跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1512 号

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司公开发行的“20 国投 01”“20 国投 02”和“20 嘉投 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 嘉投 01	10.00 亿元	AAA	AAA	2020 年 2 月 12 日
20 国投 01	8.00 亿元	AAA	AAA	2019 年 7 月 3 日
20 国投 02	12.00 亿元	AAA	AAA	2019 年 7 月 3 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
合并口径			
资产总额（亿元）	1,053.99	1,112.32	1,169.52
所有者权益（亿元）	395.83	429.63	422.50
长期债务（亿元）	322.49	343.97	407.17
全部债务（亿元）	449.79	475.59	537.90
营业收入（亿元）	124.74	127.23	21.26
净利润（亿元）	3.87	10.70	-4.06
EBITDA（亿元）	33.91	32.67	--
经营性净现金流（亿元）	18.22	1.20	-6.59
营业利润率（%）	8.86	5.40	-4.58
净资产收益率（%）	1.28	2.59	--
资产负债率（%）	62.44	61.38	63.87
全部债务资本化比率（%）	53.19	52.54	56.01
流动比率（倍）	1.98	2.00	2.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.52	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.13	1.09	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	108.79	140.89	171.57
所有者权益（亿元）	99.84	122.91	123.50
全部债务（亿元）	1.40	9.97	39.83
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
净利润（万元）	0.00	0.01	-0.02
资产负债率（%）	8.23	12.76	28.02
全部债务资本化比率（%）	1.38	7.50	24.38
流动比率（倍）	0.11	2.72	6.25

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他流动负债和长期应付款中带息部分纳入债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”）外部发展环境良好，跟踪期内，公司在增资、资产划转、财政补贴等方面得到大力支持，获现能力强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司资金支出压力较大、投资活动现金流持续净流出，2020 年一季度盈利能力大幅下滑等不利因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着嘉兴市经济的持续发展，公司业务开展空间较大，业务规模有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 嘉投 01”“20 国投 01”和“20 国投 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**嘉兴市区位优势明显，经济保持较快增长，公司外部发展环境良好。

2. **获得外部支持力度大。**公司是嘉兴市市属国有资本运营平台，在增资、资产划转、财政补贴等方面得到支持力度大。

3. **公司获现能力强。**公司燃气、水务、高速公路运营等业务发展成熟，能够为公司带来持续稳定的现金流入，2019 年，公司现金收入比为 106.12%，处于较好水平。

关注

1. **投资活动现金流持续净流出。**公司在建项目投资支出规模较大，投资活动现金流持续净流出。

2. **疫情影响有待观察。**受疫情影响，公司 2020 年一季度车辆通行费收入、旅游收入大幅下滑，由盈转亏，后续影响仍有待观察。

分析师

高朝群　登记编号（R0040220040009）
李乃鹏　登记编号（R0040218100003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”）是经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”）批准成立的国有独资公司，初始注册资本 4.88 亿元。2018 年 12 月，根据嘉国资〔2018〕123 号文件，嘉兴市国资委将嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“嘉通集团”）100%股权、嘉兴市实业资产投资集团有限公司（以下简称“嘉实集团”）100%股权、嘉兴市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）87.67%股权、嘉兴市原水投资有限公司（以下简称“原水公司”）26.77%股权划转至公司，公司更为现名。2019 年 5 月，嘉兴市国资委对公司增资，公司注册资本由 20.36 亿元增至 50.36 亿元，实收资本增至 22.36 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 50.36 亿元，实收资本为 22.36 亿元，公司实际控制人为嘉兴市国资委。

跟踪期内，公司仍承担着嘉兴市燃气供应及管网建设、旅游资源开发与经营、交通运营与管理、水务运营与管理、嘉兴城市规划区内综合开发等重要职能，公司本部组织架构未发生变化；公司纳入合并范围的一级子公司 6 家，二级及以下子公司共计 112 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,112.32 亿元，负债合计 682.69 亿元，所有者权益 429.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益 324.81 亿元。2019 年，公司实现营业收入 127.23 亿元，净利润 10.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.01 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,169.52 亿元，负债合计 747.02 亿元，所有者权益 422.50 亿元，其中归属于母公司所有者权益 318.67 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 21.26 亿元，净利润-4.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-2.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.71 亿元。

公司注册地址：嘉兴市环城西路 2418 号；法定代表人：鉏新良。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2020 年 1 月 16 日发行“浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，并于 2020 年 1 月 22 日在上海证券交易所上市。其中，品种一债券简称：“20 国投 01”，证券代码：163131.SH。发行规模为 8.00 亿元，票面利率为 3.89%，债券期限为 5 年。品种二债券简称：“20 国投 02”，债券代码：163132.SH，发行规模为 12.00 亿元，票面利率为 3.43%，债券为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。上述债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。截至本报告出具日，募集资金已按照募集说明书约定使用完毕。

公司于 2020 年 3 月 17 日发行“浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，并于 2020 年 3 月 23 日起在上海证券交易所上市，债券简称：“20 嘉投 01”，证券代码：163160.SH。债券规模 10.00 亿元，票面利率为 3.48%，债券为 5 年期，债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。根据 2020 年 3 月 24 日公告，公司调整募集资金用途，拟将 5.00 亿元用于偿还公司有息债务，剩余部分用于补充公司营运资金。截至本报告出具日，募集资金已按照募集说明书约定使用完毕。

三、行业及区域经济分析

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、

保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

表 1　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合评级整理

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

嘉兴市地理位置优越，区位优势明显，经济保持较快增长，财政实力很强且财政自给率处于较高水平，公司外部发展环境良好。

嘉兴市位于长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，是长三角城市群的重要城市之一，东邻上海、西南连杭州、北接苏州，与三大城市形成了一小时经济圈，嘉兴市地理位置优越，区位优势明显。

嘉兴市经济总量持续增长，2019 年，嘉兴市地区生产总值（GDP）为 5,370.32 亿元，较上年增长 7.0%，增速分别高于全国、全省 0.9 个百分点和 0.2 个百分点。其中，第一产业增加值 120.89 亿元，较上年增长 2.1%；第二产业增加值 2,892.55 亿元，较上年增长 5.9%；第三产业增加值 2,356.88 亿元，较上年增长 8.5%。三次产业结构调整为 2.2:53.9:43.9，第三产业比重较上年提升 1.1 个百分点。

