

2021 年第一期嘉兴滨海控股集团有限公司 公司债券信用评级报告



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

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員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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【206】号 01
分析师

姓名：
党雨曦 朱磊

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 03 月 12 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2021 年第一期嘉兴滨海控股集团有限公司 公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过 6 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年，在债券存续期的第 5 年末附设投资者回售选择权

债券偿还方式：每年付息一次，到期时归还本金及最后一期利息

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对嘉兴滨海控股集团有限公司（以下简称“滨海控股”或“公司”）本次拟公开发行的不超过 6 亿元的公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到良好的区位优势以及高速增长的经济，为公司发展提供了良好基础；公司供水、污水处理和蒸汽业务在区域内具有垄断性，多元化经营程度持续提升，土地业务持续性较有保障，以及公司近年持续获得较大力度外部支持。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性表现较弱，面临一定的资金支出压力和债务压力，且存在一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 区域区位优势突出，经济高速增长，为公司发展提供了良好基础。嘉兴是国内知名红色旅游城市，毗邻上海与杭州，是浙江省全面接轨上海示范区，基础设施建设需求旺盛，区域经济活跃，增速较快；嘉兴港区是区域重要港务中心，化工产业占据区域绝对主导地位，工业基础较好，近年经济增速较快，2017-2019 年同比分别增长 12.8%、11.5%和 8.5%。
- 公司业务较为多元化，在区域内具有垄断性。公司主要从事嘉兴港区土地出让、供水、蒸汽和市政建设等业务，且主要业务在区域内具有垄断性；公司 2019 年新设信息系统开发业务，业务范围较为多元化。截至 2019 年末，公司新并入的子公司港区新农村的征迁成本和安置房建设成本余额达 70.31 亿元，未来将由港区国土局在相关地块出让后分批结算土地整理收入，未来土地业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会、嘉兴港区国有资产管理办公室和嘉兴港区开发建设管理委员会近年来在资产注入等方面给予了公司较大支持，2018-2019 年通过无偿划拨股权、拨入专项补助资金等形式向公司注入资产，分别增加公司资本公积 25,900.53 万元和 326,156.20 万元；且公司 2017-2019 年分别获得了 10,167.94 万元、6,549.26 万元、7,357.32 万元的补贴收入，有效提升了公司的盈利水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司存货主要为开发成本和土地资产，规模为 877,192.27 万元，占公司总资产的比重达 39.70%，开发成本的即时变现能力较差；此外，计入存货和无形资产中的土地使用权总金额为 153,354.81 万元，其中价值 82,300.65 万元的土地尚未办理土地证，价值 9,924.31 万元的地块已用于抵押，流动性受到一定限制。截至 2020 年 9 月末，公司存货规模升至 1,014,752.26 万元，总体资产流动性表现较弱。
- **公司面临一定的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司主要在建和拟建项目尚需投入资金 275,429.55 万元，随着嘉兴港区建设的推进，作为区域内的建设和运营主体，公司仍需投入建设资金，面临一定的资金支出压力。
- **公司面临一定的债务压力。**2019 年末公司有息债务为 1,187,247.14 万元，占总负债的比重 93.66%，2017-2019 年复合增长率达 38.19%；现金短期债务比为 0.32，EBITDA 利息保障倍数为 0.33，使得公司面临一定的债务压力。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务余额增至 1,415,627.44 万元，偿债压力有所上升。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额为 194,750.00 万元，占公司净资产的比例为 20.21%，主要担保对象为国有企业，价值 115,750.00 万元的担保金额设置了反担保措施；公司仍面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,456,246.72	2,209,469.57	1,498,713.99	1,264,311.12
所有者权益	963,724.22	941,892.67	590,800.86	561,972.83
有息债务	1,415,627.44	1,187,247.14	814,809.46	621,753.24

资产负债率	60.76%	57.37%	60.58%	55.55%
现金短期债务比	0.32	0.32	0.31	0.31
营业收入	73,406.94	85,152.99	55,305.39	46,325.21
其他收益	8,066.86	7,334.65	6,549.26	10,167.94
利润总额	8,279.55	10,072.51	10,788.68	20,047.46
综合毛利率	13.36%	20.07%	29.63%	19.40%
EBITDA	-	20,606.20	34,594.92	39,417.74
EBITDA 利息保障倍数	-	0.33	0.67	0.76
经营活动现金流净额	13,420.14	9,921.65	109,333.85	28,524.85
收现比	0.58	1.01	1.69	0.81

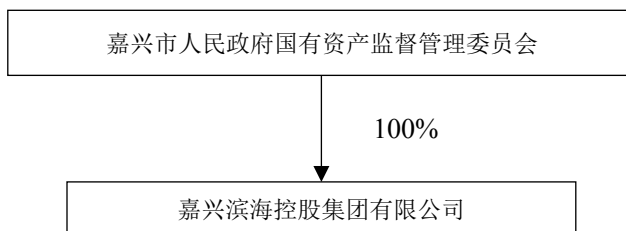
资料来源：公司2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季报，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2010年4月，由嘉兴港区国有资产管理办公室（以下简称“港区国资办”）出资组建，注册资本为人民币108,000.00万元。2013年8月，公司出资人由港区国资办改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”）。截至2020年12月末，公司注册资本为人民币108,000.00万元，实收资本为108,000.00万元，公司实际控制人嘉兴市国资委持有公司100%股份。

公司是嘉兴港区重要的建设主体，业务范围较为多元化，子公司嘉兴市乍浦建设投资有限公司（以下简称“乍浦建投”）是公司开展业务的主要平台。公司主要经营范围为政府承担城市改造拆迁和农村征迁，城市路桥、城市基础设施、公共事业和农业开发项目的投资、开发建设；市政公共设施管理；房屋拆迁、房地产开发；承担授权范围内国有资产投资、控股、参股、转让、重组的经营业务；资产管理、投资管理、受托资产管理。截至2020年9月末，公司纳入公司合并报表范围的子公司共计34家，明细见附录二。

图 1 截至 2020 年 12 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：2021年第一期嘉兴滨海控股集团有限公司公司债券；

发行总额：不超过6亿元；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券，在存续期的第5年末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；

还本付息方式：每年度付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金60,000万元，其中36,000.00万元用于嘉兴港区综合保税区产业园项目，24,000.00万元用于补充公司营运资金。

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	本期债券募集资金使用规模	占项目总投资比例
嘉兴港区综合保税区产业园项目	107,100.00	36,000.00	33.61%
补充营运资金	-	24,000.00	-
合计	-	60,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1.建设内容

根据公司提供资料，该项目由公司子公司嘉兴综合保税区建设投资有限公司（以下简称“综保建投”）负责建设与运营，地址位于嘉兴港区新07省道东侧、出口加工区内。项目总用地面积111.08亩，总建筑面积175,000.00平方米，其中地下建筑面积30,000.00平方米，容积率为1.958，主要建设内容包括综保区高标准厂房以及停车位、充电桩等配套设施，预计总投资为107,100.00万元，资金由综保建投自筹。

2.项目审批情况

该项目目前已获得批文情况如下表：

表2 嘉兴港区综合保税区产业园项目所获批文情况

批复内容	文号	发文机构
《浙江省企业投资项目备案（赋码）信息表》	2020-330492-47-03-144510	嘉兴港区经济发展局
《关于嘉兴港区综合保税区产业园项目用地的预审意见》	平乍 GY2020-2	嘉兴市国土资源局港区局
《建设项目选址意见书》	选字第 3304012020040002 号	嘉兴港区规划建设局
《关于嘉兴综合保税区建设投资有限公司嘉兴港区综合保税区产业园项目的环保意见》	嘉港环【2020】13 号	嘉兴港区环境保护局

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3.预计收益情况

项目还本付息资金来源为房屋出租、停车场收入及广告费收入。本次债券拟发行面额合计为不超过120,000.00万元，拟分期发行，本期债券面额60,000.00万元，其中对募投项目投入36,000.00万元。根据浙江中明工程咨询有限公司出具的《嘉兴港区综合保税区产业园可行性研究报告》（浙中咨可（2020）009号）（以下简称“可研报告”），本项目计划融资72,000.00万元，融资期限7年，贷款利率按年利率6.00%进行计算，项目于第三年开始还贷，分5年还款，合计需付息19,440.00万元；本项目预计于第三年开

始实现收入，按照债券存续期7年来计算，在此期间本项目预计将实现总收入46,901.45万元，其中出租收入为38,156.12万元，停车位收费收入3,853.19万元，广告收入4,892.15万元；预计将实现EBITDA 39,797.87万元。中证鹏元也关注到，本期债券本息偿付存在一些潜在风险，募投项目主要为运营类，未来收益的实现对于公司的运营能力依赖较大。若是后续项目建设进度、或者运营过程中出租率等不及预期，可能会影响募投项目收入和现金流的顺利实现。

表3 募投项目在债券存续期内的收入情况（单位：万元）

	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	合计
收入合计	7,835.05	9,037.97	9,480.24	10,041.95	10,506.24	46,901.45
出租收入	6,264.00	7,399.35	7,769.32	8,157.78	8,565.67	38,156.12
停车场收入	661.75	694.83	729.57	861.97	905.07	3,853.19
广告费收入	909.30	943.79	981.35	1,022.20	1,035.51	4,892.15
利润总额	-1,029.87	852.25	2,095.14	3,445.70	4,704.79	10,068.01
EBITDA	7,673.97	6,809.97	7,863.50	8,527.67	8,922.76	39,797.87

资料来源：公司提供、《嘉兴港区综合保税区产业园可行性研究报告》，中证鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施投资建设增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国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，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲

击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017年至2018年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017年至2018年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6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，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市

场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，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；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

嘉兴市地处长三角城市群，是浙江省全面接轨上海示范区，区位优势明显，近年地区生产总值稳步增长，整体经济实力较强

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，是长三角城市群、上海大都市圈重要城市，与沪、杭、苏、湖等城市相距均不到百公里，区位优势明显。2017年4月，浙江省政府将嘉兴设立为全面接轨上海示范区。嘉兴市下辖南湖、秀洲2个区，嘉善、海盐2个县，平湖、海宁、桐乡3个县级市，截至2019年末，全市常住人口为480.00万人。

近年嘉兴市经济保持稳定增长，2017-2019年分别实现地区生产总值4,355.24亿元、4,871.98亿元和5,370.32亿元，按照可比价格计算，同比分别增长7.8%、7.6%和7.0%，增速逐年放缓。分产业来看，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2,892.55亿元，同比增长5.9%；第三产业增加值2,356.88亿元，同比增长8.5%。同时，三次产业结构比由2017年的3.1: 53.0: 43.9变化为2019年的2.2: 53.9: 43.9，以第二产业为主导且占比不断提升。按常住人口计算，2019年嘉兴市人均地区生产总值112,751.00元，约为同期全国人均生产总值的159.05%，当地经济实力较强。

嘉兴市工业基础较好，2017-2019年全市规模以上工业增加值分别达到1,727.29亿元、1,968.14亿元和2,080.92亿元，分别同比增长9.5%、8.9%和6.8%。从产业结构看，2019年嘉兴市重工业增加值1,177.49亿元，同比增长10.4%；轻工业增加值903.43亿元，同比增长2.7%。从效益方面来看，2019年全市规模以上工业企业营业收入10,277.03亿元，同比增长4.8%，利润总额597.75亿元，同比下降0.2%。其中，私营企业利润总额同比增长5.2%。

2017-2019年嘉兴市固定资产投资分别同比增长11.2%、7.7%和11.3%，整体保持增长趋势，但增速存在波动。从投向来看，2019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分别比上年增长43.7%、35.8%、15.8%、12.1%，表现来看，基础设施建设投资需求旺盛。房地产方面，在限购、限贷、限价、限售等一系列房地产调控政策下，2019年房地产开发投资比上年增长2.9%，其中住宅投资增长1.8%，增速较上年降幅较大。2019年房屋施工面积5,364.57万平方米，同比增长14.0%；房屋竣工面积626.80万平方米，同比增长51.4%，商品房销售面积1,069.19万平方米，同比下降7.7%，房屋施工面积与竣工面积增速较上年有所增长，但商品房销售面积增速降幅明显。

2017-2019 年嘉兴市社会消费品零售总额分别同比增长 10.3%、8.9%和 8.5%，增速呈逐年下滑态势；进出口总额分别同比增长 19.4%、14.2%和 0.4%，近年嘉兴市内外贸易发展速度大幅放缓。2017-2019 年嘉兴市本外币存贷款余额均快速增长，为当地经济发展提供了有力支持。

表4 2017-2019 年嘉兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	5,370.32	7.0%	4,871.98	7.6%	4,355.24	7.8%
第一产业增加值	120.89	2.1%	115.03	0.1%	134.67	1.2%
第二产业增加值	2,892.55	5.9%	2,624.49	8.4%	2,309.30	8.6%
第三产业增加值	2,356.88	8.5%	2,132.46	7.1%	1,911.27	7.3%
规模以上工业增加值	2,080.92	6.8%	1,968.14	8.9%	1,727.29	9.5%
固定资产投资	-	11.3%	-	7.7%	3,009.64	11.2%
社会消费品零售总额	2,102.54	8.5%	1,938.59	8.9%	1,806.62	10.3%
进出口总额	2,832.15	0.4%	2,821.20	14.2%	2,469.71	19.4%
存款余额	9,511.54	14.6%	8,298.46	9.6%	7,568.79	10.5%
贷款余额	8,117.48	18.3%	6,863.38	13.1%	6,067.05	14.8%
人均 GDP（元）	112,751		103,858		93,964	
人均 GDP/全国人均 GDP	159.05%		160.66%		157.50%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2017-2019年嘉兴市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年嘉兴市全市实现公共财政收入 565.70 亿元，同比增长 9.1%。其中，税收收入为 509.6 亿元，占比 90.08%；实现政府性基金收入 747.65 亿元，同比下降 10.5%。同期，嘉兴市公共财政支出为 766.89 亿元，同比增长 30.2%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 73.77%。

嘉兴港区内辖乍浦港、综保区等资源，具备一定区位优势；嘉兴港区以化工为主导产业，较单一的产业结构使其经济发展易存在波动

嘉兴港区设立于 2001 年，与嘉兴经济技术开发区同为嘉兴市市属两大开发区，下辖国家一类开放口岸嘉兴（乍浦）港、国家级嘉兴综合保税区、中国化工新材料（嘉兴）园区、省级乍浦经济开发区和乍浦镇，管理范围为乍浦镇域约 54 平方公里，截至 2019 年末，嘉兴港区常住人口为 12.0 万人。嘉兴港区交通条件较好，位于杭州湾北岸，距上海洋山国际深水港 53 海里，区内杭浦高速、杭州湾跨海大桥北接线等贯穿而过，

是“长三角”沪、杭、甬、苏地区的交通枢纽，与周边城市形成“一小时交通圈”。

近年嘉兴港区经济保持稳定增长，2017-2019 年分别实现地区生产总值 160.8 亿元、183.0 亿元和 183.1 亿元，按照可比价格计算，同比分别增长 12.8%、11.5%和 8.5%，增速逐年下降。从产业结构来看，2019 年嘉兴港区第一产业增加值 0.6 亿元，同比增长 1.8%；第二产业增加值 143.1 亿元，同比增长 9.1%；第三产业增加值 39.3 亿元，同比增长 6.5%。同时，三次产业结构比由 2017 年的 0.4: 78.6: 21.1 变化为 2019 年的 0.3: 78.2: 21.5，以第二产业占绝对主导地位，其中化工为支柱产业。区域入驻企业包括英荷壳牌、乐天化学以及嘉兴石化、三江化工等化工企业。但由于对单一产业的依赖度偏高，嘉兴港区总体经济状况受化工行业景气度影响较大。按常住人口计算，2019 年嘉兴港区人均生产总值 180,700 元，约为同期全国人均生产总值的 254.97%，当地经济实力较强。

嘉兴港区工业基础较好，2017-2019 年全区规模以上工业增加值分别达到 120.6 亿元、146.3 亿元和 128.1 亿元，分别同比增长 12.1%、14.2%和 9.4%。从消费来看，2017 年和 2019 年全区社会消费品零售总额分别为 29.3 亿元和 35.2 亿元，分别同比增长 10.00%和 8.30%，增速整体呈下降态势。2017-2019 年嘉兴港区进出口总额分别为 185.7 亿元、256.0 亿元和 253.4 亿元，分别同比增长 35.9%、25.3%和-0.6%，区域的内外贸易发展速度大幅放缓。整体来看，嘉兴港区产业结构单一，区域经济易受化工行业景气度影响。

表5 2017-2019 年嘉兴港区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	183.1	8.5%	183.0	11.5%	160.8	12.8%
第一产业增加值	0.6	1.8%	0.6	1.7%	0.6	3.6%
第二产业增加值	143.1	9.1%	143.0	12.6%	126.4	12.4%
第三产业增加值	39.3	6.5%	39.5	7.9%	33.9	14.6%
规模以上工业增加值	128.1	9.4%	146.34	14.2%	120.6	12.1%
固定资产投资	-	-	-	9.8%	77.5	18.2%
社会消费品零售总额	35.2	8.3%	-	-	29.3	10.0%
进出口总额	253.4	-0.6%	256.0	25.3%	185.7	35.9%
人均 GDP（元）	180,700		150,000		134,000	
人均 GDP/全国人均 GDP	254.97%		232.04%		224.61%	

注：“-”表示数据未公开披露。

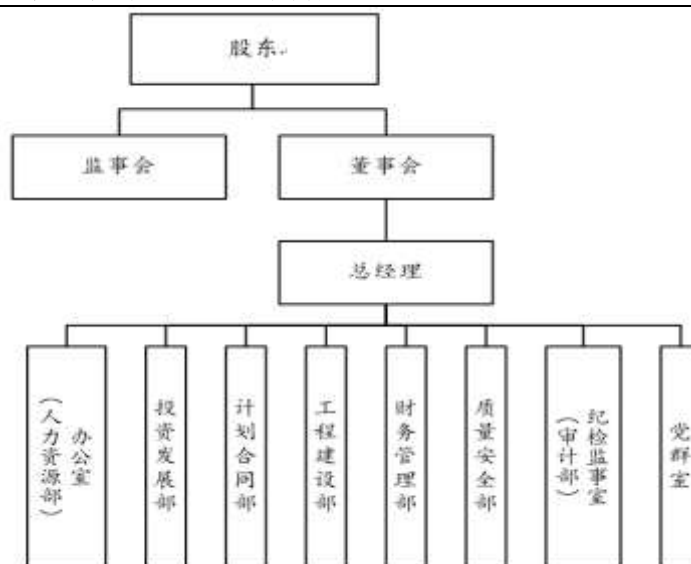
资料来源：嘉兴港区经济发展局，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《公司登记管理条例》等有关法律、法规和规章制度的规定，设立了董事会、监事会和经理层，公司法人代表、董事与监事均由嘉兴市国资委任命。公司不设股东会，嘉兴市国资委作为公司的股东，根据公司章程，行使决定公司的经营方针和投资计划、委派和更换非由职工代表担任的董事、监事、审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。公司设立董事会，成员为5名，每届任期3年，任期届满经委派和选举可连任。董事会行使执行出资人的决定、决定公司的经营计划和投资方案制订公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。公司设监事会，成员为5人，监事会成员由出资人委派，任期每届为三年，任期届满经委派和选举可连任。公司设总经理一名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，职权包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决定、组织实施公司年度经营计划和投资方案等内容。

