



浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1520 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司

AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 嘉投 02”、“21 嘉投 01/21 嘉兴债 01”、“21 嘉投 02”、“21 嘉投 03”

AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为嘉兴市工业产业发达，经济财政实力稳步增强，潜在的支持能力很强。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”）业务多元化发展，资产规模将保持增长，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；同时，需关注未来面临一定的投资压力、债务规模增幅较快对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；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。

正 面

- **嘉兴市经济实力稳步增长。**嘉兴市经济发展水平与财政实力均位于浙江省中上水平，且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2023年3月末，公司总债务824.87亿元，增幅较快，需关注公司未来债务规模变化以及还本付息情况。

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

财务概况

嘉兴国投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产（亿元）	1,287.91	1,543.92	1,646.48	1,742.48
经调整的所有者权益合计（亿元）	473.62	524.67	572.48	593.01
总负债（亿元）	814.29	1,019.25	1,074.00	1,149.47
总债务（亿元）	600.71	756.61	790.57	824.87
营业总收入（亿元）	162.20	171.15	199.82	49.54
经营性业务利润（亿元）	-1.48	7.95	-3.81	-3.93
净利润（亿元）	1.45	9.57	2.24	-2.00
EBITDA（亿元）	39.60	56.52	51.97	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-34.99	-22.72	-4.69	5.17
总资本化比率(%)	55.91	59.05	58.00	58.18
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.59	1.94	1.58	--

注：1、中诚信国际根据嘉兴国投提供的其经容城会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021、2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、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；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

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)	2022/06/27	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

注：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	嘉兴国投	宁波开投	温州城发	台州国运
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	嘉兴市	宁波市	温州市	台州市
GDP（亿元）	6,739.45	15,704.30	8,029.80	6,040.72
一般公共预算收入（亿元）	596.5	1680.13	573.9	440.75
经调整的所有者权益合计（亿元）	572.48	489.71	429.32	358.10
总资本化比率（%）	58.00	45.90	56.54	50.09
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.58	4.86	0.81	1.66

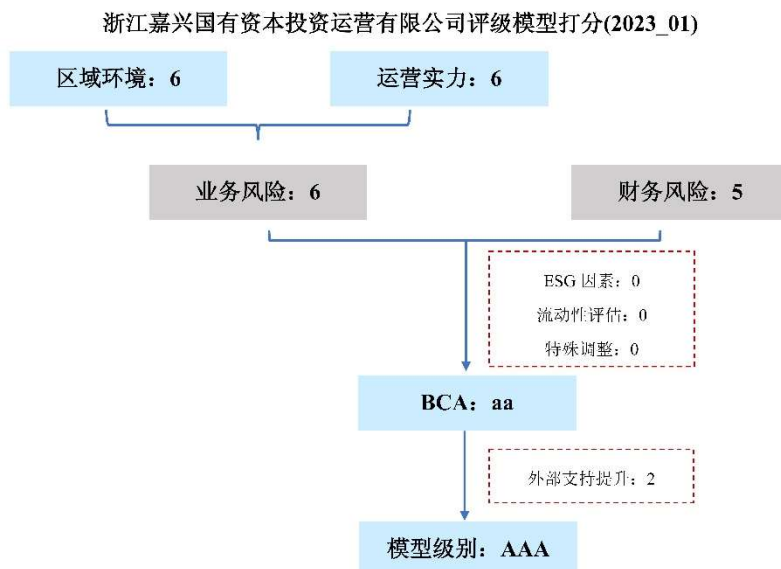
注：宁波开投系“宁波开发投资集团有限公司”的简称；温州城发系“温州市城市建设发展集团有限公司”的简称；台州国运系“台州市国有资本运营集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	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	债项余额	存续期	特殊条款
20 嘉投 02	AAA	AAA	2022/06/27	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	2022/06/27	10.00	10.00	2021/03/08~2031/03/08	弹性配售选择权
21 嘉投 02	AAA	AAA	2022/06/27	15.00	15.00	2021/04/07~2031/04/01	-
21 嘉投 03	AAA	AAA	2022/06/27	25.00	25.00	2021/12/28~2031/12/28	-

● 评级模型



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，嘉兴市经济财政实力强劲，区域环境风险很低。嘉兴国投业务多样性程度高且是嘉兴市最大的国有资本运营平台，具备极高的业务稳定性和持续性。但是，嘉兴国投在建及拟建项目较多，面临一定的资本支出压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，嘉兴国投所有者权益持续增长；财务杠杆位于适中水平且债务结构合理；EBITDA 能够对利息实现覆盖。同时，公司存货中多为土地整理投入，结算周期较长，整体流动性较弱。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对嘉兴国投个体基础信用等级无影响，嘉兴国投具有 **aa** 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，嘉兴市政府的支持能力很强，对公司的支持意愿强，主要体现在嘉兴市经济财政实力较强，且近年来稳步增长；嘉兴国投系嘉兴市最重要的国有资本运营平台，成立以来持续获得政府在项目承接、政府补助等方面的大力支持，重要性高，与政府的关联性很高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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 年末，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 2023 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。截至 2023 年 3 月末，有轨电车项目已完工并投入运营。

“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 年末，已全部使用完毕，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 年末，已使用 14.94 亿元，用于偿还有息债务，与募集说明书约定一致。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

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 2022 年末，嘉兴市全市常住人口为 555.10 万人，比上年末增加 3.50 万人。2022 年，嘉兴市实现地区生产总值 6,739.45 亿元，按可比价格计算较上年末增长 2.5%；同期人均生产总值 12.14 万元，均居省内第五位，2022 年嘉兴市三次产业结构为 2.14:55.19:42.67。嘉兴市工业产业发达，纺织服装、皮革制造、化工纤维、五金等产业为当地特色产业和支柱产业，并已逐步培育形成世界级现代纺织、国家级新能源、长三角区域级化工新材料和省级汽车制造、智能家居共五大先进制造业产业集群，2022 年规模以上工业增加值 2,815.63 亿元，比上年增长 3.9%。

表 1：2022 年浙江省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
浙江全省	77,715.00	-	11.88	-	8,029.0	-
杭州市	18,753.00	1	15.26	3	2,450.6	1
宁波市	15,704.30	2	16.39	2	1,680.1	2
温州市	8,029.80	3	8.30	9	573.9	4
绍兴市	7,351.00	4	13.75	4	540.1	5
嘉兴市	6,739.45	5	12.18	5	596.5	3
台州市	6,040.72	6	9.05	7	440.7	7
金华市	5,562.47	7	7.80	10	489.2	6
湖州市	3,850.00	8	11.29	6	387.3	8
衢州市	2,003.44	9	8.75	8	173.1	9
舟山市	1,951.30	10	16.68	1	156.1	11
丽水市	1,830.90	11	7.28	11	170.9	10