嘉兴市固定资产投资规模继续扩张。2019 年，嘉兴市全市固定资产投资较上年增长 11.3%，其中工业投资增长 13.8%，服务业投资增长 10.6%；项目投资增长 17.5%，房地产开发投资增长 2.9%。

嘉兴市财政收入以一般公共预算收入为主，2019 年为 565.69 亿元。其中，税收收入为 509.6 亿元，在一般预算收入中占 90.08%，一般预算收入质量高。同期，嘉兴市一般公共预算支出 766.89 亿元，以民生类支出为主。嘉兴市财政自给率处于 73.76%的较高水平。2019 年，嘉兴市政府性基金收入为 747.65 亿元，随着土地成交量下降，嘉兴市政府性基金收入有所下降。

四、外部支持

公司在增资、资产划转、财政补贴等多方面得到政府大力支持。

货币增资方面，2019 年，嘉兴市国资委对公司货币增资 2.00 亿元，公司实收资本增至 22.36 亿元。同期，公司收到财政拨款 8.70 亿元，增加资本公积 8.70 亿元。

债务置换方面，2019 年，根据浙财建〔2019〕75 号文件《浙江省财政厅浙江省交通运输厅关于下达 2019 年车辆购置税收入补助地方资金（第一批）的通知》，子公司嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司收到车购税 9.60 亿元，由嘉兴市财政局代偿还存量债务本金 9.60 亿元，公司按照持股比例增加资本公积 6.71 亿元。

资产划拨方面，2019 年，嘉兴市国资委将嘉兴市城市道路经营管理有限公司[1]100%股权、嘉兴市创业风险投资管理有限公司 100%股权无偿划转公司。

财政补贴方面，2018－2019 年，公司及子公司收到的计入“其他收益”科目核算的政府补贴金额分别为 9.11 亿元和 10.30 亿元。

五、管理分析

2018 年 12 月，嘉兴市政府对当地国有企业改组并组建国有资本运营平台。公司改组时间较短，多元化产业经营尚需理顺，内部管理机制以及子公司管控有一定的提升空间。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务发展多元化，各板块发展平稳，毛利率变动不大；受疫情影响，公司 2020 年一季度车辆通行费收入、旅游收入大幅下滑，后续影响仍有待观察。

公司已实现多元化发展，收入仍主要来源于公用事业板块、商贸流通板块、交通运营板块、造纸业板块和城市运营板块，同时旅游等其他版块对公司收入形成重要补充。2019 年，公司实现营业收入 127.23 亿元，较上年增长 2.00%。

从收入构成情况看，2019 年，公司城市运营业务收入较上年下降 34.71%，主要系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”）已完成整理的土地未出让使得公司土地整理收入下降以及房屋销售业务结转金额下降所致。公司商贸流通收入、交通运营业务收入维持上年水平。公司公用事业收入较上年增长 14.83%，主要系天然气服务人口增加及销售价格增长所致。

表 2　2018－2019 年及 2020 年一季度公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市运营	**9.92**	**7.95**	**25.27**	**6.48**	**5.09**	**21.42**	**0.32**	**1.50**	**29.01**
受托代建	2.14	1.71	4.63	2.95	2.32	4.63	--	--	--
土地整理	1.41	1.13	4.53	--	--	--	--	--	--
房屋销售	5.51	4.41	35.28	2.45	1.92	44.24	0.13	0.59	51.57
工程施工	0.18	0.14	0.20	0.26	0.20	-98.99	0.03	0.16	10.70
房屋出租	0.69	0.55	58.27	0.83	0.65	50.77	0.16	0.75	15.12
商贸流通	**33.79**	**27.09**	**1.09**	**33.51**	**26.34**	**0.69**	**7.27**	**34.22**	**1.21**
商品销售	33.06	26.50	0.83	32.82	25.79	0.52	7.18	33.79	1.08
混凝土销售	0.73	0.58	13.08	0.69	0.54	8.88	0.09	0.43	10.83

[1] 嘉兴市城市道路经营管理有限公司于 2019 年 12 月更名为嘉兴基础设施投资有限公司。

旅游产业	**3.08**	**2.47**	**26.14**	**2.54**	**2.00**	**13.00**	**0.22**	**1.05**	**-41.05**
旅游服务	3.08	2.47	26.14	2.54	2.00	13.00	0.22	1.05	-41.05
公用事业	**40.48**	**32.45**	**-0.25**	**46.48**	**36.53**	**-2.27**	**8.52**	**40.08**	**-11.22**
天然气、燃气及配套销售	21.98	17.62	2.66	25.54	20.08	2.49	4.63	21.76	0.70
油品销售	10.68	8.56	12.36	11.17	8.78	11.47	2.04	9.61	5.27
公共交通	0.56	0.45	-354.65	0.61	0.48	-384.82	0.07	0.33	-1,030.22
水务运营	7.26	5.82	-0.41	9.16	7.20	-6.94	1.78	8.38	-20.52
造纸业	**14.40**	**11.54**	**15.07**	**13.46**	**10.58**	**17.01**	**3.08**	**14.47**	**20.38**
纸制品销售	14.40	11.54	15.07	13.46	10.58	17.01	3.08	14.47	20.38
交通运营	**19.79**	**15.87**	**26.12**	**20.62**	**16.21**	**23.56**	**1.42**	**6.69**	**-62.91**
运输劳务	1.34	1.07	-72.64	1.34	1.06	-73.63	0.17	0.80	-170.90
服务区	0.25	0.20	28.98	0.36	0.29	37.95	0.06	0.29	-1.69
高速公路广告牌租赁	0.04	0.03	-383.01	0.01	0.01	69.83	--	--	--
通行费	18.17	14.56	34.22	18.91	14.86	30.18	1.19	5.60	-50.80
其他	**3.29**	**2.64**	**27.00**	**4.14**	**3.26**	**27.01**	**0.42**	**1.99**	**58.79**
合计	**124.74**	**100.00**	**9.47**	**127.23**	**100.00**	**7.20**	**21.26**	**100.00**	**-4.17**

注：本表为会计合并口径且考虑抵消后的审计数据，与下文各业务形成收入略有差异
资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务数据，联合评级整理

从毛利率水平看，2019 年，公司各板块业务毛利率均较上年变化不大。旅游产业毛利率较上年下降 13.15 个百分点，主要系部分景区工程改造使得收入下降但维护及业务成本较大所致。受此影响，公司综合毛利率较上年下降 2.26 个百分点至 7.20%。

2020 年 1—3 月，公司营业收入 21.26 亿元，同比下降 30.83%，主要系受疫情影响，公司交通运营业务中车辆通行费收入、旅游收入等大幅下降所致；受此影响，公司综合毛利率大幅下降，由正转负，经营亏损，后续影响仍有待观察。

2. 业务经营分析

（1）天然气、燃气及配套销售业务

公司天然气业务有区域专营优势，受益于天然气销量和销售价格的增长，公司天然气销售收入增长。

嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“嘉城集团”）下属子公司嘉兴市天然气管网经营有限公司（以下简称“管网公司”）负责嘉兴市燃气管道建设和燃气供应业务，管网公司已取得特许经营期限共计 25 年（自 2008 年至 2032 年），负责区域范围为嘉兴市区和下属县级市（除海盐、海宁以外），具有区域专营优势。

管网建设方面，截至 2019 年末，管网公司建设并投入运营的天然气管道共计 1,197.10 公里，其中市域天然气高压管网长度 167.70 公里，城市中低压管网长度为 1,029.40 公里。管网公司主要在建项目为嘉兴市区 2018 年度天然气中低压输配工程，尚需投资 0.70 亿元，拟建的有嘉兴市区 2019/2020 年度天然气中低压输配工程，未来三年投资 0.67 亿元，投资规模较小。

管网公司天然气采购模式较上年未发生变化，上游供应商仍为浙江省天然气开发有限公司。2018 年 10 月，浙江省发改委提高非居民天然气门站价格，居民用气门站价格不作调整。受此影响，2019 年，公司天然气平均采购价格（含税）较上年增长 14.29%至 2.64 万/立方米，带动合同总价较上年增长 15.85%至 26.94 亿元。

管网公司将采购的天然气分为居民用气和非居民用气，并销售给嘉兴市燃气集团股份有限公司（以下简称“燃气集团”）以及少量直供单位，再由燃气集团向终端客户销售。天然气销售价格采用听证会和嘉兴市物价局核准机制。2018 年 12 月，根据《关于调整嘉兴市区（含嘉兴港区）非居民

用天然气价格的公告》，管网公司向市及县（市、区）燃气经营企业销售非居民用天然气的门站价格从每立方米 2.244 元调整为 2.904 元，下浮不限；嘉兴市区和嘉兴港区非居民用天然气按上下游价格联动办法，销售价格上限由 3.21 元/立方米调整为 3.89 元/立方米，分级价格作相应调整；燃气经营企业可根据用户用气的实际情况，在上述价格的基础上，下浮不限；煤改气用户天然气价格上限调整为每立方米 3.45 元。受此影响，2019 年，管网公司天然气居民用户含税价格由 2.55 元/立方米提升至 2.71 元/立方米，商业用户和工业用户含税价格均由 2.90 元/立方米下降至 2.71 元/立方米。

表 3　2018－2019 年公司天然气销售情况

项目	2018 年	2019 年
天然气销售收入（万元）	216,929.19	252,123.78
天然气销售量（万立方米）	100,089.60	101,481.03
天然气平均销售价格（元/立方米）	2.16	2.48

注：以上价格均为不含税价格
资料来源：公司提供

嘉兴市政府近年推进“煤改气”政策，鼓励广大工商和居民用户使用天然气。2019 年，管网公司天然气销售量较上年增长 1.39%，主要系服务人口有所增长所致。同期，公司天然气平均销售价格较上年增长 14.81%，带动公司天然气销售收入增长 16.22%。

（2）城市运营

嘉城集团代建业务未与政府签订相关回购或移交协议，项目投入资金为自筹，对资金占用较大。

嘉城集团子公司嘉兴市嘉城建设发展有限公司（以下简称“嘉城发展”）负责嘉兴市二环以内及市区国际商务区高中园区共 27.50 平方公里范围内的基础设施建设，嘉城发展根据市政府下达的项目计划安排开展代建业务，项目资金为自筹，项目竣工结算后，由嘉兴市政府按照经审计的工程总造价加上融资费用支付，在未付清资金时，项目所有权归属于嘉城发展。待收到款项后，公司直接冲减存货-委托代建项目，不确认收入。由于政府未与嘉城发展签订相关回购或移交协议，2019 年末，嘉城集团存货-受托代建项目为 185.62 亿元（含土地整理、棚改等其他资产），规模较大，该类资产对资金形成较大占用。

子公司嘉湘集团负责嘉兴湘家荡区域的开发建设，嘉湘集团与湘家荡开发建设管委会签署代建协议，自筹资金建设待工程竣工验收后移交。2018－2019 年，公司实现的受托代建业务收入均来自于嘉湘集团。

截至 2019 年末，公司主要在建代建项目有七大公路等 28 个，项目预计总投资 22.43 亿元，已投资 16.09 亿元。拟建项目有湘家荡区域“四好农村路”提升改造工程等 6 个项目，项目总投 28.75 亿元，未来三年分别计划投资 4.55 亿元、13.70 亿元和 10.50 亿元。公司代建业务项目投资规模不大，资金压力尚可。

公司尚未出让土地规模较大，业务持续性良好，但安置房、土地整理业务存在资金支出压力。

嘉城集团子公司嘉兴城市建设投资有限公司（以下简称“嘉兴城建”）负责嘉兴市二环以内以及市区特定区域内的土地拆迁整理业务，主要通过棚户区改造方式进行。嘉兴城建自筹建设资金或由业主方预付，以返还的土地出让收入实现滚动开发，但不确认收入。截至 2020 年 3 月末，嘉城集团已完成土地整理但尚未出让的土地 1,010.80 亩，主要为商住、商业和商办用地。公司尚未出让的土地规模大，随着土地的出让，公司土地业务回款有望增加。

棚改项目方面，嘉兴市棚户区改造项目由嘉兴市嘉城资产实业有限公司（以下简称“嘉城资产实业”）与嘉兴市城乡规划建设管理委员会签署《嘉兴市政府购买服务棚户区改造服务协议》进行运

