年度	卷烟纸	28,000.00	26,858.00	95.92	26,650.00	99.23	1.60
	工业配套用纸	109,400.00	108,967.00	99.60	104,676.00	96.06	0.70
	描图纸	2,800.00	2,898.00	103.50	3,510.00	121.12	1.80
2021 年 1-3 月	卷烟纸	7,200.00	6,311.00	87.65	8,489.00	134.51	1.60
	工业配套用纸	27,050.00	28,628.00	105.83	30,820.00	107.66	0.75
	描图纸	780.00	793.00	101.67	941.00	118.66	1.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

造纸行业的原材料主要为木浆，占有成本的50%左右（电占比10%左右，煤炭占比5%左右，化学品占比在20%左右），目前民丰特纸采购阔叶浆、增叶浆两种原材来进行纸品的生产。民丰特纸主要从国外采购木浆，目前拥有10多家采购商，来自南美、印尼、欧洲和加拿大等地，民丰特纸一般与上游采购商签订一年期的框架协议，每月预估木浆需求量，若量超过一定金额，会有一些的折扣，结算工具有信用证、TT和银行承兑等。2020年民丰特纸前五名供应商合计采购金额10.88亿元，占总采购金额55.00%，采购集中度较高。

销售方面，特种纸均采用直销的销售模式，且以内销为主，近年来国内销售占比在98%左右。目前民丰特纸下游客户稳定，2020年及2021年一季度前五名客户合计销售金额2.82亿元和0.74亿元，占总销售金额20.85%和20.30%。民丰特纸销售结算方式主要是赊销以及少量的现结，根据纸品等不同账期在30~100天不等，平均账期为80天左右。

### 2020年受益于新增合并规划设计子公司，公司城市运营板块业务收入大幅提升，但公司在建拟建项目投资规模较大，后续存在一定的资本支出压力

公司城市运营板块主要包括受托代建、工程施工、土地整理、房屋销售和房屋出租，分别由各子公司负责运营，其中工程施工及房屋出租业务规模较小。2020年公司城市运营板块实现收入19.76亿元，增幅较大主要系合并范围增加子公司长三角（嘉兴）规划设计集团有限公司。

#### 受托代建板块

公司受托代建业务主要由子公司嘉城集团和嘉湘集团负责。其中，嘉城集团受嘉兴市政府委托，负责嘉兴市二环以内及市区、国际商务区高中园区共27.5平方公里（二环内和商务区的面积分别为25平方公里和2.5平方公里）范围，包括市政建设、道路建设改造等基础设施建设等。嘉湘集团主要承担湘家荡区域范围内的基础设施建设任务。

具体业务模式上：嘉兴市人民政府办公室每年向嘉城集团下发由嘉城集团建设的项目计划安排

表，未与政府签订相关回购或移交协议。同时，依据嘉兴市人民政府办公室抄告单（嘉办[2004]88号）和嘉兴市人民政府专题会议纪要（[2013]3号）文件精神，嘉城集团负责指定区域的投资开发建设，并获得政府资金用于该区域的基础设施建设。嘉兴市政府明确承担嘉城集团建设指定区域市政工程和土地整理项目资金的付款义务。项目建设资金一般先由嘉城集团根据每年各市政工程的可研方案和投资规划垫付。嘉兴市政府根据嘉城集团当年整体市政工程和土地整理项目数、规模、资金支付计划等因素，将建设资金每年支付给嘉城集团。

会计处理上，嘉城集团根据项目的建设进度，以原始凭证为依据作为工程建设成本核算，列入会计科目“存货-受托代建项目”，当整个项目建成并审计完毕后，且嘉城集团收到政府支付的市政工程项目的资金后，冲减“存货-受托代建项目”科目，冲减相关成本后转入“其他收益”或“资本公积”科目。

近三年一期，嘉城集团完工项目共计投资25.12亿元，截至2021年3月末均未回款。截至2021年3月末，嘉城集团主要在建项目受托代建项目为环城路（河）环境整治提升工程等6个项目，总投资50.74亿元，已投资20.63亿元。拟建项目6项，计划总投41.24亿元，未来资本支出压力较大。

表 14：截至 2021 年 3 月末嘉城集团在建市政项目情况  
(亿元)

项目名称	总投资	已投资
中山路（环城河内段）环境整治提升工程	13.24	9.03
禾兴路（环城河内段）环境整治提升工程	3.51	1.95
环城路（河）环境整治提升工程	25.25	6.36
嘉兴市东升路（新港桥—中环东路）综合整治工程	3.02	2.02
建国路（环城河内段）环境整治提升工程	3.95	0.79
勤俭路（环城河内段）环境整治提升工程	1.77	0.47
<b>合计</b>	<b>50.74</b>	<b>20.63</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

嘉湘集团基建项目分为代建和自建两种模式。代建模式系嘉湘集团根据当年湘家荡委员会核定的代建项目，与湘家荡开发建设管理委员会（以下

简称“湘家荡管委会”) 签署《投资建设与转让收购协议书》，对承办的道路、桥梁、公园、绿化等项目开展代建业务。嘉湘集团负责整个工程的项目投资建设，待工程竣工并由湘家荡管委会负责验收无误后，交于湘家荡管委会投入使用。同时，湘家荡管委会将按照协议约定的代建工期、投资回报率、偿还期限、付款时点等内容向嘉湘集团申请拨付工程款总额。会计处理上，嘉湘集团根据项目的建设进度，以工程合同、工程款支付单据、发票等原始凭证为依据作为工程建设成本核算，列入会计科目“存货-开发成本-工程”，并以各工程项目为对象设立明细账予以核算，借“存货-开发成本”、贷“货币资金”，现金流量表中归入“购买商品、接受劳务支付的现金”项目。当项目验收后政府按照协议拨付相应款项时，嘉湘集团确认收入、同时结转成本。近三年一期，嘉湘集团主要代建项目包括市政道路、园林绿化和污水管网，在建代建项目总投资 4.85 亿元，可实现收入 7.31 亿元，截至 2021 年 3 月末均已回款。2020 年及 2021 年一季度公司的受托代建业务收入分别为 0.41 亿元和 0.035 亿元，均来自嘉湘集团，其中 2020 年代建收入大幅减少主要系当年完工结算的项目较少。