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为嘉兴市财政实力形成了有力的支撑，但 2022 年受留抵退税因素影响，一般公共预算收入同比下降 11.6%，扣除留抵退税因素后下降 1.0%。财政收入质量较高，近年来税收收入占比始终在 90%以上，2022 年公共财政平衡率下降至 80%以下，整体财政自己水平尚好。政府性基金收入是嘉兴市政府可动用财力的重要补充，近年来受土地市场行情影响有所波动。再融资环境方面，嘉兴市债务余额和广义债务率处于省内中游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，债券市场发行利差在全省处于较低水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来嘉兴市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	5,563.58	6,388.38	6,739.45
GDP 增速（%）	3.50	8.50	2.50
人均 GDP（万元）	10.25	11.63	12.18
固定资产投资增速（%）	3.00	6.20	7.20
一般公共预算收入（亿元）	598.80	674.80	596.47
政府性基金收入（亿元）	804.67	1,010.74	855.04
税收收入占比（%）	92.72	90.44	87.77
公共财政平衡率（%）	84.08	85.02	72.06

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：嘉兴市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍系嘉兴市国资委以管资本为主的重要国有资本运营平台，各子公司业务涵盖公用事业、交通运营、城市运营等多个板块，在嘉兴市区具有较强的区域专营性；同时，除政府类项目外，公司还布局商贸流通、造纸业、旅游产业等经营性业务，多元化业务格局逐步成型，业务稳定性和可持续性极强。需要关注的是，公司经营性业务盈利能力一般，且近年来受经济环境影响有所波动，未来盈利能力有待进一步提升。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（万元、%）

项目		2020 年		2021 年		2022 年		2023.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	189,522.82	2.71	338,610.82	2.83	521,422.99	1.89	116,489.48	1.46
	水务运营	114,311.47	6.51	169,621.76	11.21	270,241.33	0.93	67,633.79	3.21
	公共交通	2,771.44	-1102.14	2,982.16	-1050.81	2,060.69	-1,934.06	-	-
	加油站经营	131,289.34	12.97	160,883.56	11.36	142,637.96	13.58	32,494.85	15.60
商贸流通	小计	437,895.07	-0.21	672,098.31	2.31	936,362.97	-0.87	216,618.12	4.13
	混凝土销售	6,855.63	10.22	9,757.48	0.81	6,608.94	0.40	1,585.47	2.54
	商品销售	571,533.50	0.71	249,364.51	4.40	280,118.16	2.85	90,260.27	6.15
	小计	578,389.13	0.82	259,121.99	4.27	286,727.10	2.80	91,845.74	6.09
交通运营	通行费	178,968.91	22.08	289,686.71	46.70	222,647.73	26.12	60,870.89	30.02
	服务区	4,163.15	17.17	6,000.53	42.88	2,957.14	62.19	-	-
	运输劳务	9,069.76	-134.66	9,295.33	-166.75	8,716.92	-83.92	2,541.68	-588.28
	小计	192,201.81	14.58	304,982.57	40.12	234,321.79	18.76	63,412.57	5.24
造纸业	纸制品销售	131,637.04	21.92	150,311.75	17.91	165,273.71	12.24	38,176.39	12.09
	小计	131,637.04	21.92	150,311.75	17.91	165,273.71	12.24	38,176.39	12.09
城市运营	受托代建	3,974.97	1.26	8,955.67	0.80	22,659.30	21.16	13.63	100.00
	工程施工	139,688.10	1.72	130,885.28	9.42	94,994.16	21.74	25,032.05	-0.55
	土地整理	24,450.48	51.82	28,936.76	48.29	22,192.95	42.53	-	-

旅游产业	房屋销售	20,594.05	51.18	8,727.72	59.45	73,675.21	26.57	23,974.61	0.79
	房屋出租	8,904.07	54.72	9,918.07	57.04	12,623.08	65.32	6,100.69	50.14
	小计	197,611.67	15.45	187,423.50	19.86	226,144.70	27.73	55,120.98	5.67
	旅游服务	20,193.05	-17.83	31,717.88	1.58	34,471.80	-7.22	11,485.18	12.02
	小计	20,193.05	-17.83	31,717.88	1.58	34,471.80	-7.22	11,485.18	12.02
其他	驾驶培训	5,559.54	8	6,606.20	9.98	6,725.84	13.83	1,529.78	20.45
	加油站出租	171.43	83.99	171.43	78.44	168.81	78.10	-	-
	市政规划设计收入	25,762.86	49.25	40,790.43	44.49	23,021.38	32.70	4,912.21	31.02
	其他	32,581.45	31.21	58,241.86	14.67	84,989.98	26.48	12,317.98	11.09
	小计	64,075.28	36.59	105,809.92	25.98	114,906.00	27.06	18,759.97	17.07
合计		1,622,003.06	6.85	1,711,465.91	14.09	1,998,208.07	7.78	495,418.95	6.09

注：表中合计数与加总不符主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公用事业板块

公司公用事业板块包括燃气、水务、油品销售及公共交通，具备很强的区域专营优势，跟踪期内随着天然气价格的提升，公用事业板块业务收入增幅较大。

燃气板块：

跟踪期内，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，仍由子公司嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“嘉城集团”）下属的嘉兴市天然气管网经营有限公司（以下简称“管网公司”）负责嘉兴市区和嘉兴下属（除海盐、海宁以外）的县级市燃气输送管网的投资建设、燃气的批量采购和销售。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。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司实现天然气销售量 12.84 亿立方米和 3.09 亿立方米，分别实现销售收入 47.72 亿元和 11.36 亿元。2022 年随着天然气价格的上升，公司天然气销售收入大幅增长。

表 4：2020~2022 年及 2023 年 1-3 月天然气业务运营情况

项目	2020	2021	2022	2023.Q1
销售收入（万元）	183,983.37	311,340.73	477,210.39	113,602.88
销售量（万立方米）	82,624.49	124,584.42	128,462.41	30,873.03
平均销售价格（元/立方米）	2.35	2.50	3.71	3.68

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。2022 年，根据浙江省发改委《省发展改革委关于天然气省级门站价格等有关事项的通知》（浙发改价格〔2022〕307 号），浙江浙能天然气管网有限公司向各城市燃气企业（或城市管道运输企业）销售天然气的门站价格从每立方米 2.26 元调整为 3.919 元（含税，下同）（其中含省级管输价格每立方米 0.152 元），下浮不限。执行时间为 2022 年 11 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日。同时，该文件提出随着浙江省级管网纳入国家管网，浙江省已实现管销分离，自 2023 年 4 月 1 日起不再核定天然气省级门站价格，并要求各地按照要求调整天然气终端销售价格，完善上下游价格联动机制。根据嘉兴市发展和改革委员会《关于市区及港区天然气销售价格有关事项的通知》（嘉发改〔2023〕16 号），针对嘉兴市区及