作。嘉城资产实业再将项目委托给公司子公司嘉兴城建，二者签订二级购买服务协议。嘉兴城建作为项目施工方负责实施征迁整理，项目资金由嘉城资产实业预付，或由嘉兴城建垫资后再结算。截至 2019 年末，嘉兴城建负责的在建棚改项目有天主教堂区域棚户区改造项目等 8 个，项目总投资 132.21 亿元，已投资 87.25 亿元，尚需投资 44.96 亿元，其中 2021 年需要投资 18.47 亿元，投资规模较大。

嘉湘集团是湘家荡区域唯一的土地整理主体，其整理完成的土地移交至嘉兴市土储中心，并将嘉兴市土储中心拨付的土地收储款确认收入。截至 2019 年末，嘉湘集团已整理完成待出让的土地项目有兴星路以西、潭湘路以北等 23 个项目，预计可出让面积共计 1,823.18 亩，项目已完成投资 22.74 亿元。嘉湘集团在整理的土地湘家荡景区环湖区域等 3 个，土地面积 3,783.00 亩，项目总投资 61.90 亿元，已投资 39.07 亿元，尚需投资 22.83 亿元。

（3）交通运营板块

随着路网完善，公司路产车流量和通行费收入有所增长，但部分路产车流量及通行费收入因分流有所下降。受疫情影响，2020 年一季度，公司车辆通行费收入大幅下降。

公司高等级公路建设与运营业务由子公司嘉通集团负责。截至 2019 年末，公司拥有的已通车道路有杭州湾跨海大桥北接线一期（24.79 公里）、07 省道（45.60 公里）、杭浦高速（112.53 公里）、申嘉湖高速（59.10 公里）四条经营性高速公路，嘉绍高速北接线（43.26 公里）为政府还贷性高速公路。除五条控股路产外，公司参股嘉绍跨江大桥，但并未纳入合并报表。

通行费收入方面，2019 年，公司投入运营的路产中杭浦高速浙江段、申嘉湖高速嘉兴段车流量较上年明显增长，带动收入增长，主要系路网完善带动车流量增加所致；07 省道车流量有所下降，通行费收入大幅下降，主要系东方路的贯通对其车流量有分流所致。

表 4　2018－2019 年公司已建成并投入运营的路产经营情况（单位：万元、辆/日）

公路名称	2018 年		2019 年	
	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量
杭州湾北岸连接线一期	14,246.78	38,984	14,358.42	41,041
嘉绍通道北接线	54,853.30	71,026	54,635.99	70,745
杭浦高速浙江段	60,677.92	34,498	68,257.44	38,566
申嘉湖高速嘉兴段	48,484.36	51,984	50,392.10	54,917
07 省道	3,412.03	18,520	1,420.71	10,732
合计	**181,674.39**	**215,012**	**189,064.66**	**216,001**

资料来源：公司提供

2020 年 2 月，交通运输部发布《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免收高速公路车辆通行费的通知》，经国务院同意，在新冠肺炎疫情防控期间，免收全国高速公路车辆通行费。2020 年 4 月，交通运输部发布《交通运输部关于恢复收费公路收费的公告》，自 2020 年 5 月 6 日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费。受上述政策影响，公司 2020 年一季度通行费收入大幅下降。

在建高速公路方面，截至 2019 年末，公司在建道路为杭州湾跨海大桥北接线（二期），该项目总里程 27.56 公里，计划总投资 56.95 亿元，已投资 53.88 亿元。2020 年 1 月，杭州湾跨海大桥北接线（二期）实现通车。

（4）水务板块

公司供水业务发展平稳，管网漏损率有所下降。公司污水处理量有所增长，但持续亏损，且未来三年存在资金支出压力；公司原水供应市域外配水工程处于建设期且未来运营期较长，收益实现受实际运营情况影响存在不确定性。

供水业务方面，水务集团是嘉兴市唯一的市级供水单位，已形成了以嘉兴市区供水为主，涵盖南湖、秀洲两区十个镇的城乡供水经营一体化体系，业务具有较强的区域专营优势。截至 2019 年末，公司供水管网长度为 4,100 公里，服务区域 968 平方公里。

表 5　2018－2019 年水务集团自来水供应业务运营数据

项目	2018 年	2019 年
自来水厂数量（个）	2	2
供水能力（万吨/日）	55.00	55.00
平均供水量（万吨/日）	38.51	38.56
供水总量（万吨）	14,055.79	14,075.27
售水总量（万吨）	11,715.54	12,065.01
管网漏损率（%）	9.94	8.24
供水业务收入（万元）	32,340.00	33,451.00

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，水务集团拥有的水厂和日供水能力未发生变化。随着用户数量增长，水务集团售水量保持增长，售水结构以居民生活用水和工商业用水为主，分别占 46.06%和 50.96%。同时，水务集团加强了管理，定期和不定期地进行巡检，使得管网漏损率明显下降。

污水处理业务方面，水务集团下属子公司嘉兴市联合污水处理有限责任公司（以下简称“污水公司”）负责嘉兴市区和嘉善县、平湖市、海盐县、嘉兴港区的污水处理业务，具有较强的区域专营性。跟踪期内，公司污水输送管网长度 137.00 公里，较上年未有变化。

表 6　2018－2019 年污水处理业务运营情况

项目	2018 年	2019 年
污水排放总量（万吨）	20,283.10	20,841.80
污水处理总量（万吨）	20,283.10	20,841.80
污水管网长度（公里）	137.00	137.00
平均污水处理率（%）	92.60	95.17

资料来源：公司提供

2019 年，污水公司污水处理总量较上年有所增长，平均污水处理率较上年增加 2.57 个百分点至 95.17%。污水处理价格维持上年水平。2019 年，公司污水处理业务毛利率为-60.45%，持续亏损，主要系污水排放标准不断提高、提标改造运行成本增加，且收费受政府控制综合影响所致。

在建项目方面，截至 2019 年末，水务集团在建供水及污水处理项目共计 10 个，计划总投资 146.90 亿元，已投资 69.11 亿元（均为公司自有资金），2020－2021 年分别投资 32.80 亿元和 44.98 亿元，投资压力较大。截至 2019 年末，公司自来水供应及污水处理拟建项目有嘉兴市域外配水工程（太湖方向）等 8 个，计划总投资 132.20 亿元，2020－2022 年分别投资 1.07 亿元、14.60 亿元和 15.88 亿元。公司水务业务投资规模较大，未来三年存在较大的资金压力。

为进一步提升嘉兴市水源质量，更好推进市域外配水工程，嘉兴市实施了市域外配水工程，并组建成立了原水公司，承担工程建设管理职能。由于原水公司目前仍处于前期投资建设期，暂未开展实际运营活动。该项目工程输水线路总长 171.60 公里，其中杭州市境内 23.1 公里，嘉兴市境内 148.50 公里。项目设计工期 36 个月，计划总投资约 128 亿元，其中资本金占比 60%。

截至 2019 年末，原水公司已收到资本金 76.80 亿元，已完成投资 49.96 亿元。项目建成后将主要通过供水销售实现收入，根据项目可行性研究报告，项目正常生产期为 50 年，生产期内，项目可

实现供水销售收入合计 221.78 亿元。

3. 未来发展

公司未来通过改革和市场化转型，推动国有经济布局优化和结构调整，提高企业运营效率。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年审计报告经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

公司根据《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）《关于修订印发《合并财务报表格式（2019 版）》的通知》（财会〔2019〕16 号）的规定编制报表，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报。本报告采用期初数进行分析。

合并范围变更方面，2019 年，公司合并范围新增 13 家子公司，其中新设 8 家，购买 5 家；减少 12 家，其中无偿划转 10 家、转让 1 家、破产 1 家。2020 年一季度，公司合并范围较上年无变化。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司 6 家，二级及以下子公司共计 112 家。公司执行财政部最新会计准则，公司财务数据有调整但影响不大，财务数据可比性强。

2. 资产质量

随着经营规模的扩大，公司资产规模有所增长且结构较为均衡，货币资金充裕，资产受限比例低，公司整体资产质量较好，但基建类存货和应收类款项规模大，对资金占用大。

截至 2019 年末，公司资产总额较年初增长 5.53%，公司资产结构较为均衡。

表7　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**597.51**	**56.69**	**602.76**	**54.19**	**0.88**	**652.72**	**55.81**
货币资金	74.96	7.11	86.23	7.75	15.04	129.44	11.07
应收账款	10.12	0.96	12.46	1.12	23.12	10.51	0.90
其他应收款	72.69	6.90	82.65	7.43	13.71	91.48	7.82
存货	391.35	37.13	399.64	35.93	2.12	405.82	34.70
非流动资产	**456.48**	**43.31**	**509.56**	**45.81**	**11.63**	**516.80**	**44.19**
可供出售金融资产	48.86	4.64	51.91	4.67	6.23	50.55	4.32
长期股权投资	35.29	3.35	38.54	3.47	9.21	40.11	3.43
固定资产	219.62	20.84	216.64	19.48	-1.36	269.59	23.05
在建工程	54.98	5.22	98.87	8.89	79.84	57.79	4.94
其他非流动资产	60.89	5.78	62.02	5.58	1.85	57.38	4.91
资产总计	**1,053.99**	**100.00**	**1,112.32**	**100.00**	**5.53**	**1,169.52**	**100.00**

资料来源：联合评级根据公司审计报告及 2020 年一季度财务数据整理

截至 2019 年末，公司流动资产维持年初水平。其中，公司货币资金较年初增长 15.04%，以银行存款（占 95.87%）为主，其他货币资金为保证金，受限比例为 4.12%，受限比例低。公司应收账款较年初增长 23.12%，主要系商品销售尚未收到的结算款增加所致。公司应收账款累计计提坏账准备 0.55 亿元，前五大欠款方合计 8.08 亿元，占比为 62.08%，集中度较高。公司其他应收款主要为

公司与关联单位及嘉兴市政府部门的往来款，2019 年末较年初增长 13.71%，主要系资金拆借类往来款增加所致。公司其他应收款中来自前五名单位的欠款占 62.85%，集中度较高，欠款方主要为政府、事业单位等合作单位，未计提坏账准备。公司存货较年初变动不大，主要由受托代建项目（占 41.21%）和开发成本（占 49.03%）构成，规模较大，对资金有一定占用。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 11.63%，主要系在建工程投入增加所致。其中，可供出售金融资产为公司持有的按成本法计量的股票和企业股权，2019 年末较年初增长 6.23%。公司长期股权投资较年初增长 9.21%，主要系追加投资及权益法下确认的投资损益所致。公司固定资产维持年初水平，主要由房屋建筑物、道路资产和机器设备构成，成新率为 62.25%，成新率一般。公司在建工程较年初增长 79.84%，主要系项目建设持续投入所致。公司其他非流动资产主要为南湖大道土地和应收土地补偿款等，2019 年末较年初增长 1.85%。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额较年初增长 5.14%，资产构成较年初变化不大。公司其他流动资产较年初下降 50.09%，主要系理财产品到期赎回所致。公司固定资产较年初增长 24.44%，主要系在建工程转入所致。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产为 26.47 亿元，受限比例处于 2.26%的低水平。

3. 负债及所有者权益

公司债务规模有所增长，债务负担适中，但存在一定的短期偿债压力。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 3.73%。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		增长率	2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**301.55**	**45.82**	**301.62**	**44.18**	**0.02**	**302.24**	**40.46**
短期借款	36.07	5.48	46.25	6.77	28.22	66.07	8.85
其他应付款	140.98	21.42	127.99	18.75	-9.21	137.97	18.47
一年内到期的非流动负债	74.30	11.29	67.08	9.83	-9.72	43.46	5.82
其他流动负债	6.36	0.97	8.34	1.22	31.12	10.36	1.39
非流动负债	**356.61**	**54.18**	**381.07**	**55.82**	**6.86**	**444.78**	**59.54**
长期借款	161.41	24.52	166.04	24.32	2.87	184.88	24.75
应付债券	135.71	20.62	158.74	23.25	16.97	201.92	27.03
长期应付款	25.49	3.87	19.30	2.83	-24.28	20.48	2.74
负债合计	**658.16**	**100.00**	**682.69**	**100.00**	**3.73**	**747.02**	**100.00**

资料来源：联合评级根据公司审计报告及 2020 年一季度财务数据整理

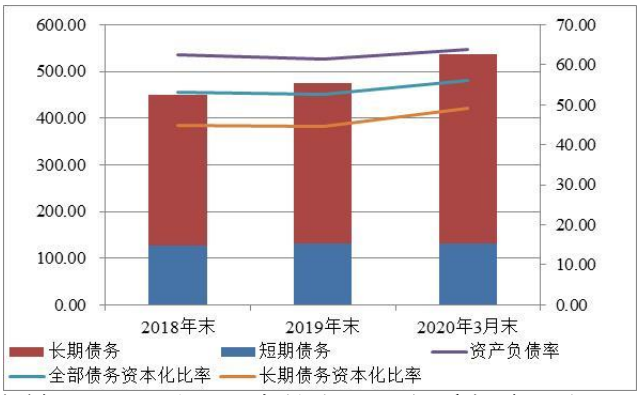
截至 2019 年末，公司流动负债维持年初水平。其中，公司短期借款较年初增长 28.22%，主要系借款规模扩大所致，其中保证借款占 72.69%，信用借款占 14.15%。公司其他应付款较年初下降 9.21%，主要系与关联单位及嘉兴市政府部门的往来款下降所致。公司一年内到期的非流动负债较年初下降 9.72%，其中一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券分别占 27.99%和 67.95%。其他流动负债较年初增长 31.12%，主要系公司发行的短期融资券、超短期融资券等，本报告将有息债务部分调整至短期债务。

截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 6.86%，主要系发行债券融资增加所致。公司长期借款较年初变动不大，其中质押借款占 39.00%、保证借款占 19.85%、质押保证借款占 35.54%。公司应付债券较年初增长 16.97%，主要系新发行“19 嘉高 01”等债券所致。公司长期应付款较年初

下降 24.28%，主要系部分租赁款到期所致。公司长期应付款主要包括财政拨款构成的专项应付款、应付国家开发基金有限公司和应付中国农发重点建设基金有限公司的款项及应付融资租赁款。本报告已将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算。

截至 2019 年末，公司全部债务为 475.59 亿元，较年初增长 5.74%。其中，短期债务 131.62 亿元（占 27.67%），较年初增长 3.39%；长期债务 343.97 亿元（占 72.33%），较年初增长 6.66%，以长期债务为主。从债务指标看，截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.38%、52.54%和 44.46%，分别较年初下降 1.07 个百分点、0.65 个百分点和 0.43 个百分点，公司债务负担适中。1 年内到期的债务 131.62 亿元，1~3 年内到期的债务 118.21 亿元，其他均为 3 年以后到期，公司存在一定的短期兑付压力。

图 1　公司债务规模及资本结构（单位：亿元、%）



资料来源：联合评级根据公司审计报告及 2020 年一季度财务数据整理

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额较年初增长 9.42%，主要系融资规模增加所致，负债构成较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务较年初增长 13.10%至 537.90 亿元，长期债务占 75.70%，债务结构较年初变化不大。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.87%、56.01%和 49.08%，较年初提升 2.50 个百分点、3.47 个百分点和 4.61 个百分点，公司债务负担有所加重。

受益于股东注资和划拨资产的影响，公司所有者权益有所增长，所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 429.63 亿元，较年初增长 8.54%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。归属于母公司所有者权益为 324.81 亿元，其中实收资本占 6.88%、资本公积占 77.61%、未分配利润占 13.48%，所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年末，公司资本公积为 252.10 亿元，较年初增长 4.56%，主要系收到的财政拨款增加资本公积 8.70 亿元，资产划拨增加资本公积 6.71 亿元，同时划出资产减少资本公积 5.50 亿元综合影响所致。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 422.50 亿元，规模及结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

受益于股权处置带动投资收益增长，公司利润总额大幅增长，但投资收益不具有持续性，公司盈利能力一般。受疫情影响，公司 2020 年一季度净利润由盈转亏。

2019 年，公司营业收入较上年增长 2.00%，营业成本增长 4.55%。公司利润总额较上年增长

210.35%，主要系投资收益大幅增长所致。

表 9　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

序号	项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1—3 月	序号	项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1—3 月
1	营业收入	124.74	127.23	2.00	21.26	7	投资收益	5.12	22.03	330.50	1.12
2	营业成本	112.93	118.07	4.55	22.15	8	营业外收入	1.05	1.41	34.54	0.01
3	销售费用	3.51	3.08	-12.28	0.49	9	利润总额	4.72	14.63	210.35	-4.02
4	管理费用	4.56	4.54	-0.55	1.20	10	营业利润率	8.86	5.40	--	-4.58
5	财务费用	12.66	16.41	29.61	4.13	11	总资本收益率	2.86	3.14	--	--
6	其他收益	9.11	10.30	13.09	1.64	12	净资产收益率	1.28	2.59	--	--

资料来源：联合评级根据公司审计报告及 2020 年一季度财务数据整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用较上年增长 15.34%，主要系债务规模增长带动财务费用增长所致。公司期间费用中财务费用占 66.74%、销售费用占 12.53%、管理费用占 18.45%。2019 年，公司费用收入比为 19.33%，较上年增加 2.24 个百分点，期间费用对利润形成侵蚀。

2018－2019 年，公司其他收益分别为 9.11 亿元和 10.30 亿元，主要是政府补助。同期，公司投资收益分别为 5.12 亿元和 22.03 亿元，2019 年较上年大幅增长，主要系处置嘉兴湘家荡酒店有限公司股权取得的投资收益大幅增长所致。公司其他收益和投资收益之和分别为营业利润的 3.66 倍和 2.38 倍，公司利润对政府补助和投资收益依赖性大，但投资收益不具有可持续性。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率有所下降，总资本收益率和净资产收益率明显增长，但公司盈利能力一般。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 21.26 亿元，同比下降 30.83%，主要系受疫情影响，公司交通运营业务中车辆通行费、旅游业务收入大幅下降所致；受此影响，公司净利润由上年同期的 0.36 亿元转为亏损 4.06 亿元，其中其他收益和投资收益分别为 1.64 亿元和 1.12 亿元。

5. 现金流

公司燃气、水务、高速公路运营等业务发展成熟，能够带来持续稳定的现金流入，公司收现质量较好。公司经营活动现金净流入规模大幅下降，且随着项目的持续投入，公司投资活动现金持续净流出，主要依赖于对外融资。

表 10　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	135.22	135.02	-0.14	23.39
收到其他与经营活动有关的现金	55.07	53.32	-3.18	22.93
购买商品、接受劳务支付的现金	142.34	140.95	-0.98	27.78
收回投资收到的现金	45.78	63.40	38.49	4.73
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	22.09	62.14	181.29	10.48
投资支付的现金	69.72	32.85	-52.88	0.80
取得借款收到的现金	128.61	186.87	45.30	106.41
偿还债务支付的现金	117.31	163.55	39.42	43.83
经营活动产生的现金流量净额	**18.22**	**1.20**	**-93.42**	**-6.59**
投资活动产生的现金流量净额	**-45.88**	**-20.50**	**--**	**-10.81**
筹资活动产生的现金流量净额	**12.18**	**28.28**	**132.14**	**61.11**

资料来源：联合评级根据公司审计报告及 2020 年一季度财务数据整理

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要系项目回款、通行费及商品销售等现金流入，以及往来款、财政补贴等。公司经营活动现金流入维持上年水平。同期，公司经营活动现金流出较上年增长 8.75%，主要系往来款增长所致。2019 年，公司经营活动现金流为净流入，但净流入规模较上年大幅下降。2019 年，公司现金收入比为 106.12%，维持上年水平，现金收入实现质量较好。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入较上年增长 57.00%，以赎回理财产品产生的现金为主。同期，公司投资活动现金流出较上年增长 2.37%，主要为在建项目投入及投资支付的现金。2019 年，公司投资活动净现金流净流出规模大幅下降。公司经营活动现金流不能满足投资需求，资金缺口主要依赖于对外融资。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入较上年增长 35.92%，主要系借款增长、吸收少数股东投资及股东注资等所致。同期，公司筹资活动现金流出较上年增长 28.03%，主要系偿还债务增长所致。2019 年，公司筹资活动现金流净流入规模大幅增加。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 6.59 亿元，主要系通行费及旅游等业务现金流入大幅下降，投资活动现金净流出 10.81 亿元，筹资活动现金净流入 61.11 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，考虑到作为嘉兴市市属国有资本运营平台，公司能够获得较大力度的外部支持，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

表 11　公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	偿债指标	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率	1.98	2.00	2.16
	速动比率	0.68	0.67	0.82
	现金短期债务比	0.60	0.67	1.00
长期偿债能力指标	EBITDA 利息倍数	1.48	1.52	--
	EBITDA 全部债务比	0.08	0.07	--

资料来源：联合评级根据公司审计报告及 2020 年一季度财务数据整理

从短期偿债能力指标看，公司速动比率、流动比率较稳定，现金短期债务比有所增长。截至 2020 年 3 月末，公司上述指标分别增至 2.16 倍、0.82 倍和 1.00 倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年下降 3.65%至 32.67 亿元，其中利润总额占 44.79%、计入财务费用的利息支出占 51.47%。公司 EBITDA 利息保障倍数处于较好水平，EBITDA 全部债务比处于较低水平。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保金额为 549,963.15 万元（见附表），对外担保比率为 13.02%，被担保方除新湖中宝股份有限公司（担保余额为 0.55 亿元）外，其他均为国企且经营正常，公司代偿风险较低。

截至 2020 年 3 月末，公司共获得授信额度 523.72 亿元，未使用授信额度 192.20 亿元，间接融资渠道通畅。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91330402749802777W），截至 2020 年 4 月 3 日，公司无已结清和未结清的不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

公司资产、收入、债务均主要集中于子公司，母公司债务负担轻。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，截至 2019 年末，母公司资产总额为 140.89 亿元，较年初增长 29.51%，系流动资产和非流动资产均增长所致。其中，流动资产占 15.50%，非流动资产占 84.50%。截至 2019 年末，母公司货币资金为 12.80 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 17.98 亿元，较年初增长 100.82%。其中，流动负债以其他应付款为主，非流动负债全部为应付债券。母公司全部债务为 9.97 亿元，均为长期债务。母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 12.76%、7.50%，债务负担轻。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 122.91 亿元，较年初增长 23.11%。其中，实收资本和资本公积分别占 18.19%和 81.78%，所有者权益稳定性强。

2019年，母公司无营业收入，净利润为89.03万元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 171.57 亿元，所有者权益 123.50 亿元，负债 48.07 亿元，全部债务较年初增加 29.86 亿元至 39.83 亿元。母公司资产负债率 28.08%，全部债务资本化比率为 24.38%，分别较年初增长 15.26 个百分点和 16.89 个百分点。2020 年 1－3 月，母公司未实现营业收入，净利润-162.19 万元。

八、债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产和净资产分别为 87.57 亿元和 429.63 亿元，分别为“20 国投 01”“20 国投 02”和“20 嘉投 01”待偿本金合计（30.00 亿元）的 2.92 和 14.32 倍，公司现金类资产和净资产能够对债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 32.67 亿元，为待偿本金的 1.09 倍，公司 EBITDA 对债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 188.39 亿元，为待偿本金合计的 6.28 倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为嘉兴市市属国有资本运营平台，可获得较大力度的外部支持，且融资渠道畅通，公司对“20 国投 01”“20 国投 02”和“20 嘉投 01”偿还能力极强。

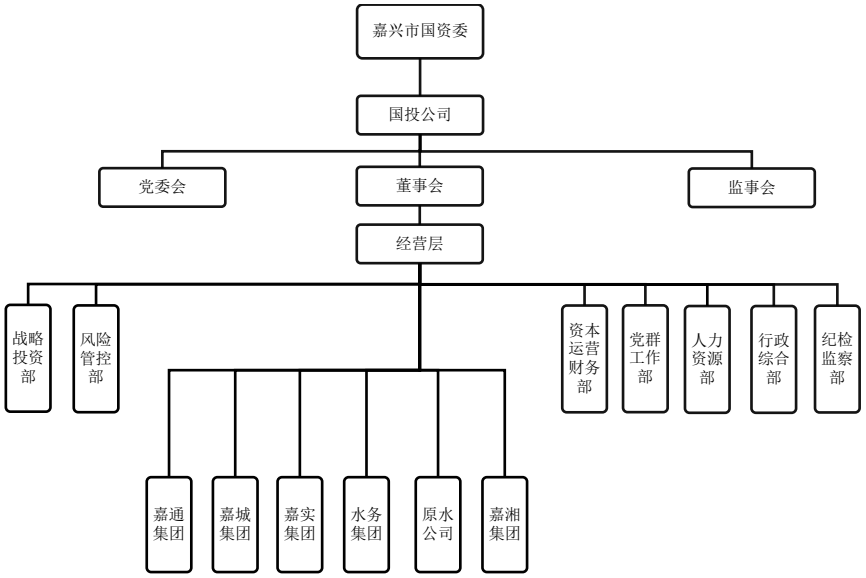
九、综合评价

公司外部发展环境良好，跟踪期内，公司在增资、资产划转、财政补贴等方面得到大力支持，获现能力强。同时，联合评级也关注到公司资金支出压力较大、投资活动现金流持续净流出，2020 年一季度盈利能力大幅下滑等不利因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着嘉兴市经济的持续发展，公司业务开展空间较大，业务规模有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 嘉投 01”“20 国投 01”和“20 国投 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1-1 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司合并范围内一级子公司情况（截至 2020 年 3 月末）

子公司名称	主要经营地	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	嘉兴市	225,000.00	100.00	同一控制下企业合并
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	嘉兴市	83,748.00	100.00	同一控制下企业合并
嘉兴市原水投资有限公司	嘉兴市	768,000.00	26.77	同一控制下企业合并
嘉兴市水务投资集团有限公司	嘉兴市	61,761.04	87.67	同一控制下企业合并
嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司	嘉兴市	150,000.00	100.00	同一控制下企业合并
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	嘉兴市	120,000.00	100.00	同一控制下企业合并

注：公司持有嘉兴市原水投资有限公司 26.77%股权，根据公司与桐乡市水务集团有限公司、海宁市水务投资集团有限公司、平湖市古横桥原水有限公司、嘉善县水务控股集团有限公司及海盐县水务投资集团有限公司签订的一致行动人协议，公司对嘉兴市原水投资有限公司具有控制权，因此纳入合并范围
资料来源：公司提供

附件 2　浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
对外担保情况表（截至 2020 年 3 月末）

担保方	被担保方	企业性质	担保金额（亿元）	担保时间
嘉兴湘家荡投资有限公司	嘉兴市平林新农村投资发展有限公司	地方国企	1.00	2016/03/25－2026/03/25
	嘉兴湘德实业发展有限公司	地方国企	6.35	2017/03/17－2025/03/17
	嘉兴市平林新农村投资发展有限公司	地方国企	1.00	2016/03/25－2026/03/25
嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司	嘉兴湘德实业发展有限公司	地方国企	2.56	2016/03/29－2026/03/29
	嘉兴市南湖区南新水利城建建设有限公司	央企	3.20	2016/05/20－2036/05/20
	嘉兴市新谐投资有限公司	地方国企	1.56	2015/09/20－2025/09/10
	嘉兴市南湖城市建设投资集团有限公司	地方国企	1.60	2016/11/11－2021/11/10
	嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司	地方国企	3.00	2019/06/18－2020/06/18
	嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	地方国企	2.64	2020/03/18－2021/03/18
	嘉兴市群英投资开发有限公司	地方国企	6.20	2020/03/10－2027/03/10
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	嘉兴国际商务区投资建设有限公司	地方国企	0.60	2015/12/10－2020/08/10
嘉兴市高等级高速公路投资有限公司	嘉兴市南湖新市镇开发建设集团有限公司	地方国企	20.00	2011/10/31－2026/10/30
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	嘉兴西南物流开发建设有限公司	地方国企	1.47	2013/04/12－2028/04/11
	嘉兴经济开发区投资集团有限公司	地方国企	2.00	2015/08/07－2023/08/07
	嘉兴港海盐嘉实码头有限公司	地方国企	1.26	2013/11/26－2028/11/25
民丰特种纸股份有限公司	新湖中宝股份有限公司	民营企业	0.55	2019/12/27－2020/12/24
合计		--	**55.00**	--

注：嘉兴经济开发区投资集团有限公司已更名为嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司
资料来源：公司提供

附件 3-1 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,053.99	1,112.32	1,169.52
所有者权益（亿元）	395.83	429.63	422.50
短期债务（亿元）	127.30	131.62	130.73
长期债务（亿元）	322.49	343.97	407.17
全部债务（亿元）	449.79	475.59	537.90
营业收入（亿元）	124.74	127.23	21.26
净利润（亿元）	3.87	10.70	-4.06
EBITDA（亿元）	33.91	32.67	--
经营性净现金流（亿元）	18.22	1.20	-6.59
应收账款周转次数（次）	21.77	10.74	--
存货周转次数（次）	0.32	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.12	--
现金收入比率（%）	108.40	106.12	110.00
总资本收益率（%）	2.86	3.14	--
总资产报酬率（%）	2.35	2.90	--
净资产收益率（%）	1.28	2.59	--
营业利润率（%）	8.86	5.40	-4.58
费用收入比（%）	17.09	19.33	27.36
资产负债率（%）	62.44	61.38	63.87
全部债务资本化比率（%）	53.19	52.54	56.01
长期债务资本化比率（%）	44.90	44.46	49.08
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.52	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	--
流动比率（倍）	1.98	2.00	2.16
速动比率（倍）	0.68	0.67	0.82
现金短期债务比（倍）	0.60	0.67	1.00
经营现金流动负债比率（%）	6.04	0.40	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.13	1.09	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他流动负债和长期应付款中带息部分纳入债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3-2 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	108.79	140.89	171.57
所有者权益（亿元）	99.84	122.91	123.50
短期债务（亿元）	1.40	0.00	0.00
长期债务（亿元）	0.00	9.97	39.83
全部债务（亿元）	1.40	9.97	39.83
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
净利润（万元）	0.00	0.01	-0.02
EBITDA（亿元）	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.22	1.72	-31.21
应收账款周转次数（次）	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	/	/	--
现金收入比率（%）	/	/	--
总资本收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	0.00	0.01	--
营业利润率（%）	/	/	--
费用收入比（%）	/	/	--
资产负债率（%）	8.23	12.76	28.02
全部债务资本化比率（%）	1.38	7.50	24.38
长期债务资本化比率（%）	0.00	7.50	24.38
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	--
流动比率（倍）	0.11	2.72	6.25
速动比率（倍）	0.11	2.72	6.25
现金短期债务比（倍）	/	/	--
经营现金流动负债比率（%）	13.64	21.51	-378.46

注：1. 未获取母公司的计入财务费用的利息支出、折旧等数据，相关指标无法计算；2. 母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 4　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。