自建模式为嘉湘集团根据湘家荡区域规划，依托下子公司进行湘家荡区域内的基础设施建设。嘉湘集团在建设期通过自有资金、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、旅游收入和租赁收入等来平衡基础设施建设的前期资金投入。

在建拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，嘉湘集团在建项目共 34 项，计划总投 44.15 亿元，已投 5.85 亿元。拟建项目项目 2 项，计划总投 1.02 亿元。嘉湘集团在建拟建项目中以自建模式为主。

总体来看，公司受托代建业务具有区域专营性，在建项目面临一定的投资压力，中诚信国际将持续关注公司项目资金平衡情况及前期投入的回款情况。

## 土地整理板块

公司土地整理业务由子公司嘉城集团和嘉湘集团负责。其中，嘉兴市政府赋予嘉城集团在嘉兴市二环以内及市区内进行土地拆迁整理。嘉湘集团负责湘家荡区域内的土地开发建设任务。

嘉城集团在上述范围内，通过旧城改造和城市有机更新，对拆迁出来的土地进行平整清理，达到土地出让的要求。嘉兴市政府根据每年的土地出让计划安排嘉兴市土地储备中心出让适量的储备地块，土地出让金进入财政专户。

嘉城集团土地整理资金先由自有资金垫资建设。嘉兴市政府根据嘉城集团当年整体土地平整的数量、规模、资金支付计划等因素，将部分政府收入按规定扣除规费后作为建设资金返还给嘉城集团，由此实现滚动开发。

已完工项目方面，近三年一期嘉城集团已代为嘉兴市政府完成平整清理、且由嘉兴市土地储备中心完成出让的土地共计 755.11 亩，合计出让价格为 758,592.18 万元，出让均价为 1,004.61 万元/亩。截至 2021 年 3 月末，嘉城集团已整理完成但尚未出让地共计 837.80 亩，其中二环以内 776.80 亩，二环以外 61.00 亩。

截至 2021 年 3 月末，嘉城集团主要在建棚户区改造项目总投资 160.95 亿元，已投资额 125.64 亿元，尚有资金需求 35.31 亿元，或有一定资金压力。

**表 15：截至 2021 年 3 月末嘉城集团主要在建棚户区改造项目（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资
天主教堂区域棚户区改造项目	17.73	10.79
纺工路棚户区改造项目	16.85	15.55
乌桥港棚户区改造项目	11.64	11.48
太平桥港棚户区改造项目	23.54	10.36
苏州塘棚户区改造项目	24.42	17.64
东塔弄棚户区改造项目	22.78	21.76
原城隍庙区块棚户区改造项目	13.61	9.29
丰乐桥城中村改造项目	1.64	1.49
少年路区域棚户区改造项目	6.40	5.98
大运河区域棚户区改造项目	22.34	21.30
<b>合计</b>	<b>160.95</b>	<b>125.64</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

嘉湘集团是嘉兴市湘家荡区域唯一的土地整

理主体。湘家荡位于嘉兴市东北部，1997年浙江省政府批准建立浙江省嘉兴湘家荡旅游度假区，为浙江省首批省级旅游度假区，2016年升级为4A景区，规划面积7.15平方公里。嘉湘集团负责的开发建设范围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43平方公里，其中：湘家荡旅游度假区总体规划面积7.15平方公里；七星镇镇域面积30.62平方公里（含湘家荡旅游度假区占地7.15平方公里）；城市东片楔形绿地及东栅街道半墩村、雀墓桥村（部分），面积约1.6万亩（约10.6平方公里）。2017年湘家荡区域成功扩容，区域面积增至47平方公里。

业务模式方面，嘉湘集团（及子公司）与嘉兴市国土资源局南湖区分局、嘉兴市南湖区财政局、湘家荡管委会共同签署《土地一级开发整理协议》，由嘉湘集团负责湘家荡区域内的土地整理项目。运营模式方面，嘉湘集团前期自筹资金进行土地开发整理，土地整理完成后，移交湘家荡管委会进行竣工验收，湘家荡管委会根据市场情况和资金安排选择移交土储中心收储或直接至公共资源交易中心进行挂牌出让。嘉兴市国土资源局南湖区分局、嘉兴市南湖区财政局按各自权限将区域内土地整理项目的结算金额按约定支付给嘉湘集团（及子公司），作为其收入，支付时间一般为土地整理完毕并验收移交后的一个月内。

2020年由嘉湘集团开发整理并由嘉兴市土储中心完成出让的土地共计103亩，该项目总投资1.18亿元，截至2021年3月末，公司收到资金并确认土地开发收入共计2.45亿元。

截至2021年3月末，嘉湘集团受湘家荡管委会委托已整理完成待出让的土地共计1,876.49亩，

累计已完成投资22.74亿元，待移交土地充足。

嘉湘集团在整理及拟开发整理总面积5,333亩，计划总投资68.60亿元，截至2021年3月末已完成投资44.81亿元（部分立项的收入在基础设施建设业务板块体现）。