港区¹非居民用气方面，城市燃气公司上游气源及价格将由其自行谈判确定，天然气上下游价格联动机制简化为终端销售价格=气源综合价格+输配气价格。针对居民用气终端销售价格暂不作调整。未来，随着浙江省天然气市场化改革的深入，需关注其对公司业务经营产生的影响。

表 5：2020-2022 年及 2023 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	2020	2021	2022	2023.3
居民用户	2.42	2.38	3.99	3.99
商业用户	2.42	2.38	3.99	3.99
工业用户	2.42	2.38	3.99	3.99

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。2022 年 11 月浙江浙能天然气管网有限公司变更为浙江能源天然气集团有限公司。

表 6：2020-2022 年及 2023 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	2020	2021	2022	2023.3
采购量	8.29	12.51	12.83	2.89
平均采购价格	2.35	2.66	3.99	3.94
合同总价	19.52	33.27	51.17	11.40

注：以上采购价格为含税价格。

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，2022 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、嘉兴市嘉城新能源有限公司、嘉善县城乡天然气有限责任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 90.32%，比重较上年稍有下滑，但集中度仍较高。

表 7：2022 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	175,294.34	34.27%
桐乡港华天然气有限公司	128,473.82	25.11%
嘉兴市嘉城新能源有限公司	79,063.83	15.46%
嘉善县城乡天然气有限责任公司	43,590.04	8.52%
平湖市天然气有限公司	35,598.94	6.96%
合计	462,020.97	90.32%

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市燃气集团股份有限公司负责经营以实现租赁收入。截至 2023 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浙沪联络线平湖分输站至海盐分输站输气管道工程嘉兴市、2021 年和 2022 年天然气居民用户配套工程等，项目总投 2.26 亿元，截至 2023 年 3 月末已投 1.18 亿元，计划在 2024 年前投资完成。拟建项目主要为嘉兴市域天然气高压管网系统完善

¹即浙江乍浦经济开发区

一期工程等，计划总投资 7.70 亿元。

水务业务：

公司水务业务仍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”）和嘉兴市原水投资有限公司（以下简称“原水公司”）负责，分别负责嘉兴市市区及乡镇供水以及原水出售业务。

截至 2023 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 1,975.2 公里（大于等于 DN75mm 口径的管网长度），拥有石臼漾水厂、贯泾港水厂 2 个水厂，供水能力达 75 万吨/日。2022 年水务集团供水量和售水量保持稳定，2022 年，水务集团供水量和售水量分别为 1.57 亿吨和 0.36 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，2022 年对上述对象售水占比分别为 47.97%和 41.33%。2022 年水务运营收入 27.02 亿元，随着水务集团并入子公司嘉兴市水利工程建筑有限责任公司，收入同比增长 59.32%。

表 8：2020~2022 年及 2023 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	2020	2021	2022	2023.3
自来水厂数量	2	2	2	2
供水能力	55	75	75	75
平均供水量	38.46	42.40	42.88	39.63
供水总量	14,075.59	15,476.89	15,651.41	3,566.75
售水总量	12,229.68	13,509.00	13,677.85	3,069.85
管网漏损率	6.92	6.61	6.47	7.8

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月水务集团售水结构（%）

项目名称	2020	2021	2022	2023.3
居民生活用水	48.10	46.7	47.97	49.31
工商业用水	48.58	49.7	41.33	40.87
特种行业用水	0.34	0.5	0.42	0.44
其他	2.98	3.1	10.28	9.38

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。2022 年共售水量 12,978.49 万吨，金额 6.07 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）6,584.11 万吨，金额 3.08 亿元，占 50.73%。2023 年 1~3 月原水公司售水 2,760.16 万吨，金额 1.29 亿元，其中嘉源环境 1,331.39 万吨，金额 0.62 亿元，占 48.24%。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，2022 年原水公司处于亏损状态，亏损金额约 6,506 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 2023 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，污水管网长度 200 公里。截至 2023 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。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司污水处理量分别为 1.52 亿吨和 0.44 亿吨。

表 10：污水处理业务基本情况（万吨、公里、%）

项目名称	2020	2021	2022	2023.3
污水排放总量	18,412.80	18,746.74	15,197.07	4,365.48
污水处理总量	18,412.80	18,746.74	15,197.07	4,365.48
污水管网长度	137	136.76	200	200
平均污水处理率	100	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 15.32 亿元。

表 11：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	5.86	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	1.89	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-2023 年 12 月	3.95	3.76	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 12 月	1.46	1.28	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	污水处理	2022 年 1 月-2023 年 12 月	3.31	2.53	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	15.32	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他公用事业业务：

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。2022 年公司实现油品销售收入 14.26 亿元，同比减少 11.34%，系同期高速公路车流量减少所致。另外，截至 2023 年 3 月末，公司建设营运 LNG 加气站 3 座；投建充电站 58 座，充电终端约 736 个。

公司公共交通业务由嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“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。2022 年，公司实现公共交通收入 0.21 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，2022 年收到相关补助 2.40 亿元。

交通运营板块

跟踪期内，收费公路路产情况未发生变化，通行费收入受通行量减少影响而有所下滑。

跟踪期内，公司交通运营板块仍主要由嘉通集团负责。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。

跟踪期内公司无新增通车路段，截至 2023 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。2020 年 07 省道因收费权正常到期而取消收费，故 2021 年起无该路段的相关收入体现。截至 2023 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。

表 12：截至 2023 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

表 13：2020~2023 年 3 月嘉通集团通行费收入情况（万元、辆/日）

公路名称	2020 年度		2021 年度		2022 年度		2023 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	18,058.19	89,293	26,961.38	80,254	21,851.51	69,035	6,368.49	77,188
杭州湾北岸连接线二期	30,036.88	112,568	44,202.25	104,145	39,225.60	98,254	10,284.39	98,650
嘉绍通道北接线	41,633.32	105,450	68,032.12	99,522	51,418.71	76,266	12,996.86	78,865
杭浦高速浙江段	51,844.83	58,005	84,858.03	56,533	60,921.20	42,734	15,608.85	43,111

申嘉湖高速嘉兴段	36,755.05	73,010	65,632.93	78,304	47,625.43	61,172	13,405.00	66,743
07 省道	640.64	7,076.28	0	0	0	0	0	0
合计	178,968.91	445,402	289,686.71	418,758	221,042.45	347,461	58,663.59	364,557

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路面养护方面，2022 年及 2023 年一季度，嘉通集团公路养护成本 3.16 亿元和 0.50 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 2023 年 3 月末，公司长途客运共有 105 条班线，其中跨省级班线 10 条、跨地市班线 4 条、跨县班线 17 条，城乡公交班线 74 条；公司拥有营运车辆 955 辆，其中客运班线车 23 辆，公交车 373 辆，商务旅游车 150 辆，出租车 155 辆，驾驶培训教练车 254 辆。2022 年公司客运业务收入 0.82 亿元，受行业萎缩影响收入不断下降，同期收到政府补贴 1.45 亿元。