公司设置了投资发展部、质量安全部、工程建设部、党群室、办公室、计划合同部、财务管理部和纪检监事室共8个职能部门。公司已经建立起较为合理的组织架构，能够满足日常经营需要。

图2 截至2020年12月末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司是嘉兴港区内重要的开发建设和资产运营主体，主要从事土地开发、蒸汽、信息系统开发业务、供水、市政工程和物流等业务。公司营业收入2017-2019年复合增长率达35.58%，增速较快，公司业务经营不断多元化。2019年，公司土地出让亩数增加，土地出让业务收入上升；同时公司新并入息系统开发业务，有效增加公司业务收入；此外，公司物流业务和市政工程业务收入有所增加，是当年公司营业收入的重要原因之一。

公司综合毛利率呈波动态势，2018年较高的毛利率主要系公司该年度出让土地皆为商业用地，拉高了公司整体业务的毛利率水平，2019年公司毛利率的下降一方面系公司土地出让包含部分工业用地和仓储用地，毛利率水平不高，另一方面系公司新并入信息系统开发业务，该项业务毛利率水平低于公司综合毛利率水平所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发	23,825.96	16.67%	25,490.14	25.04%	17,595.32	55.98%	14,991.83	14.53%
蒸汽	13,484.38	11.38%	18,092.15	12.05%	18,071.20	11.50%	14,860.95	9.90%
信息系统开发业务	7,526.03	16.12%	12,965.68	18.51%	-	-	-	-
供水	9,087.82	13.09%	11,764.84	16.16%	10,165.09	22.07%	9,528.85	26.26%
工程	5.95	100%	6,160.29	9.17%	3,391.17	8.33%	-	-
物流服务	3,855.90	14.29%	4,990.60	14.94%	4,006.61	22.34%	2,127.80	17.95%
房租物业管理业务	2,965.11	46.41%	3,852.81	55.09%	617.44	2.35%	577.10	20.07%
贸易	8,690.26	1.16%	-	-	-	-	-	-
房产开发	84.76	-33.49%	-	-	-	-	2,567.53	73.89%
其他	3,880.75	-2.75%	1,836.48	43.23%	1,458.56	70.24%	1,671.16	26.48%
合计	73,406.94	13.36%	85,152.99	20.07%	55,305.39	29.63%	46,325.21	19.40%

资料来源：公司2017-2019年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

公司土地业务具备一定区域垄断性，且未来收入有保障，土地出让业务近年来持续增长，但毛利率水平受土地出让性质影响较大

公司作为嘉兴港区内唯一一家受嘉兴港区开发建设管理委员会(以下简称“港区管委会”)授权委托的建设平台，主要负责对嘉兴港区内规划出让的土地进行整理开发。该项业务的具体开展由乍浦建投和嘉兴乍浦港现代服务业发展股份有限公司（以下简称“现代服务”）负责，公司前期投入资金主要来自于自有资金及财政资金等。

2017-2018年公司的土地出让业务模式为，根据港区管委会的授权，公司在对土地

进行开发整理后，交由嘉兴市国土资源局港区分局（以下简称“港区国土局”）进行交易，土地出让后出让金上缴嘉兴市财政局港区分局（以下简称“港区财政局”），港区财政局在扣除相关税费后，将土地整理成本及商业、仓储用地土地出让净收益部分的一定比例返还给该公司，公司按照港区财政局出具的土地成本及收益返还明细表确认为土地开发整理收入。

2019年公司土地出让业务模式为，公司与嘉兴港区土地储备中心（以下简称“港区土储中心”）签订《国有土地使用权收储协议书》（以下简称“收储协议书”），收储协议书中约定，公司在土地开发整理完成后，在成本基础上加成一定比例将土地移交港区土储中心，港区土储中心根据地块出让价格将该地块进行收储并支付收储价款。公司在签订收储协议书后将该地块的相关材料一并移交给港区土储中心，同时办理完成该地块不动产权证书的注销及交地手续，港区土储中心同时也会支付给公司该地块前期相关的管理费用。

表7 公司 2017-2019 年土地出让业务明细（单位：万元）

年份	位置	土地成本	确认收入	已回款金额	负责子公司
2019	东方大道西侧国有商业地块（钢材市场）	10,806.00	13,507.51	13,507.51	现代服务
	庆安化工	5,244.68	8,162.11	8,162.11	现代服务
	龙王路西侧、大型停车场通道北侧（仓储用地）	1,273.70	1,592.12	1,592.12	现代服务
	嘉兴港区二期围堤内，龙王路延伸段东侧	1,101.60	1,377.01	1,377.01	现代服务
	龙王路西侧、滨海大道北侧，大型停车场（仓储用地）	589.45	736.81	736.81	现代服务
	嘉兴港口二期围堤内，嘉兴乍浦港现代服务业发展有限公司南侧、浙江壳牌公司西侧	91.66	114.58	114.58	现代服务
	合计	19,107.09	25,490.14	25,490.14	
2018	嘉兴港区碧然房地产开发有限公司地块	2,735.01	13,081.30	13,081.30	乍浦建投
	嘉兴中南锦瑜置业有限公司地块	1,115.79	4,514.02	4,514.02	乍浦建投
	合计	7,745.76	17,595.32	17,595.32	-
2017	港区中山路北侧、龙王路西侧、经一路东侧	8,000.00	7,547.17	7,547.17	乍浦建投
	中山路北、华浦塘东	865.77	2,731.80	2,731.80	乍浦建投
	综保区内、嘉腾路西侧、汤家头港南侧	2,119.33	1,999.87	1,999.87	乍浦建投
	龙王路西侧、大型停车	647.08	731.92	731.92	乍浦建投

场通道北侧				
建港路东侧、机耕路南侧	0.00	644.56	644.56	乍浦建投
乍浦中山花苑	547.39	612.47	612.47	乍浦建投
龙王路西侧、滨海大道北侧、大型停车场通道南侧	269.25	320.43	320.43	乍浦建投
乍浦中山花苑	197.47	220.95	220.95	乍浦建投
综保区内、嘉兴捷翔洁具制品有限公司西侧	142.53	135.64	135.64	乍浦建投
中山花苑 58 幢	25.10	47.01	47.01	乍浦建投
合计	12,813.91	14,991.83	14,991.83	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司出让土地性质包括商业用地、工业用地和仓储用地，商业用地、工业用地和仓储用地单价差异较大，受出让土地性质变动影响，公司土地出让业务毛利率波动较大。2018年的高毛利率系公司出让土地皆为商业用地，单价较高所致；2019年公司出让土地中也包含部分工业和仓储用地，因此毛利率较2018年大幅下降，但仍高于2017年。截至2019年末，公司新并入的子公司港区新农村³的征地拆迁和安置房建设成本余额达70.31亿元，未来将由港区国土局在相关地块出让后分批结算土地整理收入，未来业务持续性较好。土地整理业务是公司的收入和利润的重要来源，但易受房地产市场景气度和嘉兴港区土地出让规划等政策的影响，收入稳定程度可能存在不确定性。

表8 公司 2017-2019 年出让土地出让类型（单位：万元）

	2019 年	2018 年	2017 年
亩数	363.67	138.02	646.73
商业用地出让收入	13,507.51	17,595.32	4,256.79
工业用地出让收入	9,653.37	-	9,682.68
仓储用地出让收入	2,328.93	-	1,052.36
土地出让总收入	25,490.14	17,595.32	14,991.83

资料来源：公司提供

公司蒸汽业务具有区域专营性，且区域内众多化工类企业对蒸汽需求旺盛，近年收入保持增长，毛利率微增

公司为嘉兴港区及周边地区提供0.8Mpa以下及3.5Mpa 压力蒸汽，该项业务由二级子公司嘉兴兴港热网有限公司（以下简称“兴港热网”）负责开展。公司子公司乍浦建投和上市公司浙江嘉化能源化工股份有限公司（以下简称“嘉化能源”）各占兴港热网50%股权，但实际经营由公司负责运营，并纳入合并报表。

³ 港区新农村系由嘉兴市国资委划入公司的子公司乍浦建投。

公司在嘉兴港区供热业务具有区域专营性，收入主要来源于蒸汽运送费和企业管道接口费。区域内企业多为化工类企业，对蒸汽需求旺盛，公司蒸汽业务具备良好的保障。兴港热网与嘉兴港区内企业签订蒸汽供用合同，将从嘉化能源处购买的蒸汽，通过公司自身管道运输至企业接口。公司蒸汽销售价格是依据嘉兴港区经济发展局规定确定，主要取决于近期煤炭价格，每月抄表日，公司将电脑抄表数报予用户确认，与嘉化能源确认使用数量，每月进行结算。此外，公司向嘉化能源收取固定的蒸汽输送费用，0.8Mpa（8公斤）以下压力蒸汽收取21元/吨，3.5Mpa压力蒸汽收取47元/吨。