### 房地产开发板块

公司房地产开发业务主要由嘉城集团和嘉湘集团负责。其中，嘉城集团房地产开发项目包括列入市政工程的安置房建设和销售以及自营性质的商品房开发。其中，安置房用地为划拨地，安置用房经嘉兴市政府审批同意后，补缴土地出让金后可转为商品房销售。此外，嘉实集团子公司嘉兴嘉实置业有限公司（以下简称“嘉实置业”）、桐乡民丰房地产开发有限公司（以下简称“民丰房地产开发”）和湖州民丰置业有限公司（以下简称“民丰置业”）亦经营有房地产开发业务。

截至2021年3月末，嘉城集团已完工安置房项目大部分已经销售完毕，累计实现销售收入17.08亿元；同期末，主要已完工自营房地产项目包括南都苑和南都大厦项目等，累计总投资17.71亿元，总建筑面积25.88万平方米，截至2021年3月末，已回款12.40亿元。

截至2021年3月末，嘉城集团在建房地产项目为华梦地块商品房项目，该项目位于嘉兴市南湖区解放街道、东升东路南侧、凌塘路东侧、解放街道办事处以及华美小区西侧，项目用地为嘉兴2018南-024号地块项目，项目用地面积84,465.47平米，容积率为2.43，绿化率为30%，计划总投资24.30亿元，总可售面积为28.46万平方米，计划建设期为2019~2022年，截至2021年3月末已完成投资16.44亿元，目前尚未达到预售状态。

表 16：截至 2021 年 3 月末嘉城集团主要自营房地产项目销售情况（单位：亿元，平方米）

序号	项目名称	项目类别	总投资	建筑面积	销售进度	销售回款
1	南都苑	商办	3.08	29,600.00	99.00%	1.78
2	南都大厦	商办		3,700.00	54.00%	1.96
3	融通商务中心	商办	3.78	79,600.00	92.00%	3.37
4	和润商厦	商办	3.33	22,400.00	100.00%	1.24
5	府林绿都	商办	0.65	9,600.00	40.00%	0.25

6	中瑞商厦办公楼	商办	0.63	8,648.90	56.73%	0.50
7	湖州-世纪广场	商住	6.24	105,239.00	54.00%	3.30
-	<b>合计</b>	-	<b>17.71</b>	<b>258,787.90</b>	-	<b>12.40</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

嘉湘集团负责湘家荡区域的开发建设，承担了区域范围内的征迁安置及安置房销售职能。湘家荡区域涉及拆迁户约为 9,812 户，其中“两分两换”涉及 5 个村、约 3,897 户，东栅区域约 800 户，其他区域约 5,000 户。对于住房安置的居民来说，嘉湘集团通过自有资金和外部融资的方式建设大树绿苑小区、嘉城·绿都、江南新家园、三家浜社区、湘都公寓、湘南公寓六大安置小区用于居民住房安置。嘉湘集团六大安置小区总建筑面积 329 万平方米，项目总投资 68.55 亿元，截至 2021 年 3 月末已基本建设完毕。由于安置工作已基本完成，2020 年嘉湘集团仍未实现安置房销售收入。

自 2017 年起，嘉湘集团安置房陆续进行竣工决算，嘉湘集团将逐步确认并结转安置房销售收入和成本。资金平衡上，嘉湘集团主要依赖征迁整理后的土地升值来弥补前期资金投入。此外，根据《嘉兴市土地管理委员会会议纪要》（2014）3 号文件，嘉湘集团在补交土地出让金后将部分安置房转为商品房销售以实现资金回笼。2020 年，嘉湘集团完成转商品房的住宅销售 110 套，销售面积 1.08 万方（包括车库及车位面积），实现销售收入 1.24 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司剩余 30 万方住宅及 7.5 万方商业用房可转为市场化方式销售，可为嘉湘集团后续收入提供补充。

### 工程施工板块

公司工程施工收入主要由 2020 年新并入的子公司嘉兴市规划设计研究院有限公司（以下简称“嘉规院”）通过 EPC 项目产生，EPC 项目通常通过公开招标方式取得。合同签订后，公司将安排人员成立项目指挥部进行项目前期技术准备；准备工作完成后，项目指挥部安排施工人员、设备及安全管理、技术人员进场施工。总体上，合同款项都由项目业主单位支付给嘉规院，再由嘉规院支付至施工单位。具体来说，嘉规院收到项目业主预付款后，

按合同约定同步支付项目预付款至施工单位；工程开工后，嘉规院按月进度或形象进度向项目业主进行工程款申报，收到项目业主工程款项后依据合同支付比例同步支付工程进度款至施工单位；工程竣工验收后，项目业主支付至合同价的 80%至 90%，工程结算审计完成后付至审定价的 97%-98.5%，嘉规院也同步支付至施工单位；缺陷责任期届满后，相关款项同步结清。2020 年，嘉规院实现工程施工业务收入 1.56 亿元。

### 房屋出租板块

公司房屋出租业务主要是嘉城集团对月河、梅湾街历史街区、南湖景区、芦席汇以及其他一些商铺的出租业务。截至 2021 年 3 月末，可供出租面积 20.62 万平方米，已出租面积 17.76 万平方米，出租率 86.14%。其中，月河历史街区主要出租对象为花鸟市场、茶楼、餐饮等；梅湾街历史街区和芦席汇的主要租赁对象为餐饮、茶楼等；南湖景区主要租借用途为茶室、餐饮等；其他出租收入主要来源于出租杨柳湾菜场、秀州北路菜场以及在部分安置小区周边的商铺。