表 14：2020~2023.3 客运业务板块经营情况（万人次、万公里、亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.Q1
客运量	1,380.59	1,503.82	937.83	269.68
行驶里程	3,296.29	3,514.79	2,873.21	812.63
客运收入	0.91	0.93	0.82	0.18
客运业务毛利	-1.19	-1.32	-1.53	-0.46
财政补贴	0.99	1.37	1.45	0.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

特种纸业务

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

跟踪期内，公司特种纸制造业务经营主体、模式和业务品种未发生变化，主要由子公司嘉兴市实业资产投资集团有限公司（以下简称“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 2023 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。2022 年，民丰特纸实现纸业销售收入 16.53 亿元，较上年增长 9.95%，2023 年一季度民丰特纸实现收入 3.82 亿元。

表 15：2020~2023 年 3 月民丰特纸特种纸收入及占比情况（亿元、%）

纸制品种类	2020		2021		2022		2023.1~3	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
卷烟纸系列	4.96	36.66	5.27	35.03	4.96	30.02	1.23	32.20
工业配套用纸	7.58	56	9.13	60.76	10.37	62.76	2.22	58.12

描图纸系列	0.54	3.96	0.61	4.03	1.19	7.20	0.37	9.69
其他纸品	0.46	3.38	0.03	0.18	0.0023	0.01		
合计	13.53	100	15.03	100	16.53	100.00	3.82	100.00

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 16：2020~2023 年 3 月民丰特纸主要特种纸产能、产量情况（吨、%、万元/吨）

日期	产品	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	平均售价
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	卷烟纸	28,000	29,208	104.31	30,297	103.73	1.7
	工业配套用纸	100,000	120,871	120.87	119,869	99.17	0.89
	描图纸	8,000	7,208	90.1	7,426	103.02	1.95
2023 年 1-3 月	卷烟纸	28,000	6,408	22.89	7,391	115.34	1.67
	工业配套用纸	100,000	29,969	29.97	27,978	93.36	0.89
	描图纸	8,500	1,975	23.24	1,745	88.35	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。2022 年民丰特纸前五名供应商合计采购金额 4.02 亿元，占总采购金额 38.15%，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，2022 年前五名客户合计销售金额 3.77 亿元，占总销售金额的 22.53%。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。

城市运营板块

跟踪期内房屋销售较多，公司城市运营板块业务收入大幅增长；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

受托代建板块：

跟踪期内，公司受托代建业务主体和展业范围未发生变化，其中子公司嘉城集团受嘉兴市政府委托在嘉兴市二环以内及市区的特定区域内实施市政工程及土地整理业务。业务模式方面，根据嘉兴市人民政府办公室抄告单(嘉办[2004]88 号)、嘉兴市人民政府专题会议纪要([2013]3 号)文件精神以及《嘉兴本级政府投资项目代建制管理办法》（嘉政发〔2022〕26 号）开展相关代建业务，嘉兴市

政府根据嘉城集团当年受托市政工程和土地整理项目数、规模、资金支付计划等，将建设资金支付给嘉城集团。

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。未来转为代建模式后，相关会计处理方式暂未确定，需关注日后模式转变带来的影响。

2022 年嘉城集团完工代建项目共计投资 3.74 亿元，截至 2023 年 3 月末，嘉城集团计入存货中的基建项目投资额仍有 187.45 亿元尚未结算。截至 2023 年 3 月末，嘉城集团主要在建项目 2 个，计划总投资 4.76 亿元，已投资 2.68 亿元。

表 17：截至 2023 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
嘉兴月河省级高品质步行街（二期）项目——主街少年路改造提升工程	4.67	2.61
老城区道路综合管线改造工程——原紫阳宾馆立面改造工程	0.09	0.08
合计	4.76	2.69

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，子公司嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司（以下简称“嘉湘集团”）仍负责湘家荡区域范围内的基础设施建设任务，业务模式未发生变化，仍然采用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开发建设管理委员会（以下简称“湘家荡管委会”）核定的代建项目，与湘家荡管委会签署《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。代建项目方面，2022 年嘉湘集团受托代建业务收入为 2.27 亿元，多来自于已完工项目，较上年稍有增长，且均已回款，2023 年一季度暂未确认代建业务收入。截至 2023 年 3 月末，嘉湘集团暂无已完工未结算的代建项目。在建拟建代建项目方面，截至 2023 年 3 月末嘉湘集团在建项目 34 个，计划总投资 32.90 亿元，已投资 20.26 亿元。自建模式下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，最终主要依靠自营收入等来平衡基础设施建设的前期资金投入。

土地整理板块：

跟踪期内，公司土地整理业务仍由子公司嘉城集团和嘉湘集团负责。嘉兴市政府委托嘉城集团在嘉兴市二环以内及市区特定区域内开展土地整理业务。根据嘉兴市政府年度土地储备计划，嘉兴市财政安排预算资金拨付土储中心，嘉城集团在上述范围内，代为平整土地，使地块达到出让的要求；土储中心根据嘉城集团当年整体土地平整的数量、规模等因素，将土地征收资金支付给嘉城集团。

已完工项目方面，2022 年~2023 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 183.37 亩，合计出让价格为 11.61 亿元。2022 年嘉城集团收到土地和基建项目回款共计 36.95 亿元。截至 2023 年 3 月末，嘉城集团已整理完成但尚未出让地共计 779.61 亩，其中二环以内 676.33 亩，二环以外 103.28 亩。

截至 2023 年 3 月末，嘉城集团主要在建土地整治项目总投资 54.64 亿元，已投资额 53.63 亿元，

尚有资金需求 1.01 亿元。

表 18：截至 2023 年 3 月末嘉城集团主要在建土地整理项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
外贸宿舍区块	4.00	3.30
百花区块	35.73	35.59
二毛二村区块	14.91	14.74
合计	54.64	53.63

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

跟踪期内，嘉湘集团仍然是嘉兴市湘家荡区域唯一的土地整理主体，土地整理业务模式未发生变化，在完成土地整理后仍由嘉兴市国土资源局南湖区分局、嘉兴市南湖区财政局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。2022 年由嘉湘集团开发整理并确认收入的土地共计 93.45 亩，确认收入 2.22 亿元，截至 2023 年 3 月末已全部收到回款。截至 2023 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 1,623.4 亩，累计已完成投资 20.26 亿元，待移交土地充足。在整理土地项目 3 个，计划总投资 55.89 亿元，截至 2023 年 3 月末已完成投资 48.95 亿元。

房地产开发板块：

公司房地产开发业务仍然主要由嘉城集团和嘉湘集团负责，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，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，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。