表9 公司蒸汽采购价格（单位：元/吨）

	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
0.8Mpa 以下压力蒸汽	162.19	162.74	164.07	198.27
3.5Mpa 压力蒸汽	211.91	215.21	216.26	281.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2017-2019年，公司蒸汽销售量分别为82.83万吨、96.14万吨、96.90万吨，嘉兴港区内的蒸汽需求稳中有升。2017-2019年公司蒸汽业务前五大客户收入占比分别为56.52%、68.71%和75.11%，集中度不断上升。

表10 2017-2019年公司蒸汽业务前五大客户（单位：万元）

	客户名称	贡献收入	占该项业务收入比重
2019	晓星化工（嘉兴）有限公司	7,653.58	42.30%
	德山化工（浙江）有限公司	1,634.81	9.04%
	浙江中顺纸业有限公司	1,764.20	9.75%
	茂友木材股份有限公司	1,249.17	6.90%
	浙江博仕达作物科技有限公司	1,286.97	7.11%
	合计	13,588.72	75.11%
2018	浙江中顺纸业有限公司	6,247.36	34.57%
	晓星化工（嘉兴）有限公司	1,873.59	10.37%
	三江化工有限公司	1,783.04	9.87%
	德山化工（浙江）有限公司	1,698.52	9.40%
	浙江阿尔法化工科技有限公司	814.64	4.51%
	合计	12,417.15	68.71%
2017	浙江中顺纸业有限公司	4,953.04	33.33%
	三江化工有限公司	1,417.58	9.54%
	德山化工（浙江）有限公司	973.79	6.55%
	浙江阿尔法化工科技有限公司	747.08	5.03%
	晓星化工（嘉兴）有限公司	307.42	2.07%

	合计	8,398.91	56.52%
--	----	----------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年供水及污水处理业务收入持续增长，业务区域垄断性较高，但受管网折旧、维修和水资源费上升等因素的影响，毛利率持续下滑

公司供水业务包括嘉兴港区内的自来水供应业务和污水处理业务，其中自来水供应业务由二级子公司嘉兴港区供水有限责任公司（以下简称“港区供水”）负责，污水处理业务由嘉兴市港区污水处理有限责任公司（以下简称“港区污水”）负责。

表11 公司自来水供应情况

	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
水厂数量	4	4	4	4
供水能力（万吨/日）	17.3	17.3	17.3	17.3
供水量（万吨）	3,192	4,171	4,012	3,902
供水范围（平方公里）	54.4	54.4	54.4	54.4
自来水管网长度（公里）	264	260	245	228

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

港区供水是嘉兴港区内唯一一家供水公司，业务具有区域专营性，业务范围包括水源取水、自来水净化以及输配水管网建设，嘉兴港区城区及工业区的供水均由港区供水负责。公司工业用水的供水模式为：与园区内企业签订供用水合同，通过供水管网及附属设施向客户提供工业用水，按照计量水表计量的水量作为水费计算的依据。截至2019末，公司服务区域54.4平方公里，服务人口为10万人。公司拥有水厂4座，其中4.8万吨生活水厂1座；工业水厂3座，分别为5万吨2座，2.5万吨1座（2.5万吨原先是生活水厂，4.8万吨生活水厂启用后变为工业水厂），4座水厂常规处理水的生产能力为17.30万吨/日，深度处理水的能力为4.80万吨/日。

表12 公司原水采购量与采购金额（单位：万立方米，万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	水量	金额	水量	金额	水量	金额	水量	金额
生活用水	737	590.02	1,000	800.0	1,034	827.2	993.07	794
工业用水	2,586	480.60	3,159	631.9	3,021	604.2	2,951.50	590
合计	3,323	1,070.62	4,159	1,431.9	4,055.00	1,431.4	3,945.57	1,384

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司运营成本主要包括原水费、药剂、人力成本、折旧和电费等。2017-2019年，公司原水采购量分别为3,945万立方米、4,055万立方米和4,159万立方米，其中2019年公司生活用水的原水采购量较上年出现小幅下降，主要系漏损等原因所致。公司常规处理非居民用水价格为1.8 元/立方米，深度处理居民生活用水价格为2.50元/立方米，

商业及企业用水价格为 3.40 元/立方米。2017-2019年，公司供水量分别为3,902万吨、4,012万吨和4,171万吨，取得供水收入6,222.07万元、7,042.69万元和7,867.99万元。2017-2019年，公司自来水供水业务毛利率分别为34.2%、29.82%和26.63%。

港区污水所从事的污水业务包括嘉兴港区范围内污水收集管网及泵站的建设、污水的收集及输送并对客户进行相应的服务，通过将区域内污水经管网接入嘉兴市联合污水管网有限责任公司（以下简称“嘉兴污水”）主管道，然后由嘉兴污水深度处理后接入外海。公司的污水处理业务在嘉兴港区处于自然垄断状态，且嘉兴港区内多为化工企业，园区污水处理需求有一定保障。

公司污水业务的成本与污水处理量有关，主要系上交嘉兴污水的排污入网费，约占污水总成本的55%，其余成本主要包括人工、电费、折旧等。港区内非工业污水处理费为2.00元/吨，一般工业企业污水处理费为2.40元/吨，重污染工业企业污水处理费为2.80元/吨。2019年5月前，港区污水的污水处理费由供水公司在自来水水价中代收，后转入污水公司作为污水公司的污水处理费收入。2019年5月以来，港区工业污水收集处理模式改变为由污水公司对嘉兴港区范围内的污水进行集中收集，并输送至港区工业污水处理公司进行处理，最后经由嘉兴市联合污水处理公司排海。目前工业企业污水处理费由港区工业污水处理公司收取，并根据污水处理总量核算后，转入污水公司作为污水处理费收入。生活污水费收入仍按原模式结算。截至2019年年末，公司污水日处理能力达12.85万吨/日，污水管网长度达117.87公里，污水收集范围为54.4平方公里，年度污水处理量达1,778.64万吨，2018年污水处理量的下降主要系当年嘉兴港区施行节能减排及中水回用等措施所致。

表13 公司污水处理业务情况

	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
污水处理能力（万吨/日）	12.85	12.85	12.85	12.85
污水处理量（万吨）	1,338.88	1,778.64	1,373.65	1,578.00
污水收集范围（平方公里）	54.40	54.40	54.40	54.40
污水管网长度（公里）	116.37	117.87	113.27	102.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2017-2019年，公司分别取得污水处理收入3,306.78万元、3,093.16万元和3,896.85万元，毛利率分别为11.31%、4.33%和-1.14%，呈逐年下降态势，2018年的下降主要系港区污水部分污水管网设施完工后转入固定资产，计提折旧所致；2019年毛利率为负，系当期发生管道清理和修理费用所致。本期债券募投项目建成后，可对未来公司污水处理业务的收入形成一定支撑。

2017-2019年，公司供水业务综合毛利率分别为26.26%、22.07%和16.16%，毛利率下降一方面系供水管网折旧和维修费用，另一方面系上级水资源管理部门强化征收力度，同时系2019年公司补交之前年度水资源费所致。

公司2019年新并入信息系统开发业务，客户目前主要为嘉兴港区政府单位及企业，未来实现收入仍存在一定不确定性

公司信息系统开发业务由二级子公司浙江航天恒嘉数据科技有限公司（以下简称“航天恒嘉”）负责。航天恒嘉是由嘉兴市政府与中国空间技术研究院（航天五院）牵头，由公司一级子公司杭州湾新经济园服务有限公司（以下简称“新经济园”）与航天恒星科技有限公司（以下简称“航天恒星”）共同出资组建，航天恒星系中国东方红卫星股份有限公司下属子公司，公司通过新经济园持有航天恒嘉50.55%的股权。

航天恒嘉聚焦化工领域，致力于以物联网传感器、云服务为底层支撑的“物联网+互联网”的业务模式，以核心技术带动核心产品的对外推广，为化工行业提供整体解决方案以及数据增值服务，成为面向化工大数据的产品提供商和生态运营服务商；核心产品为核心产品为Asoco3.0，是公司研发的信息系统，面向园区监管和公共服务的智慧化工园区产品线、面向企业决策和工业互联的智能工厂产品线、天地一体化立体监测为特色的智能传感器产品线；面向化工各细分市场逐步完善分类解决方案，建立“云+（管）+端”的数据运营生态。近年来，航天恒嘉获得一定程度认可，包括全国智慧化工园区首批试点示范承建单位；工信部危险化学品全生命周期监管服务平台建设试点单位；国家高新技术产业标准化试点示范（智慧化工园区）；浙江省第二批企业上云优秀服务商；省智能化改造推荐服务商，省级工业互联网平台建设单位；中国智能制造系统解决方案供应商联盟理事单位；连续三年（2017、2018、2019）中国化工园区优秀服务商。

该项业务集中在嘉兴本地，以及江苏、山东等地。对于公司的研发项目，收入核算方式为项目完工交付验收合格，根据验收单日期确认收入。经过需求调研、方案评审、需求规格说明书评审等流程后，公司再进行研制及开发业务系统，完成后交付验收，并确认收入；对于服务项目，收入核算方式为按照服务期间分期确认，合同中签订确认项目总金额，根据合同规定的不同项目阶段分期投入，分期进行收入确认。

公司该项业务2019年度实现营业收入12,965.68万元，该项业务客户主要为嘉兴港区内政府单位及企业，2019年度前十大项目收入占当年总收入的比重为90.66%。该项业务主要成本为人力与各类型传感器采购，实现业务毛利率为18.51%。在信息系统业务板块的布局有助于提高收入结构的多元化，分散单一业务的市场集中风险，但该项

