

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：吴江珊 jshwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 27 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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）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。
- 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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[2022]跟踪 1427 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”、“21 嘉投 02”和“21 嘉投 03”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

二零二二年六月二十七日

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”、“21 嘉投 02”、“21 嘉投 03”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了嘉兴市经济实力稳步增长、自身地位突出以及多元化经营等因素对公司未来发展的积极作用。中诚信国际也关注到未来面临一定的投资压力、债务规模增幅较快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	2019	2020	2021	2022.3
总资产(亿元)	1,112.32	1,287.91	1,543.92	1,572.80
所有者权益合计(亿元)	429.63	473.62	524.67	533.73
总负债(亿元)	682.69	814.29	1,019.25	1,039.07
总债务(亿元)	475.63	600.71	756.61	747.66
营业总收入(亿元)	127.23	162.20	171.15	46.86
经营性业务利润(亿元)	-7.42	-1.48	7.95	-
净利润(亿元)	10.70	1.45	9.57	-1.97
EBITDA(亿元)	48.99	39.84	56.46	-
经营活动净现金流(亿元)	1.20	-34.99	-22.72	-8.53
收现比(X)	1.06	1.08	1.35	1.36
营业毛利率(%)	7.20	6.85	14.09	5.39
应收类款项/总资产(%)	9.02	5.14	5.08	5.38
资产负债率(%)	61.38	63.23	66.02	66.07
总资本化比率(%)	52.54	55.91	59.05	58.35
总债务/EBITDA(X)	9.71	15.08	13.40	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.28	1.60	1.93	0.34

注：1 中诚信国际根据 2018 年~2021 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 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、其他应付款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：基础设施投融资(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)*	2.04	7
	收现比(X)*	1.21	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.90	7
	受限资产占总资产的比重(X)	0.01	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	524.67	10
	总资本化比率(X)	0.59	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			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)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 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **嘉兴市经济实力稳步增长。**2021 年，嘉兴市实现地区生产总值 6,355.28 亿元，同比增 8.5%，且当年嘉兴市的一般公共预算收入超过温州市，位列全省第三，稳步增长的区域经济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，且公司持有嘉兴银行等公司的股份，每年亦为公司带来一定的投资收益。

关注

■ **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 2021 年末，公司总债务 756.61 亿元，较上年增长 25.95%，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	19 嘉兴国资 MTN001 (AAA) 20 嘉兴国资 MTN001 (AAA) 21 嘉投 01/ 21 嘉兴债 01 (AAA)	2021/06/25	江林燕、吴江珊	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	21 嘉投 01/ 21 嘉兴债 01 (AAA)	2021/01/21	江林燕、吴江珊	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 嘉兴国资 MTN001 (AAA)	2020/03/19	赵珊迪、杨羽明	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 嘉兴国资 MTN001 (AAA)	2019/07/03	余茜、李傲颜、杨羽明	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文

同行业比较

2021 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	1,543.92	524.67	66.02	171.15	9.57	-22.72
宁波开发投资集团有限公司	971.20	422.90	56.46	339.21	35.33	-30.97
温州市城市建设发展集团有限公司	1,320.19	427.62	67.61	88.15	2.80	49.21

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	2021/06/25	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	2021/06/25	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	2021/06/25	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	2021/06/25	10.00	10.00	2021/03/08~2031/03/08	弹性配售选择权
21 嘉投 02	AAA	AAA	2021/06/25	15.00	15.00	2021/04/07~2031/04/01	-
21 嘉投 03	AAA	AAA	2021/7/27	25.00	25.00	2021/12/28~ 2031/12/28	-

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 2022 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 2022 年 3 月末，已全部使用完。其中 5 亿用于有轨电车项目，其余用于补充流动资金，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。截至 2022 年 3 月末，已使用 14.80 亿元，用于偿还有息债务，与募集说明书约定一致。

“21 嘉投 03”募集资金总额 25.00 亿元，扣除发行费用后剩余募集资金金额 24.70 亿。截至 2022 年 3 月末，已使用 2.35 亿元，用于偿还有息债务，与募集说明书约定一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数

据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总

量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

嘉兴市地理位置优越，经济规模处于浙江省中上游水平，近年来经济增速略高于全国平均水平，发展势头良好，且财政实力稳步增长

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，是长江三角洲重要城市之一。嘉兴市陆地面积3,915平方公里，与沪、杭、苏、湖等城市相距均不到百公里，区位优势明显。截至2021年末，嘉兴市全市户籍人口为371.85万人。

近年来嘉兴市经济保持平稳发展，2021年及2022年一季度，嘉兴市地区生产总值分别为6,355.28亿元和1,516.91亿元，同比增速分别为

8.5%和4.0%，2021年增速大幅上升。2021年，嘉兴市第一产业增加值131.97亿元，增长1.7%；第二产业增加值3,453.75亿元，增长10.7%；第三产业增加值2,769.56亿元，增长6.3%，三次产业结构为2.08:54.34:43.58。

固定资产投资方面，2021年及2022年一季度，嘉兴市固定资产投资同比增速分别为6.2%和13.8%。2021年非国有投资增长1.8%，占全部固定资产投资额比重71.4%。从重点领域看，嘉兴市高新技术产业投资、交通运输投资分别较上年增长12.7%、2.5%，民间投资、生态环保城市更新和水利设施投资分别下降0.1%、0.6%。同期嘉兴市房地产开发投资比上年下降3.7%，两年平均增长4.0%；其中住宅投资下降4.2%，两年平均增长4.8%。房屋施工面积5,616.22万平方米，下降1.3%；房屋竣工面积620.21万平方米，下降21.3%；商品房销售面积932.31万平方米，下降21.3%。

随着经济的持续增长，嘉兴市财政实力稳步增强。2021年及2022年一季度，嘉兴市地方一般公共预算收入分别为674.80亿元和249.96亿元，同期一般公共预算支出793.72亿元和204.14亿元。从收支平衡来看，嘉兴市的财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为85.02%和122.45%，财政自给能力有所增强。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，2021年及2022年一季度，嘉兴市税收收入占一般公共预算收入的比重分别90.44%和85.76%，整体财政质量较好。