表 17：截至 2021 年 3 月末公司出租资产情况（单位：平方米，%）

资产项目	可供出租面积	已出租面积	出租率
月河	48,440.36	46,918.53	96.86
梅湾街	81,622.05	66,435.63	81.39
南湖景区	18,075.41	12,116.71	67.03
芦席汇	6,053.78	5,391.48	89.06
其他	51,996.67	46,754.71	89.92
<b>合计</b>	<b>206,188.27</b>	<b>177,617.06</b>	<b>86.14</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司拥有嘉兴市本级重要的旅游资源，但旅游收入规模相对较小，对公司营业收入贡献有限

公司旅游板块主要由嘉城集团承担，嘉湘集团亦承担少量旅游业务。嘉城集团下辖南湖革命纪念馆新馆、嘉兴南湖景区以及月河客栈和沙龙宾馆等

旅游资产。嘉湘集团下辖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产，尚处于培育初期，收入贡献较小，湘家荡旅游度假区已于2016年1月获得国家4A级景区资格。此外，公司景区内商铺亦可产生一定的租金收入。

南湖革命纪念馆新馆为事业单位，嘉城集团行使代管职责，无门票收入；嘉兴南湖景区为中国共产党的诞生地，拥有以南湖名胜为核心、以运河古城为依托的旅游品牌，为5A级景区。受疫情影响，公司旅游业务板块的收入均有所下滑，2020年嘉兴南湖景区参观人流量为46万人次，较上年减少55.21%；实现门票收入3,805.47万元，较上年减少23.40%；同期，嘉城集团实现餐饮、客房收入5,123.38万元（餐饮、客房收入含不含宾馆服务收入），较上年减少24.93%；实现出租和物业管理收入9,950.87万元。

在建旅游项目方面，截至2021年3月末嘉城集团主要在建项目有嘉兴市南湖湖滨区域改造提升工程项目、嘉兴子城遗址公园改造工程和芦席汇历史街区保护性开发建设项目，总投资36.59亿元，累计已投资29.17亿元，资金来源为自筹。其中嘉兴市南湖湖滨区域改造提升工程项目和嘉兴子城遗址公园改造工程公益性较强，未来主要依靠政府补贴收入平衡，芦席汇历史街区保护性开发建设项目未来主要依靠门票和商铺出租收入实现资金平衡。

另公司还有旅行社服务业务，主要由嘉通集团下属子公司嘉兴市国鸿旅行社有限公司负责经营，业务范围包括国内旅游、入境旅游和票务代理等。2018-2020年，嘉通集团分别实现旅游服务业务收

入934.79万元、990.38万元和857.48万元，2020年受疫情影响稍有下滑。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年三年连审审计报告及容诚会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>1</sup>审计并出具标准无保留意见的2019年、2020年审计报告以及公司提供的未经审计的2021年一季度报表，数据均系当年的期末数。公司各期财务报表均按新会计准则编制。

**2020年受疫情影响，毛利较好的业务收入稍有下滑，毛利较低的贸易收入大幅增长，故公司当年毛利率稍有下滑；随着合并子公司的增加，期间费用仍处于高位，对公司利润形成一定侵蚀，利润总额对政府补助存在一定依赖**

2020年，公司营业总收入为162.20亿元，较上年增长27.48%，增幅较大主要系公司当年商品销售收入大幅增长，以及新增的嘉规院产生的工程施工以及规划设计费收入。具体来看，商品销售、纸制品销售、天然气、燃气及配套销售、油品销售和通行费收入等规模较大。但2020年受疫情影响，公司天然气、燃气及配套销售、纸制品、通行费收入稍有下滑，商品销售收入增幅较大。

毛利率方面，2020年公司实现营业毛利率6.85%，较上年稍有下滑，主要系受毛利率较低的商品销售业务规模持续扩大，且毛利率较好的纸品销售和通行费收入下滑等因素影响。

表 18: 2018-2020 年公司营业收入及毛利率情况（万元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	
公用事业	天然气、燃气及配套销售	219,827.97	2.66	255,432.49	2.49	189,522.82	2.71
	水务运营	72,594.61	-0.41	91,608.50	-6.94	114,311.47	6.51
	公共交通	5,574.74	-354.65	6,064.91	-384.82	2,771.44	-1102.14