业务开展情况来看，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司实现房产销售收入 7.37 亿元和 2.40 亿元，主要来自于嘉城集团的华梦锦园商品房项目，除该项目外，嘉城集团已完工安置房项目大部分已经销售完毕，剩余尚未销售的部分计划自持出租。截至 2023 年 3 月末，嘉城集团主要自营房产项目总投资 35.17 亿元，累计实现销售收入 17.68 亿元。截至 2023 年 3 月末，嘉城集团在建房地产项目共 3 个，均为商品房项目，总投资额达 68.95 亿元，投资进度已过半，计划于 2023 年及 2024 年完工，截至 2023 年 3 月末，润府和静安府项目已分别获得预售房款 16.49 亿元和 21.42 亿元。

表 19：截至 2023 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	0.68	9,600.00	40.00%	0.25
6	华梦锦园	商办	24.3	284,600.00	33.3%	9.08
-	合计	-	35.17	429,500.00	-	17.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 20：截至 2023 年 3 月末嘉城集团在建房地产项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	项目位置	项目类别	总投资	可售面积	已投资	建设周期
东悦府	嘉兴市国际商务区	商品房	19.63	9.19	11.88	2021-2023
润府	嘉兴市长水街道	商品房	26.68	23.30	17.1	2021-2024

静安府	嘉兴市秀洲区高照街道	商品房	22.64	19.78	14.46	2021-2024
合计	--	--	68.95	52.27	43.44	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

嘉湘集团仍然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。前期安置房基本已于 2019 年以前安置完成，故近年来均无安置房销售收入体现。其他方面，截至 2023 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。

工程施工业务：

公司工程施工收入仍然由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 项目产生以及嘉城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%）。项目通常通过公开投标方式取得，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；缺陷责任期届满后，相关款项同步结清。2022 年及 2023 年一季度，公司实现工程施工业务收入 9.50 亿元和 2.50 亿元。

房屋出租业务：

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 2023 年 3 月末，主要可供出租面积 20.38 平方米，已出租面积 18.08 万平方米，出租率 88.7%。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。2022 年及 2023 年 1~3 月公司实现出租和物业管理收入 12,623.08 万元和 6,100.69 万元。

表 21：截至 2023 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
月河街区	48,736.65	45,644.86	93.66
芦席汇街区	7,252.63	5,094.35	70.24
梅湾街区	81,136.80	74,321.31	91.6
南湖景区	14,704.41	8,976.01	61.04
其他	51,996.67	46,754.71	89.92
合计	203,827.16	180,791.23	88.7

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

旅游板块

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。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。2022 年及 2023 年 1~3 月，嘉兴南湖景区参观人流量分别为 27.83 万人次和 19.33 万人次，分别实现渡船收入 483.07 万元和 330.32 万元。同期，嘉城集团实现餐饮、客房收入 8,159.73 万元和 2,038.04 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。2022 年及 2023 年一季度，嘉通集团分别实现旅游服务业务收入 969.26 万元和 41.02 万元。

商贸流通板块

公司商贸流通板块包含商品贸易业务和混凝土销售业务，其中商品贸易业务不断发展，收入持续增长。

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。2022 年，公司实现商品销售收入 28.01 亿元，随业务发展较上年增长 12.33%。2022 年嘉实集团煤炭业务前五大供应商为山东玉龙黄金股份有限公司、上海智汇未来医疗服务股份有限公司、上海钜库能源有限公司、济高国际投资发展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 49.42 亿元，集中度为 60%，集中度较高。2022 年前五大客户为浙江辉隆国际贸易有限公司、宁波彤溪贸易有限公司、浙江诺胜供应链有限公司、浙江耀博化工能源有限公司和宁波彤溪贸易有限公司，前五大客户销售金额合计 47.79 亿元，集中度为 74%，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。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司实现混凝土销售收入 0.68 亿元和 0.08 亿元，2022 年受厂房搬迁影响较上年减少 32.27%。

自营板块

公司下属子公司承担嘉兴市城市建设领域各项任务，在建自营项目较多，业务可持续性较强，同时面临较大的资本支出压力。

作为嘉兴市最主要的国有资本运营主体，公司下属各子公司承担了较多重大市政建设任务，多采取自营方式平衡，包括城市道路、城市轨交、生活广场等，截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目总投资额超过 200 亿元，已投资额 55.97 亿元，2023 年计划投资 40.19 亿元。其中南湖未来广场项目选址东至海盐塘路、南至由拳路、西至南湖大道、北至中环南路，地块宗地面积 12.53 万平

米，总建筑面积 17.29 万平方米，总投资额 31 亿元；有轨电车一期项目起自嘉兴市区安乐路站，终于嘉兴南站，线路全长 13.8 公里，共设车站 21 座（其中预留站 6 座），设车辆基地 1 座（位于庆丰路-赖施浜路西北侧），在车辆基地内设置运营控制中心，设运营调度管理系统。项目采用 100%低地板、钢轮钢轨有轨电车，最高运行时速 70 公里，超级电容储能式牵引供电，开通年配车 17 辆。项目总投资 19.278 亿元，其中项目资本金 7.71 亿元，占总投资额的 40%，截至 2023 年 3 月末，该项目正线部分已完工，停车场配套用房仍在施工中。

表 22：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

资产项目	建设周期	总投资额	已投资额	2023 年计划投资
快速路环线工程（三期一阶段）	2021-2024	26.83	12.7	6.8
快速路环线工程（三期二阶段）	2022-2026	30.50	0.6	5
S207 秀洲至仙居公路三店塘互通及接线改建工程	2022-2025	13.41	1.9	3.2
S302 平湖至吉公路平湖平善大道至南湖嘉南公路段改建工程（一期）	2022-2025	54.69	9.6	13
S207 秀洲至仙居公路南湖区科技大道至海盐县盐于公路段改建工程一期	2022-2025	31.72	5.83	6.5
嘉兴南湖未来广场项目	2018-2024	31.00	10.13	4.8
有轨电车一期	2020-2024	19.28	15.21	0.89
合计		207.43	55.97	40.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，受益于股东支持，近年来公司所有者权益不断增长；公司债务规模持续增长，但财务杠杆仍处于行业适中水平，且债务结构较为合理；公司经营获现能力较好，EBITDA 能够对利息实现覆盖。