从政府性基金预算收入来看，近年来嘉兴市呈现增长态势，2021年及2022年一季度，政府性基金预算收入分别为1,010.74亿元和174.86亿元。同期，政府性基金预算支出分别为1,026.87亿元和204.53亿元。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 1：2019~2021年嘉兴市财政情况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	565.70	598.80	674.80
其中：税收收入	509.60	555.20	610.26
政府性基金收入	747.65	804.67	1,010.74

一般公共预算支出	766.90	712.18	793.72
政府性基金支出	690.13	875.38	1,026.87
一般公共预算平衡率	73.76	84.08	85.02

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，公司产权结构无变化，治理结构较为稳定

跟踪期内，公司注册资本、实收资本和产权结构无变化。截至2022年3月，公司注册资本和实收资本分别为50.36亿元和43.26亿元，嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会为公司控股股东和实际控制人。治理结构未发生变化。

公司公用事业板块具备很强的区域专营优势，随着疫情的影响减弱，2021年公用事业板块业务收入增幅较大

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

2021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。2021年及2022年1~3月，公司实现天然气销售量12.46亿立方米和3.16亿立方米，分别实现销售收入31.13亿元和11.74亿元。2021年随着疫情的影响减弱，公司天然气销售量和收入大幅增长。

表 2：2019~2021 年及 2022 年 1-3 月天然气业务运营情况

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
销售收入(万元)	252,123.78	183,983.37	311,340.73	117,406.11
销售量(万立方米)	101,481.03	82,624.49	124,584.42	31,602.53
平均销售价格(元/立方米)	2.48	2.35	2.50	3.72

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，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）和《关于制定市区及港区非居民天然气配气价格及建立上下

游价格联动机制的通知》（嘉发改[2019]284号），非居民天然气实行上下游价格联动机制，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。近年来公司天然气销售价格受采购价格的波动而波动。

表 3：2019-2021 年及 2022 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	2019	2020	2021	2022.3
居民用户	2.17	2.42	2.38	4.05
商业用户	2.71	2.42	2.38	4.05
工业用户	2.71	2.42	2.38	4.05

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。

表 4：2019~2021 年及 2022 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	2019	2020	2021	2022.3
采购量	10.20	8.29	12.51	2.99
平均采购价格	2.64	2.35	2.66	3.99
合同总价	26.94	19.52	33.27	11.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售情况来看，近年来公司主要的销售客户无重大变化，2021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94.95%，比重较上年稍有下滑，但集中度仍较高。

表 5：2021 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	121,462.04	39.01%
桐乡港华天然气有限公司	81,115.15	26.05%
嘉善县城乡天然气有限责任公司	34,355.87	11.03%
巨石集团有限公司	34,228.26	10.99%
平湖市天然气有限公司	24,466.89	7.86%

合计	295,628.21	94.95%
----	------------	--------

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 2022 年 3 月末已经建成并投入运营天然气管道共计 1,391.73 公里，其中高压管线长度为 178.73 公里，中低压管线长度为 1,213 公里。

在建和拟建工程方面，管网公司主要在建项目包括嘉兴市 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 2.99 亿元，截至 2022 年 3 月末已投 1.68 亿元，计划在未来三年内投资完成。拟建项目主要系嘉兴市域天然气高压管网系统完善工程及二期项目，未来三年计划投资金额为 20.27 亿元。

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”）和原水公司负责。水务集团目前是嘉兴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。自 2021 年 7 月开始，原水公司投入运营，主要系原水出售业务。

截至 2022 年 3 月末，水务集团服务区域共计 968 平方公里，总供水管网长度为 4,114.5 公里，拥有石臼漾水厂、贯泾港水厂 2 个水厂，2021 年因嘉兴市域外配水市区分质供水工程（水厂部分）一期工程 and 嘉兴市域外配水市区分质供水工程（水厂部分）二期工程是市域外配水（杭州方向）工程的配套工程投产使用，供水能力提升 20 万吨/日达 75 万吨/日，其中嘉兴市域外配水市区分质供水工程（水厂部分）一期工程系贯泾港水厂的改扩建工程。

2021 年随着疫情的影响减弱以及市域外配水工程的投入使用，水务集团供水量和售水量稍有增长，2021 年，水务集团供水量和售水量分别为 1.55 亿吨和 1.35 亿吨。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，2021 年对上述对象售水占比分别为 46.7%和 49.7%，随着疫情的常态化，工商业供水比重稍有回升。

表 6：2019~2021 年及 2022 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	2019	2020	2021	2022.3
自来水厂数量	2	2	2	2
供水能力	55	55	75	75
平均供水量	38.56	38.46	42.40	38.50
供水总量	14,075.27	14,075.59	15,476.89	3,465.25
售水总量	12,065.01	12,229.68	13,509.00	3,002.82
管网漏损率	8.24	6.92	6.61	7.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月水务集团售水结构（%）

项目名称	2019	2020	2021	2022.3
居民生活用水	46.06	48.10	46.70	48.40
工商业用水	50.96	48.58	49.70	47.90
特种行业用水	0.41	0.34	0.50	0.50
其他	2.57	2.98	3.10	3.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原水公司于 2021 年 7 月开始运营，年度原水

供应能力为 2.1 亿立方米，原水售价为 4.68 元/立方米。2021 年共售水量 4,942.40 万吨，金额 2.31 亿元，其中销售给嘉源环境（石臼漾水厂、贯泾港水厂 2 个水厂的运营单位）2,990.78 万吨，金额 1.39 亿元，占 60.51%。2022 年 1~3 月原水公司售水 2,519.18 万吨，金额 1.18 亿元，其中嘉源环境 1,349.36 万吨，金额 0.63 亿元，占 53.56%。因原水公司运营时间较短，加之原水售价较高，原定于销售给桐乡、海宁、海盐、平湖以及嘉善等区域水厂

的销量较低，2021年原水公司处于亏损状态，亏损金额约7,700万元。

水务公司的供水价格暂时未调整，因原水价格上涨，公司正在和政府协商调整水价或争取一定的政府补贴。

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）和海盐县、嘉兴港区内以及嘉善县和平湖市部分的污水处理工作，截至2022年3月末，公司污水业务总服务区域面积1,886.47平方公里，服务人口297.6万人，污水输送管网长度为329公里，其中市区129公里，县镇200公里，输送泵站20座。

截至2022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200公里。2021年及2022年1~3月，公司污水处理量分别为1.87亿吨和0.44亿吨。

表 8：污水处理业务基本情况（万吨、公里、%）

项目名称	2019	2020	2021	2022.3
污水排放总量	20,841.80	18,412.80	18,746.74	4,419.11
污水处理总量	20,841.80	18,412.80	18,746.74	4,419.11
污水管网长度	137	137	136.76	200
平均污水处理率	95.17	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据嘉建办[2021]19号文，对联合污水处理工程覆盖区域污水处理费征收结算标准进行调整。2021年3月1日起启动政府购买污水处理服务，并按照实际成本进行动态调价。调整后，住建部对联合污水处理工程的政府购买平均单价约为2.486元/吨（含税）（2020年及以前，居民污水处理费为0.95元/吨），自此，水务集团污水处理业务的收入大幅提升。

在建项目方面，水务公司在建水务项目6个，其中供水项目2个，污水项目4个，计划总投资22.71亿元，已投资6.26亿。

表 9：水务板块在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	建设期限	预计总投资	已投资	建设内容
嘉兴市区分质供水工程——现状水厂工艺提升改造项目	供水	2022年1月-2024年1月	9.39	2.99	49.5万立方米/日
嘉兴市区分质供水工程——现状供水管网改造提升项目	供水	2021年11月-2024年11月	3.99	0.77	现状供水管网完善工程提升改造和供水管网监测及预警设施完善
嘉兴市联合污水处理厂清洁排放提标改造工程	污水处理	2021年11月-2022年12月	3.95	1.58	污水处理厂原一期、二期各30万吨/日的工艺设施进行提标改造
嘉兴市污水处理扩容工程外排三期（排海管扩容部分）	污水处理	2022年3月-2023年3月	1.46	0.22	排放主管管径DN3500，全长约2050m
嘉兴市联合污水外排一期泵站及管线大修工程（1#连通管复线）	污水处理	2021年10月-2022年12月	0.61	0.46	新建4.5千米DN1200污水管道，输送能力为15万立方米/天
嘉兴市联合污水外排一期泵站及管线大修	污水处理	2022年1月-2023年2月	3.31	0.24	改造一期工程污水输送主管：现状重力管内衬玻璃钢夹砂管修复，长约10.57km，管径为DN1100~DN1600
合计	--	--	22.71	6.26	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2021年公司实现油品销售收入16.09亿元，同比增长22.54%，一方面系2021年公司控股路产的通行量增幅较大带动油品销量上升，另一方面系2021年快速路的完工带动市区加油站的收入增长。

另外，截至2022年3月末，公司建设营运LNG加气站3座；投建充电站40座，充电终端约600个。

公司公共交通业务由嘉通集团下属嘉兴市公

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。2021 年，公司实现公共交通收入 0.29 亿元，与上年基本持平，因公益性较强，一直处于亏损状态，政府每年会给予一定的财政补贴。

2021 年，公司商贸流通板块收入规模大幅减小，主要系民丰贸易当年部分收入采用净额法确认

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的民丰贸易，其主要贸易品种为煤炭。2021 年，公司实现商品销售收入 24.94 亿元，较上年大幅减少 56.37%，主要系嘉实集团的民丰贸易当年部分收入采用净额法确认。2021 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、济高国际投资发展有限公司、湖南华菱资源贸易有限公司、上海智汇未来医疗服务股份有限公司和河南能源化工集团国龙物流有限公司，前五大供应商采购金额合计 54.83 亿元，集中度为 79.64%，集中度较高。2021 年前五大客户为浙江辉隆国际贸易有限公司、宁波歆祥进出口有限公司、浙江克莱德进出口有限公司、浙江自贸区隆源科技有限公司和杭州伏元贸易有限公司销售金额合计 62.46 亿元，集中度为 86.41%，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。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司实现混凝土销售收入 0.98 亿元和 0.08 亿元，2021 年较上年增长 42.33%，但整体体量仍不大。

2021 年受益于疫情缓解，收费公路的通行费收入增幅较大，该业务整体运营情况较好

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 07 省道因收费权正常到期而取消收费，故 2021 年无该路段的相关收入体现。截至 2022 年 3 月末公司账上尚有 07 省道资产 9.27 亿元，计入其他非流动资产，但 07 省道的日常养护权已移交相关政府部门。

2021 年公司无新增通车路段，截至 2022 年 3 月末，公司通车控股路产共计 5 条，总里程数为 267.23 公里。其中，杭州湾大桥北接线（二期）于 2020 年正式通车，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；下旬庙互通连接线，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 10：截至 2022 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
高速公路：			
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
非高速公路：			
07 省道	45.60	2007	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费收入方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现通行费收入 28.97 亿元和 5.38 亿元，2021 年随着疫情的影响减弱，公司通行费收入大幅增长 61.86%。

表 11：2019~2022 年 3 月嘉通集团通行费收入情况（万元、辆/日）

公路名称	2019 年度		2020 年度		2021 年度		2022 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	14,358.42	41,041	18,058.19	89,293	26,961.38	80,254	5,177.10	80,685
杭州湾北岸连接线二期	-	-	30,036.88	112,568	44,202.25	104,145	8,795.24	114,632
嘉绍通道北接线	54,635.99	70,745	41,633.32	105,450	68,032.12	99,522	12,851.39	93,882
杭浦高速浙江段	68,257.44	38,566	51,844.83	58,005	84,858.03	56,533	15,232.42	53,734
申嘉湖高速嘉兴段	50,392.10	54,917	36,755.05	73,010	65,632.93	78,304	11,778.60	74,630
07 省道	1,420.71	10,732	640.64	7,076.28	0	0	0	0
合计	189,064.66	216,001	178,968.91	445,402	289,686.71	418,758	53,834.75	417,563

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路面养护方面，2021 年及 2022 年一季度，嘉通集团公路养护成本 2.38 亿元和 0.20 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。

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 2021 年末和 2022 年 3 月末，公司长途客运共有 111 和 108 条班线，其中跨省级班线 13 条和 13 条、跨地市班线 10 条和 7 条、跨县班线 14 条和 14 条，城乡公交班线 74 条和 74 条；公司拥有营运车辆 944 辆和 958 辆，其中客运班线车 29 辆和 26 辆，公交车 342 辆和 351 辆，商务旅游车 139 辆和 150 辆，出租车 169 辆和 169 辆，驾驶培训教练车 265 辆和 262 辆。2021 年公司客运业务收入 0.93 亿元，稍有增长但仍未恢复疫情前水平，主要系行业萎缩所致。其中 2021 年收到政府补贴 1.37 亿元较上年稍有增长，主要系 2021 年新增了跨区县的客运补贴。

表 12：2019~2022.3 月客运业务板块经营情况

项目	单位：万人次、万公里、亿元			
	2019	2020	2021	2022.Q1
客运量	2,472.89	1,380.59	1,503.82	282.38
行驶里程	4,807.40	3,296.29	3,514.79	741.71
客运收入	1.35	0.91	0.93	0.15
客运业务毛利	-0.99	-1.19	-1.32	-0.32
财政补贴	0.90	0.99	1.37	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 2022 年 3 月末，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。2021 年，民丰特纸实现纸业销售收入 15.03 亿元，较上年增长 11.08%，2022 年一季度民丰特纸实现收入 3.82

亿元。

表 13：2019 年~2022 年 3 月民丰特种纸特种纸收入及占比情况（万元、%）

纸制品种类	2019		2020		2021		2022.Q1	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
卷烟纸系列	47,021.70	34.94	49,608.03	36.66	52,661.09	35.03	14,619.63	38.29
工业配套用纸	80,981.44	60.18	75,771.46	56	91,330.77	60.76	22,129.14	57.96
描图纸系列	4,776.36	3.55	5,360.25	3.96	6,062.45	4.03	1,433.39	3.75
其他纸品	1,788.86	1.33	4,577.79	3.38	257.44	0.18	0	0
合计	134,568.51	100	135,317.53	100	150,311.75	100	38,182.16	100

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 年一次生产线大检修需要停产之外，基本均处于运转状态，产能利用率较高。

表 14：2019~2022 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、%、万元/吨)	
						产销率	平均售价
2019 年	卷烟纸	33,750	33,025	97.85	30,894	93.55	1.52
	工业配套用纸	100,180	109,754	109.56	105,599	96.21	0.77
	描图纸	2,800	3,079	109.96	2,959	96.10	1.61
2020 年	卷烟纸	28,000	26,858	95.92	26,650	99.23	1.60
	工业配套用纸	109,400	108,967	99.60	104,676	96.06	0.70
	描图纸	2,800	2,898	103.50	3,510	121.12	1.80
2021 年	卷烟纸	28,100	28,165	100.23	28,612	101.59	1.50
	工业配套用纸	104,400	118,216	113.23	117,618	99.49	0.80
	描图纸	3,000	3,145	104.83	3,893	123.78	1.82
2022 年 1-3 月	卷烟纸	28,000	6,449	92.13	8,545	132.50	1.55
	工业配套用纸	98,000	30,467	124.36	29,943	98.28	0.82
	描图纸	8,000	1,311	65.55	892	68.04	1.72

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），目前民丰特纸采购宽叶浆、增叶浆两种原材料进行纸品的生产。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，会有一定的折扣，结算工具有信用证、TT 和银行承兑等。2021 年民丰特纸前五名供应商合计采购金额 5.48 亿元，占总采购金额 59.25%，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，2021 年及 2022 年一季

度前五名客户合计销售金额 3.29 亿元和 0.93 亿元，占总销售金额 21.92%和 24.44%。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。

2021 年受房屋销售进度的影响，公司城市运营板块业务收入稍有下滑，且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。2021 年公司城市运营板块实现收入 18.74 亿元，较上年减少 5.16%，主要系房屋销售收入大幅减少所致。

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：嘉城集团根据嘉兴市城市发展规划开展代建业务，未与嘉兴市政府签定回购或移交相关协议。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。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。

截至 2022 年 3 月末，嘉城集团计入存货中的基建项目投资额 167.01 亿元，2021 年嘉城集团完工项目共计投资 41.91 亿元。截至 2022 年 3 月末，嘉城集团主要在建项目 4 个，计划总投资 46.68 亿元，已投资 8.88 亿元。

表 15：截至 2022 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
嘉兴市“九水连心”景观工程	24.44	2.46
嘉兴月河省级高品质步行街（二期）项目—一主街少年路改造提升工程	4.67	2.41
一环至二环主次干道综合改造提升工程	16.89	3.64
揽秀园改造工程	0.68	0.37

合计

46.68

8.88

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、投资回报利率、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。2021 年嘉湘集团受托代建业务收入为 0.90 亿元，较上年稍有增长，2022 年一季度暂未确认代建业务收入。

截至 2022 年 3 月末，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，已完工代建项目总投资 4.09 亿元，可实现收入 4.23 亿元，截至 2022 年 3 月末已回款 4.23 亿元。

在建拟建代建项目方面，截至 2022 年 3 月末嘉湘集团在建项目 36 个，计划总投资 37.43 亿元，已投资 22.94 亿元。

自建模式为嘉湘集团根据湘家荡区域规划，依托下属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。

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，截至 2022 年 3 月末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 1,083.38 亩，合计出让价格为 108.96 亿元。2021 年，嘉城集团负责区域土地出让 340.52 亩，合计出让价格为 40.42 亿元。截至 2022 年 3 月末，嘉城集团已整理完成但尚未出让地共计 968.43 亩，其中二环以内 901.6 亩，二环以外 66.83 亩。2021 年嘉城集团收到土地和基建项目回款公积 26 亿元。

截至 2022 年 3 月末，嘉城集团主要在建棚户区改造及土地整治项目总投资 165.93 亿元，已投资额 141.08 亿元，尚有资金需求 25.10 亿元，或有一定资金压力。

表 16：截至 2022 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	17.73	13.34
纺工路区域	16.85	15.78
乌桥港区域	11.64	11.60
太平桥港区域	23.54	15.09
苏州塘区域	24.42	20.27
东塔弄区域	22.78	22.15
原城隍庙区域	13.61	11.02
丰乐桥区域	1.64	1.61

少年路区域	6.40	6.30
大运河区域	22.34	22.08
城北板块区域	3.41	0.70
老城板块区域	1.57	1.17
合计	165.93	141.08

注：因四舍五入位，合计尾数稍有差异

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，嘉湘集团负责前期的土地开发整理，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。

2021 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 121.84 亩，该项目总投资 1.49 亿元，截至 2022 年 3 月末，公司收到资金并确认土地开发整理收入共计 2.89 亿元。

截至 2022 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 1,754.62 亩，累计已完成投资 22.74 亿元，待移交土地充足。

嘉湘集团在整理土地项目 3 个，计划总投资 59.60 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 53.16 亿元。

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项目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，安置余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 2022 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 2022 年 3 月末，已回款 12.40 亿元，公司剩余尚未销售的部分计划自持出租。

截至 2022 年 3 月末，嘉城集团在建房地产项目为华梦地块商品房和东悦府项目，华梦地块商品房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 平方米，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 2022 年 3 月末已完成投资 19.10 亿元。东悦府项目位于嘉兴市国际商务区，项目总投资 19.63 亿元，用地面积 5.77 万平方米，可售面积 9.19 万平方米，截至 2022 年 3 月末已投资 11.00 亿元。

表 17：截至 2022 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
-	合计	-	17.71	258,787.90	-	12.40

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，上述安置房基本已于

2019 年以前安置完成，故近年来均无安置房销售收入体现。

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，

2021 年实现销售收入 4,450 万元。截至 2022 年 3 月末，公司剩余 30 万方住宅及 7.5 万方商业用房，后续该部分不再销售，计划改为人才房自持出租。

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 项目产生以及 2021 年嘉诚集团和上海建工合资成立的子公司浙江上嘉建设有限公司施工产生（嘉城集团持股 51%）。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，再由公司支付至施工单位。具体来说，公司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，公司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%，公司也同步支付至施工单位；缺陷责任期期满后，相关款项同步结清。2021 年及 2022 年一季度，公司实现工程施工业务收入 13.09 亿元和 7.42 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 2022 年 3 月末，主要可供出租面积 20.62 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。2021 年及 2022 年 1~3 月嘉城集团实现出租和物业管理收入 5,388.71 万元和 4,697.48 万元。

表 18：截至 2022 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
合计	206,188.27	177,617.06	86.14

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、嘉兴南湖景区以及南湖宾馆、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。2021 年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已完工，2022 年 5 月芦席汇历史街区保护性开发建设项目完工并对外开放。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。2020 年 7 月 1 日南湖景区取消景区门票，保留渡船费 20 元/人，故近年来公司门票收入大幅下滑，主要系景区内的二次消费收入。2021 年及 2022 年 1~3 月，嘉兴南湖景区参观人流量分别为 123 万人次和 4.43 万人次，分别实现船票及景区内二次消费收入 1,907.94 万元和 69.55 万元。同期，嘉城集团实现餐饮、客房收入 8,003.54 万元和 1,935.01 万元。

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。

2019-2021年及2022年一季度，嘉通集团分别实现旅游服务业务收入990.38万元、857.48万元、1,075.18万元和6.93万元，2021年收入稍有增长。

财务分析

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2019~2021年审计报告以及公司提供的未经审计的2022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。

2021年受疫情影响减弱，毛利较好的公用事业板块业务收入大幅增长，贸易业务受会计准则的调整，收入减少，毛利率增长，故公司当年毛利率呈现增

长态势；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

2021年，公司营业总收入为171.15亿元，较上年增长5.51%，增幅主要系公司当年公用事业业务板块以及交通运营业务板块业务收入大幅增长所致，以及其他业务板块中规划设计费收入增长所致。具体来看，燃气业务、水务业务、通行费以及市政规划设计业务收入增幅较大；商品销售业务主要系嘉实集团的民丰贸易部分收入改为净额法确认，使得收入大幅减少。

毛利率方面，2021年公司实现营业毛利率14.09%，较上年大幅提升，主要系毛利率较好的通行费收入和市政设计收入增幅较大因素影响。

表 19：2019~2022.3 年公司营业收入及毛利率情况（万元、%）

项目	2019年		2020年		2021年		2022.Q1		
	金额	毛利率	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	255,432.49	2.49	189,522.82	2.71	338,610.82	2.83	122,375.71	0.90
	水务运营	91,608.50	-6.94	114,311.47	6.51	169,621.76	11.21	58,934.47	2.21
	公共交通	6,064.91	-384.82	2,771.44	-1102.14	2,982.16	-1050.81	649.15	-1336.9
	加油站经营	111,715.64	11.47	131,289.34	12.97	160,883.56	11.36	30,845.91	11.24
	小计	464,821.54	-2.27	437,895.07	-0.21	672,098.31	2.31	212,805.24	-1.32
商贸流通	混凝土销售	6,923.35	8.88	6,855.63	10.22	9,757.48	0.81	782.81	0.80
	商品销售	328,185.54	0.52	571,533.50	0.71	249,364.51	4.40	48,001.92	7.31
	小计	335,108.90	0.69	578,389.13	0.82	259,121.99	4.27	48,784.73	7.21
交通运营	通行费	189,064.66	30.18	178,968.91	22.08	289,686.71	46.70	53,834.74	31.57
	服务区	3,627.65	37.95	4,163.15	17.17	6,000.53	42.88	794.28	65.10
	运输劳务	13,442.44	-73.63	9,069.76	-134.66	9,295.33	-166.75	1,460.43	-260.73
	小计	206,134.75	23.55	192,201.81	14.58	304,982.57	40.12	56,089.45	24.43
造纸业	纸制品销售	134,568.51	17.01	131,637.04	21.92	150,311.75	17.91	38,687.72	13.69
	小计	134,568.51	17.01	131,637.04	21.92	150,311.75	17.91	38,687.72	13.69
城市运营	受托代建	29,455.54	4.63	3,974.97	1.26	8,955.67	0.80	-	-
	工程施工	2,551.17	-98.99	139,688.10	1.72	130,885.28	9.42	74,165.64	4.83
	土地整理	-	-	24,450.48	51.82	28,936.76	48.29	-	-
	房屋销售	24,487.96	44.24	20,594.05	51.18	8,727.72	59.45	3,666.92	52.89
	房屋出租	8,279.20	50.77	8,904.07	54.72	9,918.07	57.04	6,676.76	-9.46
	小计	64,773.87	21.42	197,611.67	15.45	187,423.50	19.86	84,509.31	5.79
旅游产业	旅游服务	25,413.58	13.00	20,193.05	-17.83	31,717.88	1.58	2,489.55	30.61
	小计	25,413.58	13.00	20,193.05	-17.83	31,717.88	1.58	2,489.55	30.61

其他	驾驶培训	6,349.46	4.78	5,559.54	8	6,606.20	9.98	1,332.13	7.43
	加油站出租	153.88	86.58	171.43	83.99	171.43	78.44	-	-
	市政规划设计收入	0	-	25,762.86	49.25	40,790.43	44.49	3,512.73	44.89
	其他	34,991.33	22.2	32,581.45	31.21	58,241.86	14.67	20,375.95	-8.84
	小计	41,494.67	27.08	64,075.28	36.59	105,809.92	25.98	25,220.81	2.38
合计	1,272,315.82	7.2	1,622,003.06	6.85	1,711,465.91	14.09	468,586.80	468,586.81	

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，2021 年公司期间费用合计为 29.30 亿元，同比增长 10.95%。2021 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管理人员的工资以及当年防疫费用增加所致，研发费用主要系公司 2020 新设立浙江嘉兴数字城市实验室有限公司和规划设计院的研发支出。2021 年期间费用收入占比为 17.12%，较上年稍有上升，对利润形成一定侵蚀。

表 20：2019 年~2022 年 3 月年公司期间费用分析

项目名称	2019	2020	2021	2022.3
销售费用（亿元）	3.08	2.94	2.73	0.59
管理费用（亿元）	4.54	6.30	8.80	2.28
财务费用（亿元）	16.41	15.90	16.10	4.40
研发费用（亿元）	0.56	1.26	1.67	0.18
期间费用合计（亿元）	24.59	26.41	29.30	7.45
营业总收入（亿元）	127.23	162.20	171.15	46.86
期间费用收入占比（%）	19.33	16.28	17.12	15.90
经营性业务利润（亿元）	-7.42	-1.48	7.95	-4.48
投资收益（亿元）	22.03	6.47	6.41	1.89
其他收益（亿元）	10.30	14.60	15.05	6.50
利润总额	14.63	2.66	10.86	-1.79

资料来源：公司财务报告

2021 年公司实现利润总额 10.86 亿元，较上年大幅增加，主要系公司公用事业和通行费收入等盈利情况较好的业务收入增幅较大带动的经营性业务利润的增长。2021 年，公司收到的政府补助为 15.02 亿元，公司利润总额对政府补助存在一定依赖。2021 年公司投资收益为 6.41 亿元，主要系公司持有的嘉兴银行股份有限公司和浙江嘉绍跨江大桥投资发展公司在权益法核算下的长期股权投资 4.28 亿元和其他权益工具投资持有期间取得的股利收入 0.94 亿元。

2021 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

2021 年随着公司各项业务的持续推进，公司资产规模稳步增长，2021 年末，公司总资产 1,543.92 亿元，同比增长 19.88%。所有者权益增长 10.78% 至 524.67 亿元，主要系资本公积增加 51.05 亿元，主要系收到财政拨款 15.00 亿元，子公司嘉通集团及其子公司收到快速路项目资本金 20.35 亿元，子公司嘉兴市铁路与轨道交通投资集团有限责任公司及其子公司收到财政拨款及通苏嘉甬铁路项目资本金 3.98 亿元等。截至 2022 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 2022 年 6 月末全部到位。

资产构成方面，截至 2022 年 3 月末，公司流动资产和非流动资产占比分别为 52.77% 和 47.23%。公司流动资产主要系货币资金、应收账款、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 2022 年 3 月末，公司受限货币资金为 3.44 亿元，主要系履约保函。2021 年应收账款主要系应收业务对手方的各项款项，其中前五分别为浙江辉隆国际贸易有限公司、上海公路桥梁（集团）有限公司、上海市城市建设设计研究总院（集团）有限公司、上海隧道工程有限公司和嘉兴市秀湖城市建设投资开发有限公司合计 9.11 亿元，占期末应收账款余额 36.41%，部分应收款项公司按照相关会计准则计提了坏账准备。其他应收款较上年稍有增长，主要系往来款，截至 2021 年末，公司其他应收款前五大分别为嘉兴市现代服务业发展投资集团有限

公司、嘉兴湘德实业发展有限公司、嘉兴湘博投资有限公司、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 60.45%，2021 年公司根据会计准则计提了 2.15 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，随着项目的推进，存货规模逐年上升。2021 年公司其他流动资产增加主要系理财产品和预缴税费的增加。

2021 年因会计科目调整，将可供出售金融资产调整为其他权益工具投资和其他非流动金融资产。2021 年长期股权投资增加主要系公司新增的对嘉兴润升建设开发有限公司（3.6 亿元）、嘉兴嘉睿壹号股权投资合伙企业（有限合伙）（1.90 亿元）、长三角（嘉兴）战略新兴产业投资合伙企业（有限合伙）（4.76 亿元）等投资。投资性房地产增加的主要系由存货中转入房产资产 21.66 亿元。固定资产增加主要系在建工程转入嘉兴市域外配水工程完工转入。在建工程减少主要系快速路一期工程（37.63 亿元）和嘉兴市域外配水工程（杭州方向）项目（43.82 亿元）完工。其他非流动资产增加的主要系快速路一期工程完工后转入。

表 21：近年来公司主要资产及所有者权益构成情况（亿元）

科目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	86.23	130.91	175.08	168.95
应收账款	12.46	18.38	23.97	27.31
其他应收款	82.86	43.71	51.14	57.18
存货	399.64	480.49	528.74	547.19
其他流动资产	13.34	10.67	14.02	11.64
流动资产	602.76	691.39	811.15	829.96
可供出售金融资产	51.91	52.32	0	0
其他权益工具投资	0	0	40.19	38.82
其他非流动金融资产			12.56	12.66
长期股权投资	38.54	57.02	72.88	79.80
投资性房地产	18.75	22.59	53.08	52.36
固定资产	216.67	273.94	355.55	354.65
在建工程	98.94	105.34	35.92	40.85
其他非流动资产	62.02	62.20	125.93	124.03
非流动资产	509.56	596.52	732.78	742.84
总资产	1,112.32	1,287.91	1,543.92	1,572.99
实收资本	22.36	43.26	43.26	43.26

资本公积	252.10	262.59	298.97	299.93
所有者权益	429.63	473.62	524.67	533.73

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

负债方面，2021 年末公司总负债为 814.29 亿元，同比增长 25.17%。公司流动负债和非流动负债占比分别为 39.81%和 60.19%。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 2.14%~4.55%。应付账款主要系应付货款以及项目工程款等，截至 2021 年末，应付账款前五名分别为上海建工集团股份有限公司、亚都建设集团有限公司、深圳市飞马国际供应链股份有限公司、巨匠建设集团股份有限公司和上海园林（集团）有限公司。其他应付款主要系往来款，2021 年末前五名单位主要系当地国有企业，占比 66.82%。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和长期债券。其他流动负债增加的主要系短期应付债券。

表 22：近年来公司主要负债科目（亿元）

科目	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	46.25	55.44	50.15	52.04
应付账款	25.77	29.01	74.44	65.54
其他应付款	132.66	130.76	121.0	138.55
一年内到期的非流动负债	67.08	58.51	103.25	72.13
其他流动负债	8.34	20.47	30.58	30.60
流动负债	301.62	316.21	405.77	388.16
长期借款	166.04	206.34	233.92	226.94
应付债券	158.74	236.99	314.73	340.61
长期应付款	40.35	34.61	39.72	59.42
非流动负债	381.07	498.08	613.48	650.91
负债合计	682.69	814.29	1,019.25	1,039.07
短期债务	131.62	141.85	194.1	166.33
长期债务	344.01	458.86	526.51	581.32
总债务	475.63	600.71	756.61	747.66

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，2021 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%~6.5%。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，2021年末，公司总债务为756.61亿元，同比增长25.95%。其中长期债务为562.52亿元。公司债务以长期债务为主，2021年末公司短期债务/总债务为0.26倍。2021年末，公司资产负债率为66.02%，较上年稍有上升2.79个百分点；总资本化比率为59.05%。2022年3月末，公司资产负债率为66.07%、总资本化比例为58.35%。

2021年公司经营活动净现金流仍为净流出态势，无法对债务本息进行覆盖，EBITDA较上年稍有增长，可对利息形成覆盖

2021年受往来款以及建设项目的支出等影响，公司经营活动净现金流仍呈现净流出态势，无法对总债务及利息进行覆盖。2021年一季度经营性现金流支出规模较大，主要系春节前集中支付工程款、材料款等形成。

2021年随着公司公用事业板块和高速收费收入的增长，带动公司的利润总额的增长，使得EBITDA较上年有所增长，为56.46亿元，各项偿债指标较上年稍有优化。

表 23：2019~2021年公司偿债能力分析

科目	2019	2020	2021
短期债务(亿元)	131.62	141.85	194.10
长期债务(亿元)	344.01	458.86	526.51
总债务(亿元)	475.63	600.71	756.61
经营活动现金流净额	1.20	-34.99	-22.72
EBITDA(亿元)	48.99	39.84	56.46
总债务/经营活动净现金流(X)	396.54	-17.17	-33.29
总债务/EBITDA(X)	9.71	15.08	13.40
EBITDA 利息保障系数(X)	2.28	1.60	1.93
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.06	-1.40	-0.78

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，2022年公司到期债务规模为153.40亿元，公司货币资金储备较足，公司短期偿债压力尚好。

表 24：公司到期债务分布情况（单位：亿元）

	2022年	2023年	2024年	2025年
金额	153.40	113.68	121.36	124.58

注：2022年到期中不含应付票据和其他流动负债

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

公司外部授信较为充足，能够对整体偿债能力提供支持，且受限资产和对外担保规模较小

授信方面，截至2022年3月末，公司合并口径从银行获得的授信总额为1,091.75亿元，未使用额度为422.65亿元，备用流动性较好。

或有事项方面，截至2022年3月末，公司对外担保余额为26.78亿元，占净资产的5.02%，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2022年3月末，公司受限资产账面价值为17.06亿元，占总资产的比重为1.08%，主要系货币资金、存货、投资性房地产、无形资产和在建工程等。

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2022年5月24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。

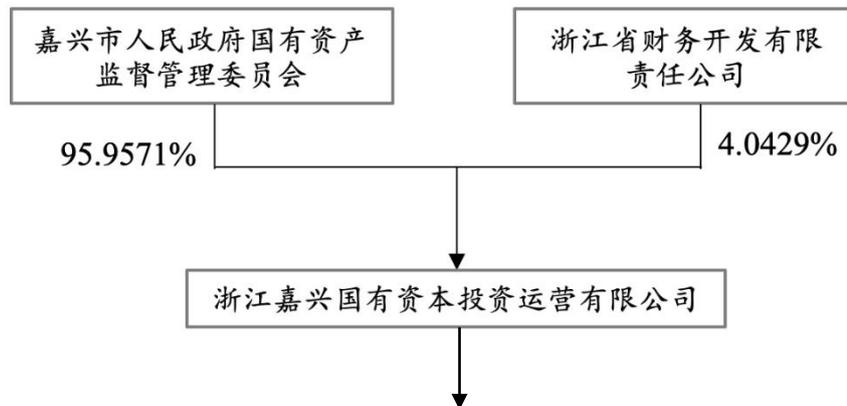
近年来公司资本实力不断夯实。2021年母公司收到财政拨款15亿元，下属子公司收到项目资金、财政拨款及资产划拨等合计34.23亿元。2021年公司收到政府补助15.02亿元，补助资金规模较大且持续性良好，有力充实了公司的利润

规模。

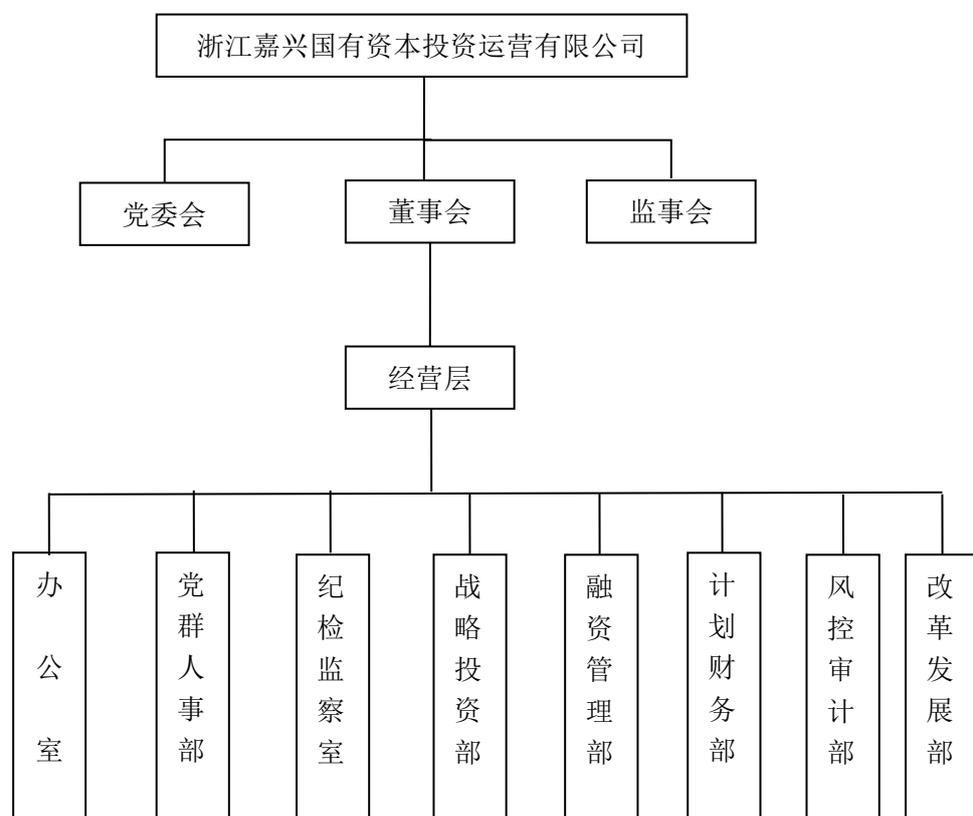
评级结论

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”、“21 嘉投 02”和“21 嘉投 03”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 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	862,333.96	1,309,085.79	1,750,801.56	1,689,536.06
应收账款	124,637.08	183,810.09	239,674.60	273,117.57
其他应收款	828,561.31	437,051.51	511,389.59	571,790.98
存货	3,996,442.02	4,804,913.48	5,287,387.56	5,471,904.22
长期投资	904,488.19	1,093,440.95	1,271,179.89	1,380,725.71
在建工程	989,350.07	1,053,370.79	359,206.90	408,496.03
无形资产	147,688.39	150,406.45	262,600.43	275,245.89
总资产	11,123,193.52	12,879,095.71	15,439,227.80	15,727,992.99
其他应付款	1,326,588.55	1,307,647.00	1,210,734.15	1,385,503.18
短期债务	1,316,196.94	1,418,481.30	1,940,960.40	1,663,299.25
长期债务	3,440,114.21	4,588,607.30	5,625,105.20	5,813,285.20
总债务	4,756,311.14	6,007,088.60	7,566,065.60	7,476,584.45
总负债	6,826,913.90	8,142,930.03	10,192,548.14	10,390,723.27
费用化利息支出	168,184.51	172,345.76	184,680.15	43,754.80
资本化利息支出	46,617.89	77,158.22	107,273.09	31,713.86
实收资本	223,600.00	432,600.00	432,600.00	432,600.00
少数股东权益	1,048,181.82	1,154,178.55	1,298,037.39	1,411,301.14
所有者权益合计	4,296,279.62	4,736,165.68	5,246,679.66	5,337,269.72
营业总收入	1,272,315.82	1,622,003.06	1,711,465.91	468,586.80
经营性业务利润	-74,225.98	-14,814.32	79,452.98	-
投资收益	220,277.38	64,724.07	64,131.38	18,887.49
净利润	107,044.88	14,462.82	95,651.92	-
EBIT	314,522.81	198,989.38	293,310.09	-
EBITDA	489,863.61	398,411.81	564,612.89	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,350,245.05	1,744,007.48	2,317,898.50	638,386.55
收到其他与经营活动有关的现金	533,180.19	530,600.84	338,470.01	103,627.74
购买商品、接受劳务支付的现金	1,409,482.13	2,360,173.35	2,566,741.24	750,007.87
支付其他与经营活动有关的现金	303,153.48	80,848.68	106,114.87	18,595.75
吸收投资收到的现金	62,463.83	42,440.00	30,000.00	120,568.00
资本支出	621,361.60	768,924.17	939,428.33	138,267.32
经营活动产生现金净流量	11,994.43	-349,906.85	-227,241.38	-85,303.35
投资活动产生现金净流量	-205,038.81	-594,723.18	-1,007,609.09	-210,991.55
筹资活动产生现金净流量	282,812.43	1,392,480.34	1,665,420.78	236,221.58
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	7.20	6.85	14.09	5.39
期间费用率(%)	19.33	16.28	17.12	15.90
应收类款项/总资产(%)	9.02	5.14	5.08	5.38
收现比(%)	1.06	1.08	1.35	1.36
总资产收益率(%)	2.90	1.66	2.07	-
资产负债率(%)	61.38	63.23	66.02	66.07
总资本化比率(%)	52.54	55.91	59.05	58.35
短期债务/总债务(%)	0.28	0.24	0.26	0.22
FFO/总债务(X)	0.05	0.06	0.07	-
FFO 利息倍数(X)	1.11	1.40	1.79	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.06	-1.40	-0.78	-
总债务/EBITDA(X)	9.71	15.08	13.40	-
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.28	0.29	-
货币资金/短期债务(X)	0.66	0.92	0.90	1.02
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.28	1.60	1.93	-

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。

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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
	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业周期	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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-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-税金及附加-期间费用+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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	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
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

附三：基本财务指标的计算公式

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：信用等级的符号及定义

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。