<sup>1</sup>华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）2019年更名为

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）

	加油站经营	106,787.52	12.36	111,715.64	11.47	131,289.34	12.97
	小计	<b>404,784.83</b>	<b>-0.25</b>	<b>464,821.54</b>	<b>-2.27</b>	<b>437,895.07</b>	<b>-0.21</b>
商贸流通	混凝土销售	7,270.86	13.08	6,923.35	8.88	6,855.63	10.22
	商品销售	330,596.21	0.83	328,185.54	0.52	571,533.50	0.71
	小计	<b>337,867.06</b>	<b>1.09</b>	<b>335,108.90</b>	<b>0.69</b>	<b>578,389.13</b>	<b>0.82</b>
交通运营	通行费	181,674.38	34.22	189,064.66	30.18	178,968.91	22.08
	服务区	2,503.81	28.99	3,627.65	37.95	4,163.15	17.17
	运输劳务	13,361.16	-72.64	13,442.44	-73.63	9,069.76	-134.66
	小计	<b>197,539.35</b>	<b>26.93</b>	<b>206,134.75</b>	<b>23.55</b>	<b>192,201.81</b>	<b>14.58</b>
造纸业	纸制品销售	143,967.26	15.07	134,568.51	17.01	131,637.04	21.92
	小计	<b>143,967.26</b>	<b>15.07</b>	<b>134,568.51</b>	<b>17.01</b>	<b>131,637.04</b>	<b>21.92</b>
城市运营	受托代建	21,352.01	4.63	29,455.54	4.63	3,974.97	1.26
	工程施工	1,805.96	0.19	2,551.17	-98.99	139,688.10	1.72
	土地整理	14,089.34	4.53	-	-	24,450.48	51.82
	房屋销售	55,066.55	35.28	24,487.96	44.24	20,594.05	51.18
	房屋出租	6,893.46	58.27	8,279.20	50.77	8,904.07	54.72
	小计	<b>99,207.33</b>	<b>25.27</b>	<b>64,773.87</b>	<b>21.42</b>	<b>197,611.67</b>	<b>15.45</b>
旅游产业	旅游服务	30,760.65	26.14	25,413.58	13	20,193.05	-17.83
	小计	<b>30,760.65</b>	<b>26.14</b>	<b>25,413.58</b>	<b>13</b>	<b>20,193.05</b>	<b>-17.83</b>
其他	驾驶培训	5,850.48	6.59	6,349.46	4.78	5,559.54	8
	加油站出租	183.98	88.78	153.88	86.58	171.43	83.99
	市政规划设计收入	0	-	0	-	25,762.86	49.25
	其他	27,248.10	-264.07	34,991.33	22.2	32,581.45	31.21
	小计	<b>33,282.56</b>	<b>22.2</b>	<b>41,494.67</b>	<b>27.08</b>	<b>64,075.28</b>	<b>36.59</b>
合计		<b>1,247,409.06</b>	<b>9.47</b>	<b>1,272,315.82</b>	<b>7.20</b>	<b>1,622,003.06</b>	<b>6.85</b>

注：表中合计数与加总不符主要系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年公司期间费用合计为 26.41 亿元，同比增长 7.40%。公司期间费用主要为财务费用，2020 年公司财务费用为 15.90 亿元，较上年稍有减少，2020 年期间费用增长主要系管理费用和财务费用的增加，其中管理费用增加主要系当期新增合并范围的子公司，研发费用增加主要系公司 2020 年新设立浙江嘉兴数字城市实验室有限公司的研发支出。2020 年期间费用收入占比为 16.28%，较上年稍有下浮，但整体对利润形成一定侵蚀。

表 19：2018 年~2021 年 3 月年公司期间费用分析

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
销售费用（亿元）	3.51	3.08	2.94	0.75
管理费用（亿元）	5.15	4.54	6.30	2.41
财务费用（亿元）	12.66	16.41	15.90	4.16
研发费用（亿元）	-	0.56	1.26	0.08
期间费用合计（亿元）	21.32	24.59	26.41	7.40
营业总收入（亿元）	124.74	127.23	162.20	49.10

期间费用收入占比 (%)	17.09	19.33	16.28	15.08
经营性业务利润（亿元）	-1.16	-7.42	-1.48	0.53
投资收益（亿元）	5.12	22.03	6.47	0.59
其他收益（亿元）	9.11	10.30	14.60	2.66
利润总额	4.72	14.63	2.66	1.22

资料来源：公司财务报告

2020 年公司实现利润总额 2.66 亿元，较上年大幅减少，主要系 2019 年公司出售了嘉兴湘家荡酒店有限公司的股权产生了 16.89 亿元的收益，当年投资收益大幅增长。公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2020 年，公司经营性业务利润为-1.48 亿元，持续呈亏损态势，主要系经营性业务毛利率持续下降所致。2020 年，公司收到的政府补助为 14.67 亿元，公司利润总额对政府补助存在一定依赖。2020 年公司投资收益为 6.47 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资 2.94

亿元和处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.95 亿元。

### 2020 年公司资产规模稳步上升, 受益于强有力的股东支持, 公司资本实力不断夯实, 资产负债率稍有上升。存货和固定资产是公司资产的最主要构成部分, 资产流动性一般

2020 年随着公司项目的持续推进以及股东方新划入的子公司, 公司资产规模稳步增长, 2020 年末, 公司总资产 1,287.91 亿元, 同比增长 15.79%。所有者权益增长 10.24%至 473.62 亿元, 主要系新增实收资本 20.90 亿元 (主要系股东当年划入了 8 家子公司), 截至 2021 年 3 月末, 公司实收资本 43.26 亿元, 注册资本剩余的 7.10 亿元预计 2021 年末全部到位。

资产构成方面, 公司流动资产和非流动资产占比分别未 53.68%和 46.32%。公司流动资产主要系货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产。其中货币资金主要系银行存款, 截至 2021 年 3 月末, 公司受限货币资金为 39,305.34 万元, 主要系保证金。2020 年其他应收款较上年减少 47.25%主要系收回了部分往来款, 截至 2020 年末, 公司其他应收款前五大分别为绿地控股集团有限公司 (主要系嘉湘集团将嘉兴湘家荡酒店有限公司的股权作价转让给绿地控股集团有限公司)、嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司、嘉兴湘家荡房屋征收服务中心、嘉化搬迁项目和嘉兴市财政局, 前五名期末余款占总额的比例为 52.33%, 2020 年公司根据会计准则计提了 2.57 亿元的坏账准备, 计提比例达 4.71%。存货主要系嘉城集团和嘉湘集团的基建、土地以及安置房项目, 2020 年因为嘉兴市即将迎来建党 100 周年大会, 故当年投入进度有所加快。2020 年公司其他流动资产减少 20.01%, 主要系部分理财产品到期赎回。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程以及其他非流动资产, 上述科目占非流动资产的比重达 96.13%。其中可供出售金融资产主要系公司对