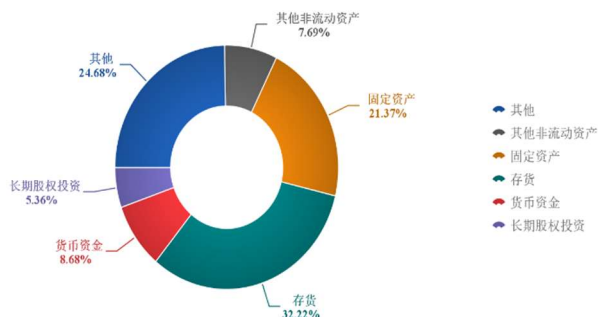
资本实力与结构

跟踪期内，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。

随着各项业务的持续推进，公司资产规模稳步增长，截至 2023 年 3 月末，总资产增加至 1,742.48 亿元，流动资产与非流动资产比重相当，主要由货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。公司账面保有一定规模的货币资金，截至 2022 年末，货币资金中含 4.45 亿元因作为保证金和质押借款而受限，受限规模较小；2023 年 3 月末增加系收到发债资金所致。其他应收款主要为与嘉兴市其他国有企业的往来款，截至 2022 年末余额前五大单位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、嘉兴科技城高新技术产业投资有限公司和嘉化搬迁项目，应收以上对象余额占其他应收款的 60.73%，且账龄以 2 年以内和 3 年以内为主，对资金形成一定占用。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。长期股权投资主要为对联营企业的投资，2022 年增加主要系对政府产业基金长三角（嘉兴）战略新兴产业投资合伙企业（有限合伙）的出资。另外，2022 年公司将通苏嘉甬铁路项目投资款 17.84 亿元计入其他权益工具投资。固定资产主要由嘉通集团的高速公路资产和水务集团的水务管网资产构成，2022 年以来随折旧而略有减少。在建工程 2022 年大幅增长约 36 亿主要系南湖国际广场工程

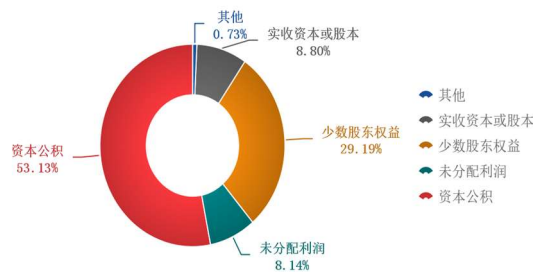
款的增加。其他非流动资产系快速路一期、二期工程。总体来看，公司资产中存货项目开发成本、固定资产及其他非流动资产占比超过 50%，总体资产流动性一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年以来，公司所有者权益规模不断上升，其中实收资本和资本公积规模均有所增长，2022 年经实控人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”）批准，公司资本公积转增资本 7.10 亿元，实收资本得以夯实；资本公积增长主要系公司收到铁路项目、快速路项目、水务工程等资本金。受益于权益规模的上升，近年来公司财务杠杆水平保持稳定，总体来看，近年来公司资产负债率始终在 65% 左右，总资本化比率在 60% 以下。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将呈增长态势，公司财务杠杆率预计将有所抬升。

表 23：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	1,287.91	1,543.92	1,646.48	1,742.48
流动资产占比	53.68	52.54	49.09	52.47
经调整的所有者权益合计	473.62	524.67	572.48	593.01
资产负债率	63.23	66.02	65.23	65.97
总资本化比率	55.91	59.05	58.00	58.18

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量较好，经营活动现金流呈净流出，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

公司收入主要来自于公用事业、交通运营等板块，现金回流较为及时，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入相匹配，收现比始终大于 1，收入质量较好。

2022 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，但受往来款支付较少所致，经营活动净现金流缺口有所收窄。2023 年一季度由于收到往来款现金较多，经营活动现金流呈净流入状态。

公司路产、管网等长期资产规模较大，近年来投资规模持续攀升，投资活动净现金流呈净流出态势，2022 年由于南湖未来广场、快速路三期工程以及其他高速路产项目，加之公司长期借出款较

多，投资活动现金缺口持续扩大，根据其自身发展计划，预计未来仍将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动存在较大的资金缺口，叠加经营活动和偿还债务所需现金流，公司对外融资需求较大，目前主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。

表 24：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-34.99	-22.72	-4.69	5.17
投资活动产生的现金流量净额	-59.47	-100.76	-117.16	-14.04
筹资活动产生的现金流量净额	139.25	166.54	88.71	47.56
现金及现金等价物净增加额	44.81	43.13	-33.12	38.68
收现比	1.08	1.35	1.42	1.16

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；EBITDA 对利息尚能实现覆盖，但经营活动净现金流程度无法保障利息支出，整体保障能力有待提升。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，近年来债务规模持续增长。公司债务以银行借款、债券发行为主，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；2022 年公司短期债务占比不断下降，且债务以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 25：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	成本	金额	2023.4~12	2024 年	2025 年	2026 年以上
银行借款	信用借款/抵押借款/保证借款等	1.30~5.80%	304.81	58.30	44.76	35.91	165.84
债券融资	普通债券	1.90~6.18%	452.34	100.73	81.24	124.62	145.75
非标融资	基金借款、租赁等	1.20~6.12%	67.64	0.68	1.86	2.36	62.74
合计	-	-	824.79	159.71	127.86	162.89	374.33

注：债务分布不包括利息及租赁负债。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，其中 2022 年受通行费下降等因素影响，利润水平有所降低，带动利润总额及 EBITDA 减少。折旧随着房屋及建筑物等资产规模的攀升而持续增长。近年来，公司 EBITDA 呈波动态势，但仍能对利息形成覆盖。此外，公司经营活动现金主要呈净流出态势，无法对利息形成覆盖。

表 26：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	600.71	756.61	790.57	824.87
短期债务占比	23.61	25.65	24.37	23.14
EBITDA	39.60	56.52	51.97	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.59	1.94	1.58	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-1.40	-0.78	-0.14	0.66

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产共计 16.73 亿元，主要为借款抵押的房产等，占当期末总资产的 0.96%，受限规模较小。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 6.47 亿元，占同期末净资产的比例为 0.37%，被担保单位为嘉兴西南物流开发建设有限公司、嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司和嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司，均为嘉兴市国有企业。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月 11 日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司仍作为嘉兴市主要的国有资本运营平台，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 90~100 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 60~70 亿元。

预测

表 27：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	59.05	58.00	52.62~64.32
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.94	1.58	1.36~2.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，但未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 170.07 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 1,000.42 亿元，尚未使用授信额度为 315.77 亿元，备用流动性较好。另外，嘉兴市经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为嘉兴市最重要的国有资本运营平台，可持续获得政府的资金支持；预

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。未来一年投资支出主要集中于基建项目及自营项目投资，存在一定的资金需求。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务为 160 亿元。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司环境管理表现尚可，同时积极履行社会责任，社会贡献表现较好；战略规划清晰，治理结构及内部控制体系较好。

环境方面，公司的水务、土整基建、房地产开发等建设类业务可能会面临一定环境风险，截至目前，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚，整体来看，公司环境管理表现尚可。

社会方面，公司积极履行社会责任，近年来公司未发生安全生产事故或产品质量事故；同时，公司在社会贡献等方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。整体来看，公司战略定位清晰稳定，对下属子公司在发展规划、财务资金、投融资和对外担保等方面均实施集团层面的统一管理，公开市场中信息披露较为及时。