业务为非传统城投业务，且嘉兴港区内客户已进行较大规模挖掘，未来实现收入仍存在一定不确定性。

表14 公司 2019 年信息系统开发业务收入前十大项目明细（单位：万元）

序号	项目名称	采购方	取得收入
1	(C-Y-WHJGPT-17)危险化学品全生命周期监管服务平台 HTHJCJ-2018-001	嘉兴港区开发建设管理委员会	2,198.00
2	HTHJCJ-2018-011 智安小区智慧化服务项目	乍浦镇人民政府	1,980.00
3	嘉兴港区智慧化工园区运维服务 HTHJCJ-2017-011	嘉兴港区开发建设管理委员会	1,757.50
4	嘉兴港区化工园区智慧环保（二期）环境监测与数据增值服务及系统集成项目 HTHJCJ-2018-009	嘉兴港区环境保护局	1,424.28
5	C-Y-HBEQ-17 嘉兴港区化工园区智慧环保（二期） HTHJCJ-2018-008	嘉兴港区环境保护局	1,066.76
6	嘉兴港区智慧校园建设系统服务一期 HTHJCJ-2019-001	嘉兴港区社会发展局	839.20
7	嘉兴港区封闭园区二期系统集成服务 HTHJCJ-2019-033	嘉兴港区开发建设管理委员会 安全生产监督管理局	676.94
8	C-Y-HKHBYS-18 河口蓝色经济产业园环保应急一体化监管系统采购 HTHJCJ-2018-013	东营市河口蓝色经济产业园投资发展有限公司	661.00
9	浙江赛格能源有限公司智能工厂项目 HTHJCJ-2018-020	浙江赛格能源有限公司	610.85
10	液化天然气危化品系统建设 HJ-C-Q-TRQWHXT-18	航天恒星科技有限公司	540.00
	合计	-	11,754.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司市政工程建设业务近两年增速较快，但盈利能力不强

公司市政工程建设业务包括市政路桥、房屋改造等工程，资金来源主要为公司自筹，业务具体开展由子公司乍浦建投负责。2018年公司与政府部门签订委托代建合同并进行项目建设，并且与港区管委会签订资产转让协议，出让公司的市政工程。2019年公司通过与委托方嘉兴港区城市开发建设投资有限公司（以下简称“港区城开”）就具体项目签订《委托开发建设项目回购协议》，自筹资金进行港区范围内道路、桥梁、绿化等基础设施建设；公司作为受托方对前期资金进行垫付，委托方对完成竣工决算的项目分年度进行回购，项目回购款按照项目成本加成20%进行回购。但协议未约定建设费用支付期限，公司工程与建筑业务的实际回款时间具有一定不确定性。

表15 公司 2018-2019 年市政业务收入明细（单位：万元）

	项目名称	是否签	总投资额	回购金额
--	------	-----	------	------

		订协议		
2019	环山路工程	是	1,761.90	1,939.71
	纬三路、纬三路污水工程	是	1,775.38	1,954.55
	金海洋大道马家荡村村道接入口工程	是	6.14	6.76
	35KV 东丁 340 线、瓦丁 401 线改造工程	是	182.15	200.52
	海塘边 110KV 专线一期工程	是	1,243.27	1,368.73
	原帝信地块地下污水管线迁建工程	是	186.86	205.72
	浙江海业科技北侧区间路道路工程	是	129.00	142.02
	湖石化学 10KV 电缆专线工程	是	199.21	219.31
	雅山西路绿化改造工程	是	69.46	76.47
	农贸海鲜城配套停车场工程	是	42.23	46.50
	合计		5,595.60	6,160.29
2018	10KV 北区 732 赵家桥分线改迁工程项目	是	18.90	20.62
	嘉港石化管廊跨龙王路箱涵工程	是	218.80	238.69
	嘉兴港区陈山路、黄山路、多凌路道路亮化工程	是	53.92	58.82
	鸿基石化 10KV 供电线路工程	是	472.50	515.45
	益山路（沪杭公路-东西大道）道路改造工程	是	539.03	588.03
	天元实业西侧区间路工程	是	125.70	137.13
	龙王路（滨海大道-中山路）人行道改造工程	是	351.60	383.56
	东方大道（东西大道-滨海大道）绿化改造工程	是	474.47	517.60
	嘉兴港区龙王路（钱家桥港-东西大道段）防护林	是	421.20	459.49
	经一路（雅山西路-市场西路）道路绿化工程	是	77.05	84.05
	瓦山路(含环山路)道路绿化改造工程	是	144.64	157.79
	外环西路（平海路-乍王公路）道路绿化改造工程	是	98.71	107.68
	纬三路（东方大道-乍王公路）道路绿化工程	是	33.47	36.51
	中山西路（平海路-东方大道）道路绿化改造工程	是	78.59	85.73
	合计		3,108.57	3,391.17

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2018-2019年市政建设业务收入分别为3,391.17万元和6,160.29万元，公司2019年上马项目环山路工程、纬三路和纬三路污水工程，投资规模均较大，故收入较高。公司该项业务毛利水平一般，2018-2019年毛利率分别为8.33%和9.17%，公司市政工程施工业务确认收入的模式为成本基础上加成20%。而2019年公司代建回购业务税率由10%

下降为9%，故毛利率分别为8.33%和9.17%。

表16 截至 2019 年末公司在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	业务分类	是否签署回购协议
嘉兴综合保税区保税物流仓储项目	52,299.00	23,205.18	物流服务	-
滨海大道（建港路-九龙山大道）道路改造工程	18,243.10	12,425.78	市政建设	尚未签署
临港现代装备·航空航天产业园基础设施一期	45,534.00	33,183.23	市政建设	尚未签署
临港现代装备·航空航天产业园基础设施二期	26,161.16	13,218.14	市政建设	尚未签署
嘉兴港区主要道路线路“上改下”项目	11,872.06	5481.31	市政建设	尚未签署
九龙山大道（东西大道—滨海大道）改造工程	17,049.43	4528.58	市政建设	尚未签署
龙王路（东西大道—港口二期）二期工程	14,360.61	425.81	市政建设	尚未签署
滨海会展中心项目	44,097.08	3,581.03	市政建设	-
滨海文体中心项目	45,433.28	2,276.00	市政建设	-
高级中学扩建项目	7,793.47	2,694.03	市政建设	尚未签署
港区主要道标志楼宇亮化工程	3,145.43	1,967.98	市政建设	尚未签署
中山西路两侧绿化改造（东方大道-乍王路）	644.76	355.19	市政建设	尚未签署
汤山公园完善工程	600.00	491.60	市政建设	尚未签署
滨海大道（建港路-九龙山大道段）道路景观绿化提升工程	2,756.39	1,136.00	市政建设	尚未签署
乍浦港三期雨水应急排涝工程	1,740.14	827.08	市政建设	尚未签署
龙王路（东西大道—港口二期）一期工程	9,354.32	6,526.58	市政建设	尚未签署
港区供水第三通道	2,293.52	1030.00	供水	-
智汇大厦（人才公寓）	42,629.08	1,588.60	房租物业管理	-
南湾花苑四期（一标段）	5,355.22	856.61	安置房	-
南湾花苑四期（二标段）	4,230.73	412.31	安置房	-
合计	355,592.78	116,211.04		

注：表中“-”所对应的的项目为公司自持自营项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司在建项目总投资金额达355,592.78万元，未来尚需投资金额达239,381.74万元，拟建项目总金额为36,047.81万元，在建与拟建项目中的市政工程项目目前尚未签署回购协议，公司待到项目完成财务竣工结算后分年度与委托方签署回购协议，公司未来业务可持续性较好；考虑到公司在建和拟建项目未来合计尚需支出275,429.55万元，未来仍面临一定的资本支出压力。

表17 截至 2019 年末公司拟建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	拟投资	负责子公司	是否签署回购协议
------	-----	-------	----------

港区滨海中央广场项目一期	23,946.00	乍浦建投	-
汤山东路改造工程	2,920.84	乍浦建投	尚未签署
文旅综合项目（海军礼堂）	2,642.97	乍浦建投	-
东西大道（东方大道-天妃路）道路两侧绿化工程	2,502.18	乍浦建投	尚未签署
文旅综合项目（老盐仓）	2,500.00	乍浦建投	-
东方大道（东西大道-滨海大道）景观绿化提升工程	1,535.82	乍浦建投	尚未签署
合计	36,047.81		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司物流业务由三级子公司嘉兴综合保税区保税物流中心有限公司（以下简称“保税物流公司”）及嘉兴综合保税区国际物流有限公司（以下简称“国际物流公司”）负责运营，主要为嘉兴港区外企业提供7种主要保税物流服务：物流园区“国货一日游”服务；加工贸易料件保税仓储和配送服务；国际采购和国际配送保税物流服务；大宗贸易进口保税仓储服务；外资贸易公司委托国内加工方或本公司国内生产企业来料加工再出口的进出环节保税存储服务；大型出口企业成品分拨配送中心服务；未办结海关手续货物短暂仓储。2017-2019年，该项业务分别实现营业收入2,127.80万元、4,006.61万元、4,990.60万元，增长系随着物流板块工程项目的推进，综合物流园的功能设施逐步完善所致。2019年公司物流服务毛利下滑，主要受贸易摩擦影响，公司为保留客户适当降价所致。

公司2020年由保税物流公司开展贸易业务，前期主要通过支付现金的方式购买羊毛制品和各类红酒，并销售给下游经销商，从而赚取一定利润，公司给予客户的账期在30-180天不等；2020年1-9月，公司实现贸易收入8,690.26万元，但毛利率较低，仅为1.16%，对公司利润贡献有限。此外，公司经营房租物业管理、收取停车费等业务，对公司收入形成一定补充，公司2019年房租物业管理业务收入及毛利大幅增加，是因为公司2019年集中收取了行政事业单位近两年的房租。