沪杭铁路客运专线股份有限公司、浙江省海港投资运营集团有限公司和宁波市杭州湾大桥发展有限公司等的投资, 2020 年变化不大; 长期股权投资主要系对浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司、嘉兴银行股份有限公司、嘉兴市秀洲区交通建设投资有限公司和加西贝拉压缩机有限公司等的股权投资, 2020 年增加主要系公司对部分投资企业的追加投资。投资性房地产主要系公司用于出租的房屋等, 2020 年增加的主要系从在建工程中转入的 3.06 亿元的房屋及建筑物, 其中截至 2020 年末, 投资性房地产中北京驿站 (0.71 亿元) 和中南大厦 (2.28 亿元) 尚未办妥产权证。固定资产主要系公司及下属子公司自用的房屋建筑物、机器设备等, 2020 年增加, 主要系当年新划入的 8 家子公司的固定资产。在建工程主要系千岛湖引水工程、快速路、有轨电车等项目投入。其他非流动资产主要系南湖大道土地资产、项目投资款等, 近年来变化不大。

表 20: 近年来公司主要资产及所有者权益构成情况 (亿元)

科目	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	74.96	86.23	130.91	186.18
其他应收款	72.69	82.86	43.71	43.93
存货	391.35	399.64	480.49	494.15
其他流动资产	40.23	13.34	10.67	11.15
<b>流动资产</b>	<b>597.51</b>	<b>602.76</b>	<b>691.39</b>	<b>765.48</b>
可供出售金融资产	48.86	51.91	52.32	52.42
长期股权投资	35.29	38.54	57.02	57.80
投资性房地产	15.97	18.75	22.59	23.63
固定资产	219.62	216.67	273.94	263.99
在建工程	54.98	98.94	105.34	122.18
其他非流动资产	60.89	62.02	62.20	60.52
<b>非流动资产</b>	<b>456.48</b>	<b>509.56</b>	<b>596.52</b>	<b>610.90</b>
<b>总资产</b>	<b>1,053.99</b>	<b>1,112.32</b>	<b>1,287.91</b>	<b>1,376.38</b>
实收资本	20.36	22.36	43.26	43.26
资本公积	241.10	252.10	262.59	280.51
<b>所有者权益</b>	<b>395.83</b>	<b>429.63</b>	<b>473.62</b>	<b>485.22</b>

负债方面, 2020 年末公司总负债为 814.29 亿元, 同比增长 19.28%。公司流动负债和非流动负债占比分别为 38.83%和 61.17%。具体来看, 公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。短期借款主要系信用和保证借款, 利率区间为 3.50%~5.00%。应付账款主要系应付货款以及项目

款等，截至 2020 年末，应付账款前五名分别为深圳市飞马国际供应链股份有限公司（货款）、浙江千尧环境工程有限公司（项目款）、嘉善县高速公路建设指挥部（项目款）、郑州宇通客车股份有限公司（车辆采购款）和北汽福田汽车股份有限公司（车辆采购款）。其他应付款主要系往来看，2020 年末前五名单位主要系嘉兴市嘉城资产实业有限公司、嘉兴市财政局、嘉兴市土地储备中心、嘉兴市大树基础设施建设投资中心和嘉兴市湘家荡区域开发建设管理委员会，占比 76.03%。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、长期债券和长期应付款。其他流动负债主要系短期融资券和短期应付债券，2020 年增幅的主要系新增了 12 亿元的短期融资券。

表 21：近年来公司主要负债科目（亿元）

科目	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	36.07	46.25	55.44	60.49
应付账款	19.11	25.77	29.01	27.81
其他应付款	140.98	132.66	130.76	127.91
一年内到期的非流动负债	74.30	67.08	58.51	60.10
其他流动负债	6.36	8.34	20.47	25.40
<b>流动负债</b>	<b>301.55</b>	<b>301.62</b>	<b>316.21</b>	<b>326.82</b>
长期借款	161.41	166.04	206.34	226.78
应付债券	135.71	158.74	236.99	272.33
长期应付款	25.49	40.35	34.61	44.29
<b>非流动负债</b>	<b>356.61</b>	<b>381.07</b>	<b>498.08</b>	<b>564.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>658.16</b>	<b>682.69</b>	<b>814.29</b>	<b>891.16</b>
短期债务	127.30	131.62	141.85	-
长期债务	322.53	344.01	458.86	-
<b>总债务</b>	<b>449.83</b>	<b>475.63</b>	<b>600.71</b>	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

非流动负债方面，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款。长期借款主要系信用、质押、保证借款等，2020 年大幅增加主要系公司项目投入力度加大，融资规模提升。公司长期借款的利率区间为 3.00%~7.007%，期限在 2~29 年不等。应付债券主要系公司发行的中票、公司债以及企业债等。长期应付款主要系国开发展基金、农发建设基金等借款以及项目的提前拨付款等。

债务结构方面，2020 年末，公司总债务为 600.71 亿元，同比增长 26.30%。其中长期债务为

458.86 亿元。公司债务以长期债务为主，2020 年末公司短期债务/总债务为 0.24 倍。2020 年末，公司资产负债率为 63.23%，较上年稍有上升 1.85 个百分点；总资本化比率为 55.91%。2021 年 3 月末，公司资产负债率为 64.75%、总资本化比例为 56.50%。