外部支持

中诚信国际认为，嘉兴市政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

嘉兴市作为长三角重要城市之一，区位优势明显，工业产业发达，2022 年规模以上工业增加值 2,815.63 亿元，同比增长 3.9%，带动近年来经济实力的不断增强。同时，近年来固定资产投资增速较快，推升了嘉兴市政府的资金需求，政府债务余额不断增加，2022 年末嘉兴市政府债务余额 1,626.09 亿元，政府债务余额及债务率均处于省内中游水平，需关注未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务情况，并关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，嘉兴市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：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，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司大股东与实际控制人均为嘉兴市国资委，根据市政府意图承担嘉兴市国有资本运作任务，业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在资源整合、资本注入等方面均得到了政府的大力支持，2022 年，公司计入其他收益的政府补助为 16.02 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。

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

表 28：2022 年嘉兴市主要市级平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
嘉兴国投	嘉兴市国资委 95.96%	以管资本为主改革国有资本授权经营体制的重要平台	1,646.48	572.48	65.23	199.82	2.24	103.00
嘉城集团	嘉兴国投 100%	负责嘉兴市城市基础设施建设和燃气供应	474.07	153.08	70.73	72.99	1.23	90.00
嘉湘集团	嘉兴国投 100%	负责嘉兴市湘家荡片区的土地整理、基础设施建设及旅游业务	266.62	121.72	57.07	6.07	1.12	59.32
嘉通集团	嘉兴国投 100%	负责嘉兴市高速公路运营、商品销售等	555.46	149.43	73.10	83.68	5.65	--

注：债券余额为截至 2023.6.7 各公司本部数据

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，嘉兴市政府的支持能力很强，对公司的支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，嘉兴国投与宁波开投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力处于相近水平，并对上述公司均具有相近的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，嘉兴市与宁波市、温州市、台州市的行政地位相当，经济财政实力与温州市和台州市处于相近水平，但不及宁波市。嘉兴国投与可比公司均为当地政府实际控制的最重要的国有资产投资及运营主体，当地政府对其有相近水平的支持意愿。

其次，嘉兴国投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。嘉兴国投为嘉兴市内最重要的国有资本运营平台，业务竞争力很强，且业务结构较为多元化，公司与可比对象均具有业务竞争优势。

然后，嘉兴国投的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模处于比较组较高水平，总体资本实力很强；财务杠杆为比较组最高，但仍处于行业适中水平；EBITDA 对利息覆盖能力处于中下水平，保障程度较弱；可用银行授信尚可，在债券市场表现相对活跃，再融资能力较好。

表 29：2022 年同行业对比表

	嘉兴国投	宁波开投	温州城发	台州国运
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	嘉兴市	宁波市	温州市	台州市
GDP（亿元）	6,739.45	15,704.30	8,029.77	6,040.72
GDP 增速（%）	2.5	3.50	3.70	2.7
人均 GDP（万元）	12.18	16.39	8.31	9.05
一般公共预算收入（亿元）	596.47	1,680.13	573.85	440.75
公共财政平衡率（%）	72.06	76.80	50.44	52.79
政府债务余额（亿元）	1,626.09	2,885.49	2,634.84	1,605.82
控股股东及持股比例	嘉兴市国资委 95.96%	宁波市国资委 91.02%	温州市人民政府国有资产监督管理委员会 90.0%	台州市国资委 90%

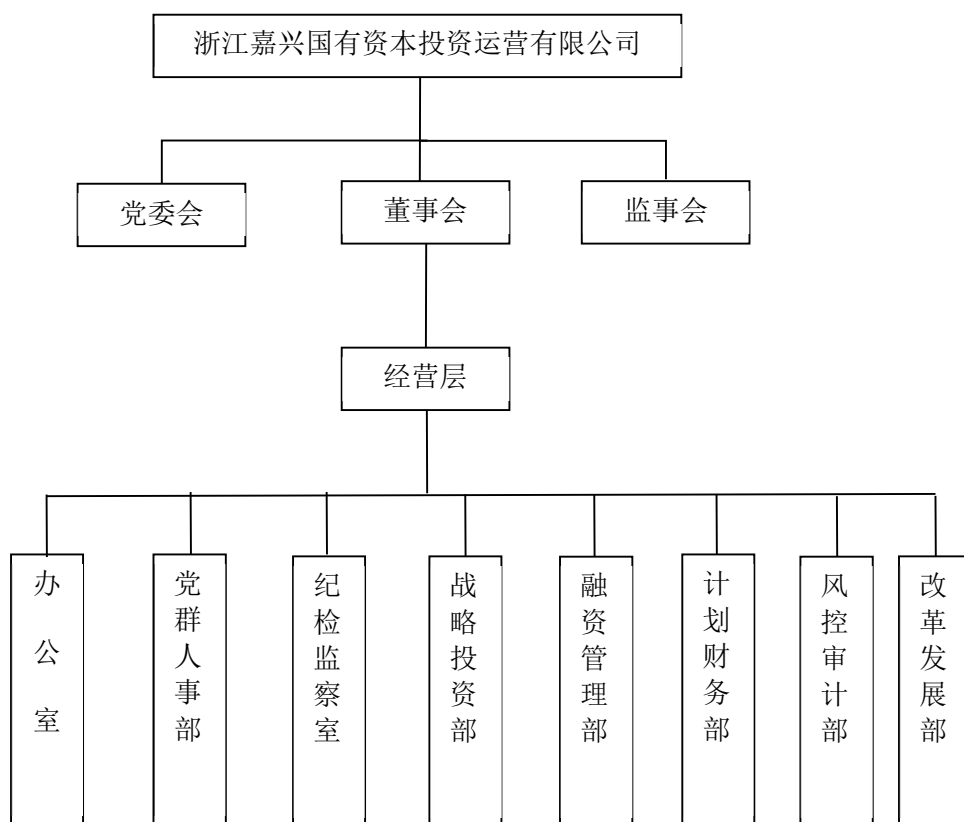
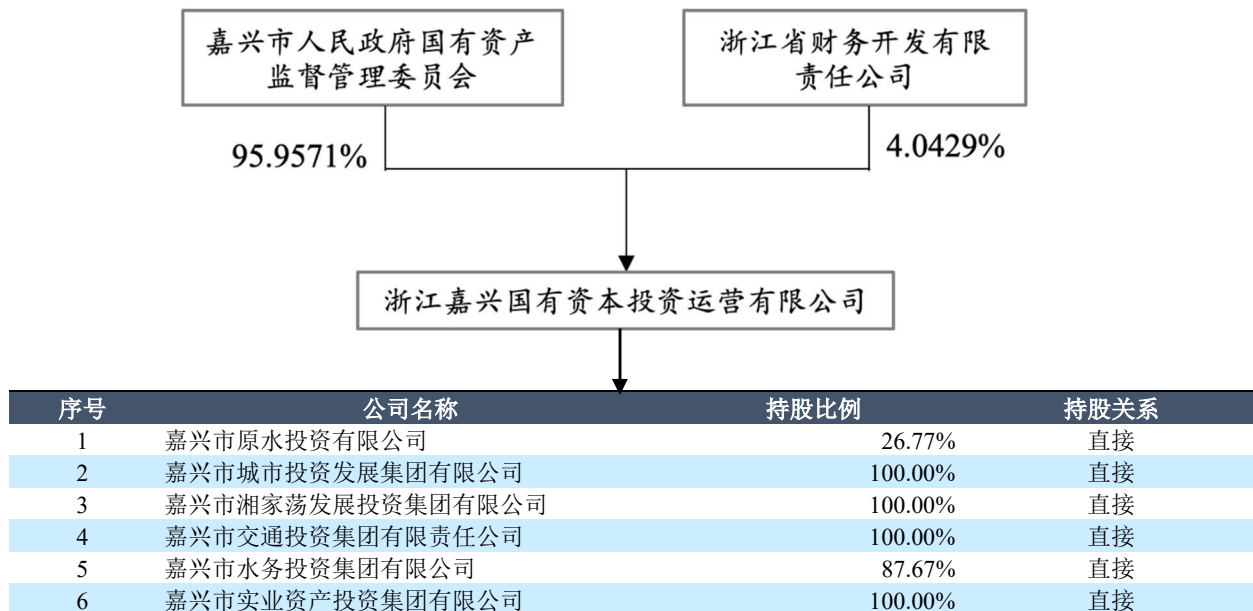
职能及地位	嘉兴市重要的国有资本运营平台	宁波市重要的国有资产运营主体，履行政府部分投资职能，运用参股、控股等多种方式，对市政府确定的城市基础设施项目、能源电力项目和符合政策导向并具有良好发展前景的其他相关项目进行开发、投资和管理。	温州市最重要的城市建设及国有资产投融资主体，主要负责温州市范围内的土地整理、基础设施建设及公用事业运营等相关业务。	台州市国资委直接管理的综合性国有资本运营主体
核心业务及收入占比	天然气销售 26%、水务运营 14%、商品销售 14%、通行费 11%	贸易 73.99%、城市建设（商品房）16.08%、能源电力 4.47%、金融与资本运作 3.34%	保障性安居住房销售 23.70%、土地综合整理收入 10.40%、代建回购管理费收入 2.23%、供水供电供气 25.58%、产品销售 12.20%等。	销售煤炭、沥青、建材等 28.59%、药材药品销售 22.57%、服务类业务 13.76%、天然气销售及管输业务 9.82%
总资产（亿元）	1,646.48	1,113.31	1,450.52	995.60
经调整的所有者权益合计（亿元）	572.48	489.71	429.32	358.10
总债务（亿元）	790.57	415.55	558.54	359.32
总资本化比率（%）	58.00	45.90	56.54	50.09
营业总收入（亿元）	199.82	470.00	110.80	81.23
净利润（亿元）	2.24	40.47	2.20	1.13
EBITDA（亿元）	51.97	65.21	18.82	21.39
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.58	4.86	0.81	1.66
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-4.69	35.58	12.34	-3.86
可用银行授信余额（亿元）	385.05	570.51	344.57	279.47
债券融资余额（亿元）	103.00	118.26	90.80	163.89