总而言之，公司营收近年保持较快增长，供水与蒸汽业务收入较为稳定，同时也在不断进行业务多元化的尝试。

公司近年来获得较大力度的外部支持，资本实力大幅增强

公司作为嘉兴港区重要的建设和融资主体，近年来获得政府相关部门在股权划拨、资本性投入、财政补贴等方面的较大支持。2017-2019年，通过政府划拨股权和资本性投入，公司资本公积分别增加339.73万元、25,900.53万元和325,468.15万元；通过政府补助款项，分别获得政府补助10,167.94万元、6,549.26万元和7,357.52万元。

表18 2017-2019年公司获得股权划拨和资本性投入情况（单位：万元）

年份	相关文件	增加资本公积	出具单位
----	------	--------	------

2019	《关于同意无偿划转嘉兴港区新农村建设投资有限公司 100%股权的批复》(嘉国资【2019】159 号)	236,496.53	嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会
	《关于同意嘉兴海洋发展投资有限公司股权划转的批复》(嘉港国资【2019】24 号)	3,569.73	嘉兴港区国有资产管理办公室
	《同意将平湖市乍浦自来水厂改制为嘉兴市乍浦自来水有限责任公司》(嘉港建设【2019】96 号)、《同意滨海集团接收嘉兴市乍浦自来水有限责任公司产权的批复》(嘉港国资【2019】18 号)	2,677.37	嘉兴港区国有资产管理办公室
	《关于下达 2019 年度嘉兴滨海集团基础设施投资专项补助资金的通知》	83,412.56	嘉兴港区开发建设管理委员会
	《嘉兴港区开发建设管理委员会关于同意变更嘉兴港区城市开发建设投资有限公司出资主体等事项的批复》(嘉港区【2019】16 号)	-688.05	嘉兴港区开发建设管理委员会
2018	《关于城投、城开投、环境治理、新经济园 ⁴ 等公司股权划转的通知》(嘉港国资【2018】16 号)	25,877.88	嘉兴港区国有资产管理办公室
	《关于同意保税物流、国际物流、车辆、海恒码头等公司股权划转的批复》(嘉港国资【2018】22 号)		嘉兴港区国有资产管理办公室
2017	《关于同意嘉兴综合保税区物业管理有限公司、嘉兴乍浦港口发展投资有限公司股权划转的批复》嘉港区国资办【2017】18 号	339.73	嘉兴港区国有资产管理办公室

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告、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2019年审计报告，以及未经审计的2020年三季报，报告均采用新会计准则编制。2017-2020年9月末公司合并报表范围变化情况见附录三。

资产结构与质量

公司近年来资产规模保持较快增长，但存货、在建工程及其他非流动资产占比很高，即时变现能力不强，流动性表现较弱

2017-2019年公司总资产规模逐年扩张，三年复合增长率为32.20%，2019年的大幅增长主要系子公司港区新农村纳入合并报表范围所致，公司资产规模保持较快增长，

⁴航天恒嘉系新经济园的子公司。

截至2020年9月末，公司资产规模进一步上升至2,456,246.72万元。2017-2019年，公司资产以非流动资产为主，且流动资产的主要构成为存货，公司整体资产流动性表现较弱。

表19 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	75,847.10	3.09%	87,532.23	3.96%	88,243.01	5.89%	72,683.30	5.75%
其他应收款	138,392.62	5.63%	111,568.53	5.05%	302,383.78	20.18%	309,277.27	24.46%
存货	1,014,752.26	41.31%	877,192.27	39.70%	157,839.76	10.53%	168,635.70	13.34%
流动资产合计	1,259,336.32	51.27%	1,099,553.34	49.77%	562,831.26	37.55%	582,075.27	46.04%
可供出售金融资产	29,001.25	1.18%	42,383.75	1.92%	56,171.25	3.75%	23,000.25	1.82%
投资性房地产	78,448.56	3.19%	80,791.56	3.66%	3,487.15	0.23%	0.00	0.00%
固定资产	28,925.91	1.18%	30,018.23	1.36%	56,847.93	3.78%	48,908.50	3.87%
在建工程	775,593.94	31.58%	678,873.29	30.73%	547,285.88	36.52%	404,447.60	31.99%
其他非流动资产	236,236.97	9.62%	235,895.41	10.68%	236,269.53	15.76%	177,074.99	14.01%
非流动资产合计	1,196,910.40	48.73%	1,109,916.23	50.23%	935,882.73	62.45%	682,235.84	53.96%
资产总计	2,456,246.72	100.00%	2,209,469.57	100.00%	1,498,713.99	100.00%	1,264,311.12	100.00%

资料来源：2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季报，中证鹏元整理

公司货币资金余额近年呈波动态势，截至2019年末，公司货币资金主要银行存款和其他货币资金构成，其中因借款质押和对外担保导致的受限货币资金金额为17,236.44万元，占当年货币资金余额的19.69%。2017-2019年，公司其他应收款规模逐步下降，主要为代收代付款和往来款，对公司流动资金形成较大规模占用。其中2019年的大幅下降主要系港区新农村纳入公司合并范围，原对港区新农村的价值140,386.40万元的其他应收款因此在合并层面抵销，另一方面系对嘉兴全域土地开发建设有限公司（以下简称“全域开发”）的往来款大幅下降56,138.46万元所致。截至2019年末，公司前五大欠款方其他应收款欠款占比为95.43%，其中对民营企业嘉兴中南锦乐嘉房地产开发有限公司应收款为44,385.60万元，业务往来主要为安置房建设，需注意可能产生的坏账风险；截至2020年9月末，公司其他应收款余额上升至138,392.62万元。

表20 截至2019年末公司前五大其他应收款欠款方（单位：万元）

欠款方名称	款项性质	期末余额	占比 (%)
嘉兴中南锦乐嘉房地产开发有限公司	代收代付款	44,385.60	38.46%

嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会	资金往来	34,000.00	29.46%
嘉兴港区开发建设管理委员会	资金往来	19,272.54	16.70%
嘉兴港区全域土地开发建设有限公司	资金往来	11,873.97	10.29%
嘉兴港区城市开发建设投资有限公司	资金往来	1,942.12	1.68%
合计		111,474.23	96.59%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要为开发成本和开发土地，2019年港区新农村的并入致使开发成本大幅增加703,270.22万元，开发成本主要为港区新农村并入的征迁成本及安置房建设成本，截至2020年9月末，包括中山花苑、八组团二期等安置房项目余额22.70亿元和长安桥、王店桥村等土地征迁成本余额50.53亿。开发土地为土地使用权，截至2019年末价值为135,499.15万元，其中价值82,300.65万元的土地尚未办理土地证，价值9,924.31万元的地块已用于抵押，流动性受到一定限制。公司对港区建设持续投入，截至2020年9月末，公司存货规模升至1,014,752.26万元。

近年公司可供出售金融资产余额呈波动态势，2017年主要为对本地部分政府企业持有的少量股权，2018年的大幅上升主要系公司购买先锋基金管理有限公司（以下简称“先锋基金”）和北方国际信托有限公司的产品所致，金额分别为23,000.00万元和10,000.00万元，2019年的下降主要系公司于先锋基金处购买的价值17,000.00万元的产品到期所致，截至2020年9月末余额为29,001.25万元。公司投资性房地产主要为用于出租的房屋建筑，采用公允价值模式进行计量，2019年公司投资性房地产由2018年的3,487.15万元大幅上升至80,791.51万元，一方面系公司自用房屋建筑物用于经营出租从固定资产转入所致，另一方面系嘉兴海洋发展投资有限公司纳入合并范围所致，分别增加投资性房地产余额30,008.12万元和41,696.00万元，截至2019年末无受限情况。其中公司位于嘉兴港区纬三路南侧、龙王路西侧价值5,190.00万元的工业房地产，截至2019年末尚未办理过户手续。

近年公司在建工程余额逐年上升，是公司资产的重要组成部分。公司近年来不断加大市政项目建设投入，主要的项目包括环山路、纬三路等工程，三年复合增长率达24.04%，工程决算后公司按照工程竣工财务决算审核报告中的核定数将工程建设成本结转至其他非流动资产，截至2020年9月末余额为775,593.94万元。2017-2019年，公司其他非流动资产余额分别为177,074.99万元、236,269.53万元和235,895.41万元，2018年的快速增长系东方大道工程、平海路工程等大型市政工程项目完工结转所致，但目前委托方的回购进度仍存在部分不确定性。2017-2019年，公司固定资产余额有所波动，主要包括公司办公大楼和对外出租的厂房，2019年下降26,829.70万元，主要系公司部

分厂房用于出租，转入投资性房地产所致。

近年来，随着股东和港区管委会等对公司的资产注入，公司资产规模实现快速增长。但公司资产主要由存货、在建工程和其他非流动资产组成，即时变现能力较差，流动性较弱。

盈利能力

近年来公司营业收入不断上升，毛利率呈现波动态势，政府补助对公司盈利能力有较大支撑

2017-2019年，公司营业收入三年复合增长率达35.58%，2019年的大幅上升主要系当年公司新增信息系统开发业务及土地出让业务收入上升所致；2020年1-9月，公司实现营业收入73,406.94万元。2017-2019年，公司综合毛利率分别为19.40%、29.63%和20.07%，2018年的增长主要系当年出让住宅用地占比较高，故毛利率较高；而2017年和2019年出让土地多为仓储及工业用地，毛利率相对而言较低。2017-2019年，公司营业利润分别为20,559.91万元、10,790.68万元和10,428.19万元，2018年下降系设备管网折旧增加及政府补助减少所致，2019年出现下降主要系当年公司土地出让性质变化导致毛利出现下滑。政府补助对公司盈利有较大支撑，2017-2019年补贴收入占公司利润总额的比例分别为50.72%、60.70%和73.05%。

表21 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	73,406.94	85,152.99	55,305.39	46,325.21
其他收益	8,066.86	7,334.65	6,549.26	10,167.94
营业利润	8,310.12	10,428.19	10,790.68	20,559.91
利润总额	8,279.55	10,072.51	10,788.68	20,047.46
综合毛利率	13.36%	20.07%	29.63%	19.40%

资料来源：2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季报，中证鹏元整理

现金流

公司近年经营活动现金保持净流入，但规模不大，资本开支对外部筹资依赖仍较大

公司近年收现比呈波动态势，现金回收能力尚可。2018年公司经营活动现金流较大的流入主要系公司当年预收浙江省海港投资运营集团有限公司闸桥改造项目工程款所致，2019年的下降一方面系当年收到政府补助减少，另一方面系公司其他往来款的

下降，导致公司收到的其他与经营活动有关的现金出现下降。2017-2019年及2020年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额保持净流入。

投资活动现金流方面，2018年和2019年的大幅净流出主要系公司工程建设持续开展，投入大量资金所致。2017-2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为13,781.39万元、118,224.35万元和159,649.64万元，公司近年负债规模扩张迅速，主要来源为银行借款与发行债券，融资力度有所加强，公司项目建设的资金投入仍主要来源于外部筹资，截至2019年末，公司的在建和拟建项目未来预计仍需支出275,429.55万元，面临一定的资金压力。2017-2019年，公司收到其他与筹资活动有关的现金主要包括定期存单、保证金解质押和收到的专项资金拨款；公司支付他与筹资活动有关的现金主要为支付融资租赁款（利息及本金）、定期存单和保证金质押。

表22 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
收现比	0.58	1.01	1.69	0.81
销售商品、提供劳务收到的现金	42,724.18	86,089.55	93,380.88	37,540.82
收到的其他与经营活动有关的现金	76,431.12	17,243.56	64,390.33	24,646.73
经营活动现金流入小计	119,230.81	103,596.31	157,888.01	62,187.55
购买商品、接受劳务支付的现金	38,775.26	71,830.73	40,448.80	27,425.46
支付的其他与经营活动有关的现金	58,417.78	10,865.99	2,142.43	1,910.45
经营活动现金流出小计	105,810.67	93,674.67	48,554.16	33,662.70
经营活动产生的现金流量净额	13,420.14	9,921.65	109,333.85	28,524.85
投资活动产生的现金流量净额	-210,201.05	-160,370.18	-222,728.23	-70,633.71
筹资活动产生的现金流量净额	201,250.03	159,649.64	118,224.35	13,781.39
现金及现金等价物净增加额	4,472.86	9,193.77	4,839.71	-28,329.19

资料来源：2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季度报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司近年有息债务规模不断攀升，面临一定债务压力

近年来为覆盖不断加码的工程项目支出，公司通过银行贷款、发行债券以及非标借款等方式拓宽融资渠道，公司负债规模不断增长，2017-2019年三年复合增长率达34.34%，截至2020年9月末，公司负债总额进一步上升至1,492,522.50万元。与此同时，伴随着股东及政府的连年资产注入，公司所有者权益也大幅增加，其中2019年较上年同比增长57.23%，主要系公司2019年收到嘉兴市国资委划拨的港区新农村100%股权和收到政府资本性投入所致。因融资节奏与资产注入规模在时点上的不完全匹配，公司

近年产权比率呈现波动状态，截至2020年9月末达154.87%。

表23 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	1,492,522.50	1,267,576.90	907,913.13	702,338.28
所有者权益	963,724.22	941,892.67	590,800.86	561,972.83
产权比率	154.87%	134.58%	153.67%	124.98%

资料来源：2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季度报，中证鹏元整理

近年来公司非流动负债的占比逐年提高，公司债务的期限结构有所优化。

表24 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	19,000.00	1.27%	31,750.00	2.50%	53,250.00	5.87%	17,550.00	2.50%
预收款项	28,800.39	1.93%	26,553.32	2.09%	38,300.31	4.22%	4,634.22	0.66%
其他应付款	15,378.11	1.03%	18,191.66	1.44%	10,923.82	1.20%	51,566.65	7.34%
一年内到期的非流动负债	153,786.20	10.30%	167,685.24	13.23%	187,079.60	20.61%	219,763.32	31.29%
其他流动负债	64,847.39	4.34%	74,962.75	5.91%	42,444.05	4.67%	0.00	0.00%
流动负债合计	302,152.07	20.24%	342,512.54	27.02%	357,168.77	39.34%	315,215.04	44.88%
长期借款	573,611.85	38.43%	410,134.37	32.36%	253,107.50	27.88%	208,700.00	29.72%
应付债券	556,042.90	37.26%	447,390.60	35.29%	204,664.77	22.54%	148,989.92	21.21%
长期应付款	48,339.09	3.24%	57,212.30	4.51%	74,263.54	8.18%	28,318.50	4.03%
非流动负债合计	1,190,370.43	79.76%	925,064.36	72.98%	550,744.36	60.66%	387,123.25	55.12%
负债合计	1,492,522.50	100.00%	1,267,576.90	100.00%	907,913.13	100.00%	702,338.28	100.00%
有息负债	1,415,627.44	94.85%	1,187,247.14	93.66%	814,809.46	89.75%	621,753.24	88.53%

资料来源：2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季度报，中证鹏元整理

2018年公司加大资本开支，因此短期借款余额出现较快上升。从短期借款的构成来看，截至2019年末主要为保证借款和质押借款，保证借款余额为17,500.00万元；质押借款余额14,250.00万元。公司预收款项主要系预收工程款，2018年大幅增加系公司预收浙江省海港投资运营集团有限公司的闸桥款所致，截至2019年末，该笔预收款因项目尚未达到竣工结算标准，余额仍达17,086.97万元。公司其他应付款主要为往来款，2018年公司其他应付款的大幅下降系公司结清了大量与关联公司和港区其他单位的往来款所致，截至2020年9月末余额为15,378.11万元。公司一年内到期的非流动负债余额呈下降态势，下降主要系前期发行部分债券到期偿付及长期借款到期所致，截至2019年末由一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款构成。公司其他流动负债为发行的短期融资券。

2017-2019年公司长期借款余额三年复合增长率达40.19%，因公司资本开支逐年加大，近年来快速增长。从构成上来看，截至2019年末，公司长期借款包括保证借款、抵押并保证借款和质押并保证借款，余额分别为364,884.37万元、41,250.00万元和4,000.00万元。截至2020年9月末，公司长期借款余额大幅上升至573,611.85万元。2017-2019年公司应付债券余额三年复合增长率达73.29%，2019年随着市场利率下行，公司大幅增加债券融资规模的，截至当年年末，公司应付债券由企业债券、中期票据和定向债务融资工具构成，三项债券的占比分别为60.00%、17.74%和22.25%；2020年前三季度，公司发行20嘉兴滨海PPN001、20嘉滨01、20嘉滨02、20嘉滨03、20嘉海01和20嘉兴滨海MTN001，应付债券余额上升至556,042.90万元。公司长期应付款主要为应付融资租赁款，2018年的大幅增长主要系城投债偿债高峰导致市场融资环境收紧，公司增加融资租赁款以满足开支需求，2019年的下降系部分融资租赁款项偿还所致。

随着公司长期借款和债券融资的规模不断增加，公司有息负债金额上升速度加快，2017-2019年复合增长率达38.19%。截至2020年9月末，公司有息负债余额进一步上升至1,415,627.44万元，占负债总额的比重达94.85%，其中未来一年内需要偿还的有息债务余额为237,633.59万元。公司近年债务规模不断扩张，增速处于较高水平，偿债压力有所上升，但其中多为长期债务，期限结构有所优化。

近年公司资产负债率呈波动态势，现金短期债务比则保持基本稳定，现金类资产对公司短期有息债务的偿付保障能力处于较差水平。截至2020年9月末公司现金短期债务比为0.32。2017-2019年，公司EBITDA利息保障倍数分别为0.76、0.67和0.33，呈逐年下降态势，EBITDA对公司的利息偿还保障能力较差；而从EBITDA对有息债务本金的覆盖程度来看，由于2019年公司债务扩张幅度增加，利息费用资本化较高，公司有息债务/EBITDA大幅上升至57.62，公司债务的偿还在一定程度上依然要依靠债务的滚动发行。

表25 公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	60.76%	57.37%	60.58%	55.55%
现金短期债务比	0.32	0.32	0.31	0.31
EBITDA 利息保障倍数	-	0.33	0.67	0.76
有息债务/EBITDA	-	57.62	23.55	15.77

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年三季度报，中证鹏元整理

八、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年12月29日）公司本部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，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2020年9月末，公司对外担保余额为194,750.00万元，占公司净资产的比例为20.21%，面临一定的或有负债风险。公司对外担保对象共有4家企业，其中嘉兴市南湖区南新水利城建建设有限公司和嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司皆为国有企业，具有反担保措施；浙江嘉兴石油化工品交易市场为民营、国有参股企业，采取房产质押作为反担保措施。

表26 截至2020年9月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	金额	履约起止期限	反担保措施	企业性质
嘉兴市南湖区南新水利城建建设有限公司	99,750.00	2016-5-25 至 2036-5-25	有	国有企业
嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司	14,000.00	2015-12-28 至 2020-12-28	有	国有企业
浙江嘉兴石油化工品交易市场有限公司	2,000.00	2014-1-24 至 2020-11-30	有	民营、国有参股
嘉兴港区全域土地开发建设有限公司	79,000.00	2018-8-8 至 2031-8-6	-	国有企业
合计	194,750.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、本期债券偿还保障分析

本期债券募投项目的收入是本期债券还本付息的来源之一

本期债券募投项目为嘉兴港区综合保税区产业园项目，主要建设内容包括综保区高标准厂房以及停车位、充电桩等配套设施，预计总投资为107,100.00万元，资金由综保建投自筹，建设周期为24个月；房屋出租、停车场收入及广告费收入是还本付息主要的资金来源。根据浙江中明工程咨询有限公司出具的《嘉兴港区综合保税区产业园可行性研究报告》（浙中咨可（2020）009号）（以下简称“可研报告”），本项目计划融资72,000.00万元，融资期限7年，贷款利率按年利率6.00%进行计算，项目于第三年开始还贷，分5年还款，合计需付息19,440.00万元；本项目预计于第三年开始实现收

入，按照债券存续期7年来计算，在此期间本项目预计将实现收入46,901.45万元，其中出租收入为38,156.12万元，停车位收费收入3,853.19万元，广告收入4,892.15万元；预计将实现EBITDA 39,797.87万元。中证鹏元也关注到，本期债券本息偿付存在一些潜在风险，募投项目主要为运营类，未来收益的实现对于公司的运营能力依赖较大。若是后续项目建设进度、或者运营过程中出租率等不及预期，可能会影响募投项目收入和现金流的顺利实现。

公司日常经营形成的营业收入和现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障

2017-2019年公司营业收入保持较快增长，三年复合增长率达35.58%，2019年实现收入85,152.99万元；2017-2019年分别实现净利润15,035.60万元、6,132.28万元和7,963.39万元。2017-2019年，公司经营性现金流净保持净流入。公司供水与蒸汽业务收入较为稳定，同时考虑到公司业务在嘉兴港区内具有区域专营性，土地开发和市政建设也得到港区管理部门的相关支持，公司业务的多元化也在一定程度上分散了风险。但是，公司在建和拟建项目尚未签署回购协议，未来仍需要大额支出，而公司盈利能力对政府补助依赖仍较大，2017-2019年呈逐年下降态势，且信息系统开发为新业务，客户集中在嘉兴本地，未来展业也存在不确定性。此外，截至2019年末，公司在建及拟建项目预计未来仍需支出275,429.55万元，随着嘉兴港区建设的推进，作为开发区内的建设和运营主体，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。

公司资产抵押融资或变现可为本期债券还本付息的提供一定的资金来源

截至2019年末，公司土地资产合计153,354.81万元，若出现现金流不足情况时，公司可通过流动资产变现获得必要的偿债资金，其中价值82,300.65万元的土地尚未办理土地证，价值9,924.31万元的地块已用于抵押，流动性受到一定限制。此外，极端情况下大规模的资产变现易遭受流动性风险，资产能否顺利变现以及变现金额存在一定的不确定性。

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: 万元)	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	75,847.10	87,532.23	88,243.01	72,683.30
存货	1,014,752.26	877,192.27	157,839.76	168,635.70
流动资产合计	1,259,336.32	1,099,553.34	562,831.26	582,075.27
在建工程	775,593.94	678,873.29	547,285.88	404,447.60
非流动资产合计	1,196,910.40	1,109,916.23	935,882.73	682,235.84
资产总计	2,456,246.72	2,209,469.57	1,498,713.99	1,264,311.12
短期借款	19,000.00	31,750.00	53,250.00	17,550.00
一年内到期的非流动负债	153,786.20	167,685.24	187,079.60	219,763.32
流动负债合计	302,152.07	342,512.54	357,168.77	315,215.04
长期借款	573,611.85	410,134.37	253,107.50	208,700.00
应付债券	556,042.90	447,390.60	204,664.77	148,989.92
长期应付款	48,339.09	57,212.30	74,263.54	28,318.50
非流动负债合计	1,190,370.43	925,064.36	550,744.36	387,123.25
负债合计	1,492,522.50	1,267,576.90	907,913.13	702,338.28
有息债务	1,415,627.44	1,187,247.14	814,809.46	621,753.24
所有者权益	963,724.22	941,892.67	590,800.86	561,972.83
营业收入	73,406.94	85,152.99	55,305.39	46,325.21
其他收益	8,066.86	7,334.65	6,549.26	10,167.94
营业利润	8,310.12	10,428.19	10,790.68	20,559.91
利润总额	8,279.55	10,072.51	10,788.68	20,047.46
经营活动产生的现金流量净额	13,420.14	9,921.65	109,333.85	28,524.85
投资活动产生的现金流量净额	-210,201.05	-160,370.18	-222,728.23	-70,633.71
筹资活动产生的现金流量净额	201,250.03	159,649.64	118,224.35	13,781.39
财务指标	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	13.36%	20.07%	29.63%	19.40%
收现比	0.58	1.01	1.69	0.81
产权比率	154.87%	134.58%	153.67%	124.98%
资产负债率	60.76%	57.37%	60.58%	55.55%
现金短期债务比	0.32	0.32	0.31	0.31
EBITDA (万元)	--	20,606.20	34,594.92	39,417.74
EBITDA 利息保障倍数	--	0.33	0.67	0.76
有息债务/EBITDA	--	57.62	23.55	15.77

资料来源：2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年三季度报，中证鹏元整理

附录二 截至2020年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例
嘉兴港城园林绿化工程有限公司	园林绿化	100.00%
嘉兴港区教育发展投资有限公司	教育投资	100.00%
嘉兴港区港城置业有限责任公司	房地产开发	100.00%
嘉兴乍浦港口发展投资有限公司	港口建设投资	100.00%
嘉兴综合保税区物业管理有限公司	物业管理	100.00%
嘉兴综合保税区创融建设发展有限公司	基础设施建设	100.00%
嘉兴市乍浦建设投资有限公司	基础设施建设	100.00%
嘉兴兴港热网有限公司	供热	50.00%
嘉兴市港区污水处理有限责任公司	污水处理	100.00%
嘉兴港区城市建设投资有限公司	基础设施建设	100.00%
嘉兴市港区供水有限责任公司	供水	100.00%
嘉兴市海河联运有限公司	货物运输代理服务	86.29%
嘉兴港区工程项目管理有限公司	工程项目管理	100.00%
嘉兴港区中国石化经营有限公司	加油、加气	50.00%
嘉兴乍浦港现代服务业发展股份有限公司	现代物流投资	100.00%
嘉兴市乍浦车辆管理服务服务有限公司	车辆管理服务	100.00%
嘉兴市海恒码头物流有限公司	港口经营业务	51.00%
嘉兴综合保税区建设投资有限公司	基础设施建设	100.00%
嘉兴迅捷场站理货有限公司	货运站（场）经营	100.00%
嘉兴综合保税区保税物流中心有限公司	货运代理	100.00%
嘉兴综合保税区国际物流有限公司	货运代理	100.00%
嘉兴港区新农村建设投资有限公司	港口物流基础设施建设	100.00%
嘉兴海洋发展投资有限公司	港口物流基础设施建设	100.00%
嘉兴市乍浦自来水有限责任公司	自来水供水	100.00%
嘉兴市联合安装工程有限公司	安装工程	90.00%
嘉兴港区星创企业管理有限公司	基础设施建设	70.00%
嘉兴港区环境治理有限公司	基础设施建设	100.00%
嘉兴港区环境监测公司	环境监测	100.00%
嘉兴市杭州湾新经济园发展有限公司	基础设施建设	100.00%
浙江航天恒嘉数据科技有限公司	软件开发	50.55%
嘉兴恒云数据科技有限公司	软件开发	100.00%
嘉兴临港科技创新管理有限公司	企业管理咨询	100.00%
嘉兴港区嘉箭项目管理有限公司	建设工程项目管理	100.00%
嘉兴综合保税集团股份有限公司	保税仓库经营	88.31%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月合并报表范围变化情况

		公司名称	股权比例	取得方式
2020 年 1-9 月	新增	嘉兴综合保税集团股份有限公司	88.31%	新设
2019	新增	嘉兴港区新农村建设投资有限公司	100%	无偿划转
		嘉兴海洋发展投资有限公司	100%	无偿划转
		嘉兴市乍浦自来水有限责任公司*	100%	现金及资本性投入
		嘉兴临港科技创新管理有限公司	100%	新设
		嘉兴港区嘉箭项目管理有限公司	100%	新设
	减少	嘉兴港区城市开发建设投资有限公司	100 %	无偿划转
2018	新增	嘉兴港区环境治理有限公司	100%	无偿划拨
		嘉兴港区环境监测有限公司	100%	无偿划拨
		嘉兴市杭州湾新经济园发展有限公司	100%	无偿划拨
		浙江航天恒嘉数据科技有限公司	50.55%	无偿划拨
		嘉兴恒云数据科技有限公司	50.55%	无偿划拨
2017 年	新增	嘉兴综合保税区物业管理有限公司	100%	无偿划入
		嘉兴乍浦港口发展投资有限公司	100%	无偿划入
	减少	嘉兴港区危化品车辆综合保障服务有限公司	100%	注销

注：*其中嘉兴市乍浦自来水有限责任公司系平湖市乍浦自来水厂 2019 年改制而来，由公司无偿接收。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的长期有息债务} + \text{其他流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

附录五 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、债务人主体长期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、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。

跟踪评级安排

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

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

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

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

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。