### 2020 年公司经营活动净现金流由正转负，无法对债务本息进行覆盖；公司短期偿债压力较小，且外部授信和畅通的融资渠道能够对整体偿债能力提供支持

2020 年受疫情影响，公司的公用事业板块和交通运营板块体量稍有下滑，加之当年公司加大了城市运营板块现的投入，当年公司经营活动现金流呈净流出态势，为-34.99 亿元。经营活动净现金流无法对总债务及利息进行覆盖。

2020 年末公司总债务为 600.71 亿元，以长期债务为主。2020 年，公司 EBITDA 为 39.84 亿元，较上年稍有下滑。从偿债指标来看，2020 年，公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障系数分别为 15.08 倍和 1.60 倍，EBITDA 可以有效覆盖利息支出，但各项指标较上年稍有弱化。

表 22：2018~2020 年公司偿债能力分析

科目	2018	2019	2020
短期债务(亿元)	127.30	131.62	141.85
长期债务(亿元)	322.53	344.01	458.86
总债务(亿元)	449.83	475.63	600.71
经营活动现金流净额	18.22	1.20	-34.99
EBITDA(亿元)	33.91	48.99	39.84
总债务/经营活动净现金流(X)	24.68	396.54	-17.17
总债务/EBITDA(X)	13.26	9.71	15.08
EBITDA 利息保障系数(X)	1.48	2.28	1.60
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.08	0.06	-1.40

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

债务到期分布方面，截至 2021 年 3 月末，公司总债务为 660.66 亿元，以长期债务为主，其中一年以内到期债务为 145.58 亿元。同期末，公司货币资金/短期债务为 1.28 倍，公司短期偿债压力尚好。

表 20：截至 2021 年 3 月末公司到期债务分布情况

	1年内	1~3年	3年以上
金额（亿元）	145.58	118.57	396.52

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司合并口径从银行获得的授信总额为 596.10 亿元，未使用额度为 199.33 亿元，有一定备用流动性支持。

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额为 44.51 亿元，占净资产的 9.17%，主要担保对象为浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司、嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司等嘉兴市国有企业。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 25.87 亿元，占总资产的 1.88%，主要系货币资金、存货、投资性房地产、固定资产等。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 6 月 17 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 外部支持

**公司作为嘉兴市重要的国有资本运营平台，在嘉兴市国有资本授权经营体制改革中地位突出，并在资源整合、资本注入等方面得到了政府的大力支持**

作为嘉兴市国资委以管资本为主改革国有资本授权经营体制的重要平台，公司在嘉兴市国企改革和国资监管创新中发挥重要的作用。

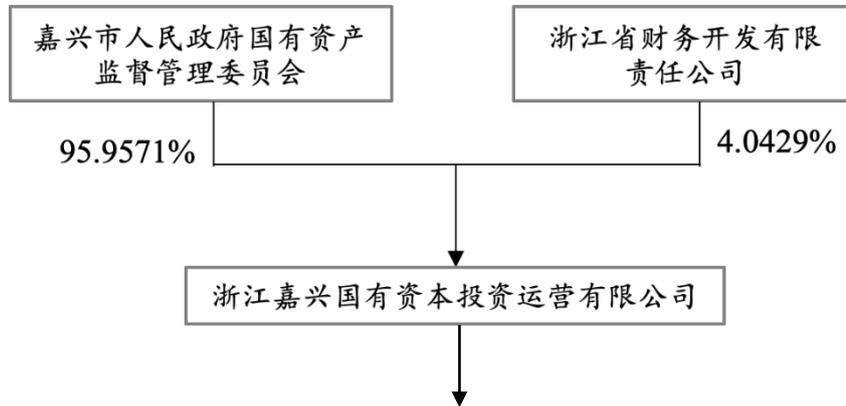
近年来公司资本实力不断夯实。截至 2021 年 3 月末，公司实收资本为 43.26 亿元。2018~2020 年末，公司所有者权益合计分别为 395.83 亿元、429.63 亿元和 473.62 亿元，逐年增长，主要系股东方注资、下属子公司收到地方政府债券置换资金、财政拨款和增资款、以及公司获得子公司股权划入所致。同期末，公司未分配利润分别为 33.43 亿元、43.79 亿元和 46.80 亿元，随公司下属子公司经营积累而稳健增长。

公司每年获得的补助资金，有力充实了利润规模。2018~2020 年公司获得的与日常经营相关的政府补助分别为 9.11 亿元、10.30 亿元和 14.60 亿元，补助资金规模较大且持续性良好，有力充实了公司的利润规模。

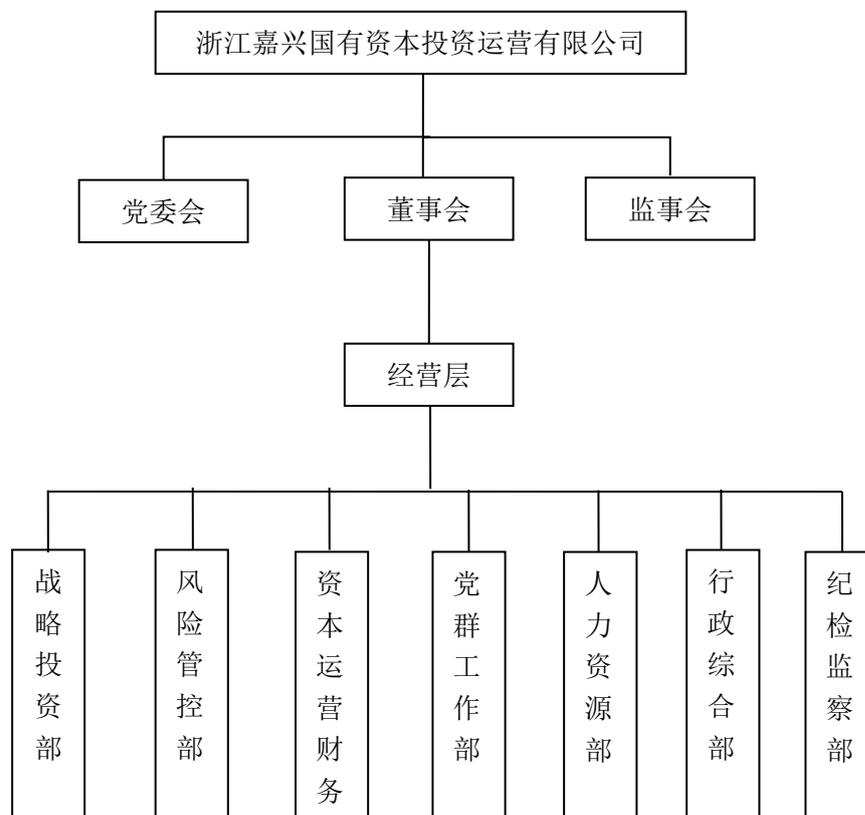
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 嘉兴国资 MTN001”、“20 嘉兴国资 MTN001”、“20 嘉投 02”、“21 嘉投 01/ 21 嘉兴债 01”和“21 嘉投 02”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年 3 月末)



序号	公司名称	持股比例	持股关系
1	嘉兴市原水投资有限公司	26.77%	直接
2	嘉兴市城市投资发展集团有限公司	100.00%	直接
3	嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司	100.00%	直接
4	嘉兴市交通投资集团有限责任公司	100.00%	直接
5	嘉兴市水务投资集团有限公司	87.67%	直接
6	嘉兴市实业资产投资集团有限公司	100.00%	直接



资料来源：公司提供

## 附二：浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	749,588.11	862,333.96	1,309,085.79	1,861,754.87
应收账款	101,234.72	124,637.08	183,810.09	226,373.40
其他应收款	726,955.97	828,561.31	437,051.51	439,290.24
存货	3,913,536.90	3,996,442.02	4,804,913.48	4,941,532.39
长期投资	841,566.20	904,488.19	1,093,440.95	1,102,239.51
在建工程	550,441.25	989,350.07	1,053,370.79	1,221,832.52
无形资产	127,873.25	147,688.39	150,406.45	214,599.14
总资产	10,539,869.15	11,123,193.52	12,879,095.71	13,763,766.90
其他应付款	1,453,060.28	1,326,588.55	1,307,647.00	1,279,147.87
短期债务	1,273,042.94	1,316,196.94	1,418,481.30	1,310,817.94
长期债务	3,225,298.61	3,440,114.21	4,588,607.30	4,991,092.33
总债务	4,498,341.55	4,756,311.14	6,007,088.60	6,301,910.27
总负债	6,581,616.23	6,826,913.90	8,142,930.03	8,911,556.02
费用化利息支出	124,913.85	168,184.51	172,345.76	-
资本化利息支出	104,142.37	46,617.89	77,158.22	-
实收资本	203,600.00	223,600.00	432,600.00	432,600.00
少数股东权益	970,542.21	1,048,181.82	1,154,178.55	1,103,163.72
所有者权益合计	3,958,252.92	4,296,279.62	4,736,165.68	4,852,210.89
营业总收入	1,247,409.06	1,272,315.82	1,622,003.06	491,010.23
经营性业务利润	-11,639.45	-74,225.98	-14,814.32	5,288.64
投资收益	51,167.24	220,277.38	64,724.07	5,882.04
净利润	38,675.08	107,044.88	14,462.82	8,479.63
EBIT	172,065.91	314,522.81	198,989.37	-
EBITDA	339,140.39	489,863.61	398,411.81	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,352,185.82	1,350,245.05	1,744,007.48	525,682.76
收到其他与经营活动有关的现金	550,666.44	533,180.19	530,600.84	340,424.71
购买商品、接受劳务支付的现金	1,423,382.39	1,409,482.13	2,360,173.35	798,507.95
支付其他与经营活动有关的现金	172,423.63	303,153.48	80,848.68	88,931.69
吸收投资收到的现金	261,313.40	62,463.83	42,440.00	0.00
资本支出	220,894.11	621,361.60	768,924.17	192,628.12
经营活动产生现金净流量	182,234.15	11,994.43	-349,906.85	-90,156.12
投资活动产生现金净流量	-458,770.78	-205,038.81	-594,723.18	-201,476.34
筹资活动产生现金净流量	121,827.93	282,812.43	1,392,480.34	830,132.15
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	9.47	7.20	6.85	11.14
期间费用率(%)	17.09	19.33	16.28	15.08
应收类款项/总资产(%)	8.36	9.02	5.14	5.14
收现比(%)	1.08	1.06	1.08	1.07
总资产收益率(%)	1.68	2.90	1.66	-
资产负债率(%)	62.44	61.38	63.23	64.75
总资本化比率(%)	53.19	52.54	55.91	56.50
短期债务/总债务(%)	0.28	0.28	0.24	0.21
FFO/总债务(X)	0.06	0.05	0.06	-0.06
FFO利息倍数(X)	1.24	1.11	1.40	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.80	0.06	-1.40	-
总债务/EBITDA(X)	13.26	9.71	15.08	-
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.37	0.28	-
货币资金/短期债务(X)	0.59	0.66	0.92	1.42
EBITDA利息覆盖倍数(X)	1.48	2.28	1.60	-

注：1.公司各期财务报表均采用新会计准则编制；2.中诚信国际总债务统计口径包含其他流动负债和长期应付款中的带息债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。