注：债券余额为截至 2023.6.7 各公司本部数据
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“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 2023 年 3 月末）



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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1,309,085.79	1,750,801.56	1,428,452.54	1,806,753.08
非受限货币资金	1,309,085.79	1,715,184.22	1,383,939.84	1,770,746.11
应收账款	183,810.09	239,674.60	349,607.42	420,599.09
其他应收款	435,859.14	511,389.59	649,074.97	874,065.66
存货	4,804,913.48	5,287,387.56	5,304,177.00	5,651,145.26
长期投资	1,093,440.95	1,271,179.89	1,651,920.98	1,716,358.71
在建工程	1,053,370.79	359,206.90	721,216.25	811,487.47
无形资产	150,406.45	262,600.43	292,135.69	290,510.10
总资产	12,879,095.71	15,439,227.80	16,464,788.32	17,424,786.03
其他应付款	1,233,621.07	1,201,157.71	1,046,057.57	1,257,640.99
短期债务	1,418,481.30	1,940,960.40	1,926,288.29	1,908,507.55
长期债务	4,588,607.30	5,625,105.20	5,979,413.96	6,340,186.43
总债务	6,007,088.60	7,566,065.60	7,905,702.25	8,248,693.97
总负债	8,142,930.03	10,192,548.14	10,739,976.51	11,494,670.62
利息支出	249,503.98	291,953.23	328,571.12	78,491.13
经调整的所有者权益合计	4,736,165.68	5,246,679.66	5,724,811.81	5,930,115.41
营业总收入	1,622,003.06	1,711,465.91	1,998,208.07	495,418.95
经营性业务利润	-14,814.32	79,452.98	-38,134.17	-39,294.06
其他收益	146,018.50	150,546.17	160,208.18	10,174.90
投资收益	64,724.07	64,131.38	74,566.97	16,417.47
营业外收入	3,562.28	3,344.72	2,955.99	1,092.61
净利润	14,462.82	95,651.92	22,384.22	-19,973.86
EBIT	196,586.93	293,943.04	236,206.52	--
EBITDA	396,009.36	565,245.85	519,744.38	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,744,007.48	2,317,898.50	2,845,864.16	572,375.48
收到其他与经营活动有关的现金	530,600.84	338,470.01	584,245.68	258,665.52
购买商品、接受劳务支付的现金	2,360,173.35	2,566,741.24	2,733,144.88	692,980.62
支付其他与经营活动有关的现金	80,848.68	106,114.87	503,674.86	15,549.65
吸收投资收到的现金	42,440.00	30,000.00	370,627.13	8,110.00
资本支出	768,924.17	939,428.33	589,833.79	145,458.92
经营活动产生的现金流量净额	-349,906.85	-227,241.38	-46,889.25	51,662.44
投资活动产生的现金流量净额	-594,723.18	-1,007,609.09	-1,171,613.33	-140,364.80
筹资活动产生的现金流量净额	1,392,480.34	1,665,420.78	887,148.08	475,551.58
现金及现金等价物净增加额	448,052.62	431,250.47	-331,244.37	386,806.27
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	6.85	14.09	7.78	6.09
期间费用率(%)	16.28	17.12	16.76	15.41
应收类款项/总资产(%)	5.13	5.08	7.01	8.32
收现比(X)	1.08	1.35	1.42	1.16
资产负债率(%)	63.23	66.02	65.23	65.97
总资本化比率(%)	55.91	59.05	58.00	58.18
短期债务/总债务(%)	23.61	25.65	24.37	23.14
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.40	-0.78	-0.14	0.66
总债务/EBITDA(X)	15.17	13.39	15.21	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.29	0.27	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.59	1.94	1.58	--

注：中诚信国际根据 2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
盈利能力	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
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/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(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
现金流	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
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn