信用评级公告

联合〔2022〕4771 号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“20 嘉投 01”“20 国投 01”和“20 国投 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行主体	AAA	稳定	AAA	稳定
20 嘉投 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 国投 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 国投 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 嘉投 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/3/17
20 国投 01	8.00 亿元	8.00 亿元	2025/1/16
20 国投 02	12.00 亿元	12.00 亿元	2025/1/16

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2.“20 国投 02”发行期限为 3+2 年

评级时间：2022 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）作为嘉兴市市属国有资本运营平台，跟踪期内，公司外部发展环境良好，在燃气、水务、高速公路运营以及基础设施建设等业务板块持续具有区域专营优势，且在资金注入、股权划转及财政补贴方面持续得到大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到国际天然气价格波动对公司燃气业务经营造成一定压力，公司存在一定资金支出压力，债务规模较快增长及债务负担较重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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 嘉投 01”“20 国投 01”和“20 国投 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**嘉兴市区位优势明显，经济和财政实力增长，公司外部发展环境良好。
2. **持续获得外部有力的外部支持。**公司是嘉兴市市属国有资本运营平台，跟踪期内公司在资金注入、股权划拨以及财政补贴等方面持续得到大力支持。
3. **区域专营优势。**公司在燃气、水务、高速公路运营以及基础设施建设等业务板块持续具有区域专营优势。

关注

1. **国际天然气价格波动对公司燃气业务经营造成一定压力。**受国际天然气价格大幅波动影响，2022 年一季度，公司天然气平均采购价格较 2021 年大幅上涨，未来天然气采购成本存在不确定性，对公司燃气业务经营造成一定的压力。
2. **存在一定资本支出压力。**截至 2022 年 3 月底，公司城市运营及公用事业等业务板块均存在投资需求，公司面临一定资本支出压力。

分析师：

张婧茜　　登记编号（R0040218040014）

刘亚利　　登记编号（R0040216120002）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

3. **债务规模较快增长，债务负担较重。**截至2022年3月底，公司全部债务747.66亿元，较2020年底增加146.95亿元；公司全部债务资本化比率58.35%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	87.57	132.99	177.18	171.17
资产总额（亿元）	1112.32	1287.91	1543.92	1572.80
所有者权益（亿元）	429.63	473.62	524.67	533.73
短期债务（亿元）	131.62	141.85	194.10	166.33
长期债务（亿元）	343.97	458.86	562.51	581.33
全部债务（亿元）	475.59	600.71	756.61	747.66
营业收入（亿元）	127.23	162.20	171.15	46.86
利润总额（亿元）	14.63	2.66	10.86	-1.80
EBITDA（亿元）	48.99	39.84	56.46	--
经营性净现金流（亿元）	1.20	-34.99	-22.72	-8.53
营业利润率（%）	5.40	6.36	12.97	4.96
净资产收益率（%）	2.49	0.31	1.82	--
资产负债率（%）	61.38	63.23	66.02	66.07
全部债务资本化比率（%）	52.54	55.91	59.05	58.35
流动比率（%）	199.84	218.65	199.90	213.82
经营现金流动负债比（%）	0.40	-11.07	-5.60	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.94	0.91	1.03
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	1.60	1.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.71	15.08	13.40	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	140.89	241.70	307.47	306.05
所有者权益（亿元）	122.91	163.60	178.51	178.11
全部债务（亿元）	9.97	69.75	121.58	120.54
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.22	0.00
利润总额（亿元）	0.01	0.16	0.31	-0.40
资产负债率（%）	12.76	32.32	41.94	41.80
全部债务资本化比率（%）	7.50	29.89	40.52	40.36
流动比率（%）	272.48	855.46	1186.45	1204.09
经营现金流动负债比（%）	21.51	-674.26	-131.87	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 将公司其他流动负债及长期应付款中有息部分纳入债务核算；3. 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司提供，联合资信整理

主体评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 嘉投 01 20 国投 01 20 国投 02	AAA	AAA	稳定	2021/6/29	张婧茜 韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 嘉投 01	AAA	AAA	稳定	2020/2/12	袁琳 徐汇丰	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
20 国投 01	AAA	AAA	稳定	2019/7/3	尹丹 袁琳	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
20 国投 02	AAA	AAA	稳定	2019/7/3	尹丹 袁琳	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本及股权结构未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 50.36 亿元，实收资本 43.26 亿元。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”）持股 95.9571%，浙江省财务开发有限责任公司持股 4.0429%，公司实际控制人仍为嘉兴市国资委。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。截至 2022 年 3 月底，公司本部设有战略投资部、风控审计部、融资管理部和计划财务部等职能部门；纳入合并范围的一级子公司共 14 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1543.92 亿元，所有者权益 524.67 亿元（含少数股东权益 129.80 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 171.15 亿元，利润总额 10.86 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1572.80 亿元，所有者权益 533.73 亿元（含少数股东权益 141.13 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业收入 46.86 亿元，利润总额-1.80 亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市南湖区广益路 819 号 1301 室；法定代表人：花屹。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至本跟踪评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券如下表所示，合计金额 30.00 亿元，跟踪期内均已按时足额支付当期利息。截至目前募集资金均已全部使用完毕。

表1　本次跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 嘉投 01	10.00	10.00	2020/03/17	5
20 国投 01	8.00	8.00	2020/01/16	5
20 国投 02	12.00	12.00	2020/01/16	3+2
合计	**30.00**	**30.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润

增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），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，建立了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 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 天然气行业

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）是由几种气体组成的混合气体，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是我国城市燃气的主要特点，其中天然气约占 60%~70%。

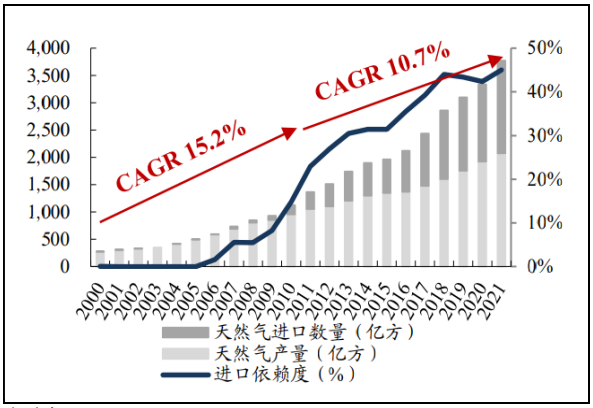
（1）供需格局

2021 年以来，我国天然气消费量快速增长，为满足其增量需求，我国天然气勘探开发力度明显加大，天然气进口数量同比增加。由于中国天然气进口依存度较高，故中国天然气供需偏紧的格局仍难以得到根本改善。

2021 年世界天然气产量 3.85 万亿立方米，同比下降 3.3%，其中美国、俄罗斯-中亚地区和拉美地区产量分别下降 154 亿立方米、321 亿立方米和 194 亿立方米；此外全年天然气勘探活动有所回落，全球天然气可采储量 188.1 万亿立方米，同比下降 1.2%。我国天然气勘探开发力度明显加大，储量和产量增幅均创历史纪录。2021 年，全国生产天然气 2053 亿立方米，较上年增长 8.2%，较 2019 年增长 18.8%，两年平均增长 9.0%。2021 年，全国油气勘探开发投资达 3348 亿元，同比增长 25.5%，其中勘探投资达 821 亿元，创历史新高。

但在清洁取暖、煤改气、双碳等政策下，中国不断扩大天然气使用范围，天然气供给远不及消费需求，进口量很大。进口依赖程度逐年提升，2021 年进口依赖度达到 45%，其中，液化天然气（LNG）逐渐成为主要方式，近年来占总进口数量比重逐年提高，2021 年达到 65%。

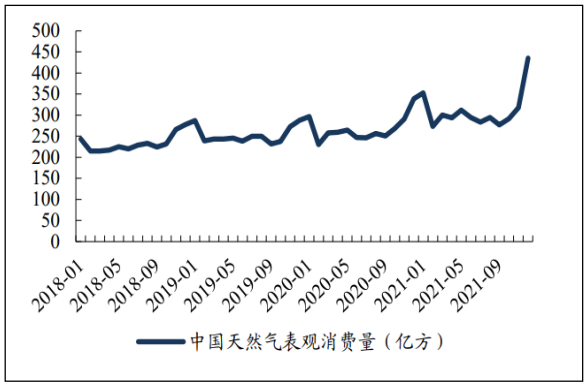
图 1　我国天然气产量、进口量等情况



资料来源：Wind

天然气消费方面，受我国城镇化发展、工业煤改气工程推进、“双碳”目标驱动等多重因素影响，近年来，我国天然气表观消费量呈现快速增长的趋势。2021 年，全国天然气表观消费量 3726 亿立方米，同比增长 12.7%。预计未来随着供暖领域煤改气进程的不断深入，叠加“双碳”目标下压减燃煤发电的刚性要求，未来我国天然气消费量或进一步上升。

图 2　我国天然气近年来表观消费量



资料来源：Wind

（2）配套基建

随着配套基础设施的建设推进，以及油气管网设施市场化运作程度提高，未来中国储气调峰能力稳步提升，季节性供需矛盾预计将持续得到缓解。

储气库方面，截至 2020 年底，中国累计建成 28 座地下储气库，调峰能力达 139 亿立方米，创历史新高。

管道铺设方面，2020 年，中国天然气管道总里程超过 89000 千米，管道一次输气能力超过 3740 亿立方米/年。中国天然气管道呈“西气东输、北气南下、海气登陆”态势，构建了“三纵三横”管网架构。

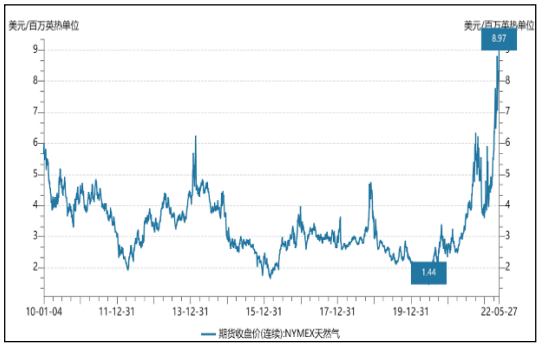
LNG 接收站方面，截至 2021 年底，据不完全统计，中国 LNG 接收站已投产 22 座，接收能力为 8860 万吨/年。

（3）天然气价格

2021 年以来国际天然气价格高企，我国天然气采购成本较高。

2020 年以来，全球疫情导致天然气投资强度下降，天然气生产和出口大国（美国、加拿大）天然气钻机数下降，同时叠加“双碳”政策持续推动天然气需求增长以及极端天气导致天然气需求增加影响，全球天然气价格持续走高。2022 年以来，全球天然气价格大幅上涨。在北美、英国、亚洲等三大国际天然气市场，天然气价格均有不同程度上浮，其中纽约商交所天然气期货价格年初以来涨幅巨大，主要由于俄乌冲突影响所致。俄乌冲突可能会影响中长期的天然气供应格局，天然气价格有望持续高位进而不利于控制我国天然气采购价格。

图 3　全球天然气价格走势



资料来源：Wind

（4）行业政策

燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家进一步出台鼓励天然气有序发展的相关政策，公司所处行业发展前景良好；同时，在“双碳”目标的驱动下未来天然气需求将大幅增加。

为促进上下游的充分竞争，建立市场配置资源的价格机制，国家近年持续推动天然气行业改革。其中，最为核心和关键的步骤为以组建国家管网公司为代表的管输体制改革。上游开采业主要推动以矿业权改革为基础的放宽准入限制；下游主要推动市场化交易，并逐渐放开天然气门站价格，现已形成 X+1+X 的行业生态模式。同时，与“双碳”相关的配套政策逐步出台，将推动天然气需求增长。

表 3　中国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2022 年 2 月	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	“十四五”时期，完善交通运输领域能源清洁替代政策。
2021 年 12 月	《国家发展改革委办公厅关于做好化肥生产用煤用电用气保障工作的通知》	各级经济运行部门和天然气供应企业要加强资源调度，优化资源组织支持化肥生产企业签订供气合同。
2021 年 6 月	《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》	《价格管理办法》明确了跨省天然气管道运输价格定价原则、定价方法和定价程序。《成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法
2021 年 5 月	《关于“十四五”时期深化价格体制改格行动方案的通知》	稳步推进石油天然气价格改革。按照“管住中间、放开两头”的改革方向，根据天然气管网等基础设施独立运营及勘探开发、供气和销售主体多元化进程，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。积极协调推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化。
2020 年 7 月	《关于加强天然气输配价格监管的通知》	合理制定省内管道运输价格和城镇燃气配气价格。天然气输配价格按照“准许成本+合理收益”原则核定。各地要根据《关于加强配气价格监管的指导意见》制定配气价格管理办法并核定独立的配气价格，准许收益率按不超过 7%确定，地方可结合实际适当降低。鼓励各地探索建立管输企业与用户利益共享的激励机制，激励企业提高经营效率，进一步降低成本。
2020 年 4 月	《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	通过优化规划建设布局、建立健全运营模式、深化体制机制改格、加快政策支持力度等措施，加快天然气储备基础设施建设，进一步提升天然气储备能力。

资料来源：公开资料

（5）行业关注

城市门站价格与销售价格调整不匹配

天然气定价机制导致城市门站价格及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱或当地主管部门不能同步、顺价调整终端销售价格（包括居民和非居民用气价格），城市燃气分销商存在成本上涨无法完全通过售价传导的风险。

气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高

我国天然气资源较为贫乏，发展天然气工业必须充分利用国外气源，随着我国天然气消费量的快速增长，天然气进口数量不断增加，我国对进口天然气的依赖程度仍然很高。城市分销商上游企业多为三大石油公司，加之天然气需求不断增长，若天然气气源紧张，城市分销商将面临气源供应不足，影响用户需求的形势。

价格波动

我国天然气进口比重大，城市燃气行业易受国际天然气价格影响。受全球供应增加、库存高企影响，天然气价格波动剧烈。另外，国际原油价格的波动一定程度影响天然气价格。

（6）行业发展

未来我国天然气需求仍将保持快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、调峰能力、储气能力、行业整合等将得到有效改善。

天然气作为一种清洁能源，其使用便捷性、污染排放情况优于其他主要化石能源。为加快推进天然气利用，提高天然气在我国一次能源消费结构中的比重，稳步推进能源消费革命和农村生活方式革命，有效治理大气污染，国家层面出台了一系列支持政策。2022 年 3 月，国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，国内能源年综合生产能力达到 46 亿吨标准煤以上，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上。天然气管网覆盖范围进一步扩大。全国集约布局的储气能力达到 550 亿～600 亿立方米，占天然气消费量的比重约 13%。

3.区域环境

2021 年，嘉兴市经济稳步发展，一般公共预算收入持续上升，公司发展的外部环境良好。

嘉兴市为浙江省下辖地级市，位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，是长江三角城市群重要城市、上海大都市圈重要城市和杭州都市圈副中心城市。作为沪杭、苏杭交通干线中枢，嘉兴市交通便利。下辖 2 区 2 县 3 县级市，陆地面积 3915 平方公里。截至 2021 年底，嘉兴市户籍人口 371.85 万，常住人口 551.60 万人，常住人口城镇化率为 71.9%。

嘉兴市为制造业大市，纺织服装、化纤、皮革、造纸及纸制品、塑料制品、木材加工及家具制造等传统产业发展水平高，对嘉兴市工业经济发展贡献大。“十四五”期间，嘉兴市将重点发展新能源、新材料和高端装备三大支柱产业，集成电路、人工智能、航空航天、新一代网络通信和生命健康五大新兴产业，时尚智造和汽车制造两大优势产业。

根据《2021 年嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2021 年，嘉兴市生产总值（GDP）6355.28 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.5%；与 2019 年相比，两年平均增长 6.0%。其中，第一产业增加值 131.97 亿元，增长 1.7%；第二产业增加值 3453.75 亿元，增长 10.7%；第三产业增加值 2769.56 亿元，增长 6.3%；三次产业结构调整为 2.1:54.3:43.6。按常住人口计算，2021 年全市人均 GDP 为 116323 元，比上年增长 6.7%。

2021 年，嘉兴市固定资产投资比上年增长 6.2%，两年平均增长 4.6%。从重点领域看，全市高新技术产业投资、交通运输投资分别比上年增长 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%。

根据《嘉兴市 2021 年全市和市本级预算执行情况及 2022 年全市和市本级预算的报告》，2021 年，嘉兴市一般公共预算收入 674.80 亿元，增长 12.7%；一般公共预算支出 793.72 亿元，财政自给率为 85.02%，较上年小幅提升；政府性基金预算收入 1010.74 亿元，同比增长 25.6%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 50.36 亿元，实收资本为 43.26 亿元，控股股东及实际控制人仍为嘉兴市国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为嘉兴市重要的国有资本运营平台。

公司是嘉兴市市属国有资本运营平台，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，业务包括公用事业、商贸流通、交通运营、造纸业、城市运营、旅游产业等。

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91330402749802777W），截至 2022 年 5 月 24 日，公司本部无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91330402699511532M），截至 2022 年 5 月 26 日，重要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”）本部无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91330401749042341C），截至 2022 年 5 月 19 日，重要子公司嘉兴市交通投资集团有限公司（以下简称“嘉通集团”）本部无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：9133040269829410X5），截至 2022 年 5 月 24 日，重要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”）本部无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 7 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制未发生重大变化；董事、监事和高级管理人员有所变动，系正常人事调整。

2021 年 8 月，经嘉兴市人民政府研究决定，任命花屹为公司副董事长、总经理，免去鉏新良总经理职务；任命莫放路为公司董事、副总经理；任命王毕文为公司监事会主席。

花屹先生，1976 年 1 月生，中共党员；曾任嘉兴市交通运输局财务审计处处长，嘉兴市交通投资集团有限责任公司党委委员、董事、副总经理，公司监事会主席等职务；现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务发展多元化，2021 年，公司营业收入较上年小幅增长，公用事业板块及交通运营板块收入占比明显提升；受益于交通运营板块毛利率大幅提升及公用事业板块毛利率由负转正等影响，公司综合毛利率水平较上年明显提高。

公司经营业务多元化，2021 年收入仍主要来源于公用事业、交通运营和商贸流通等板块，但收入结构有所调整，公用事业板块收入占比明显提升，商贸流通板块收入占比明显下降。2021 年，公司营业收入同比增长 5.52%，主要来自于城市燃气业务、供水业务、加油站业务规模扩大带动公用事业板块收入大幅增长以及收费公路通行费收入的恢复性增长。

从毛利率水平看，2021 年，公司综合毛利率较上年提升 7.24 个百分点。其中收费公路通

行费收入恢复性增长，带动交通运营板块毛利率提升 25.54 个百分点；商贸流通板块受收入确认方式变化影响毛利率提升 3.45 个百分点；公用事业和旅游产业板块毛利率由负转正。

2022 年 1－3 月，公司实现营业收入 46.86 亿元，同比下降 4.57%；毛利率为 5.39%，较 2021 年全年明显下降，主要为燃气业务受采购成本上涨影响毛利率进一步下降，收费公路业务受疫情影响毛利率下降较明显。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目		2020 年			2021 年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
公用事业	天然气、燃气及配套销售	189522.82	11.68	2.71	338610.82	19.78	2.83
	水务运营	114311.47	7.05	6.51	169621.76	9.91	11.21
	公共交通	2771.44	0.17	-1102.14	2982.16	0.17	-1050.81
	加油站经营	131289.34	8.09	12.97	160883.56	9.40	11.36
	小计	**437895.07**	**27.00**	**-0.21**	**672098.31**	**39.27**	**2.31**
商贸流通	混凝土销售	6855.63	0.42	10.22	9757.48	0.57	0.81
	商品销售	571533.50	35.24	0.71	249364.51	14.57	4.40
	小计	**578389.13**	**35.66**	**0.82**	**259121.99**	**15.14**	**4.27**
交通运营	通行费	178968.91	11.03	22.08	289686.71	16.93	46.70
	服务区	4163.15	0.26	17.17	6000.53	0.35	42.88
	运输劳务	9069.76	0.56	-134.66	9295.33	0.54	-166.75
	小计	**192201.81**	**11.85**	**14.58**	**304982.57**	**17.82**	**40.12**
造纸业	纸制品销售	131637.04	8.12	21.92	150311.75	8.78	17.91
	小计	**131637.04**	**8.12**	**21.92**	**150311.75**	**8.78**	**17.91**
城市运营	受托代建	3974.97	0.25	1.26	8955.67	0.52	0.80
	工程施工	139688.10	8.61	1.72	130885.28	7.65	9.42
	土地整理	24450.48	1.51	51.82	28936.76	1.69	48.29
	房屋销售	20594.05	1.27	51.18	8727.72	0.51	59.45
	房屋出租	8904.07	0.55	54.72	9918.07	0.58	57.04
	小计	**197611.67**	**12.18**	**15.45**	**187423.50**	**10.95**	**19.86**
旅游产业	旅游服务	20193.05	1.24	-17.83	31717.88	1.85	1.58
	小计	**20193.05**	**1.24**	**-17.83**	**31717.88**	**1.85**	**1.58**
其他	驾驶培训	5559.54	0.34	8.00	6606.20	0.39	9.98
	加油站出租	171.43	0.01	83.99	171.43	0.01	78.44
	市政规划设计	25762.86	1.59	49.25	40790.43	2.38	44.49
	信息系统集成	--	--	--	29085.71	1.70	13.43
	检测	--	--	--	4194.20	0.25	62.38
	其他	32581.45	2.01	31.21	24961.95	1.46	8.10
	小计	**64075.28**	**3.95**	**36.59**	**105809.92**	**6.18**	**25.98**
合计		**1622003.06**	**100.00**	**6.85**	**1711465.91**	**100.00**	**14.09**

注：1、尾差系四舍五入所致；2、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：公司审计报告及公司提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）公用事业板块

公司公用事业板块包括天然气业务、水务业务及加油站经营等，具有区域专营优势。2021 年，公司天然气经营业务规模明显扩大，天然气采购成本有所上升，需关注国际天然气价格波动对公司经营产生的不利影响；供水业务经营稳定，供水能力有所提升。公用事业板块在建拟建项目尚需一定规模投资，公司面临一定资本支出压力。

天然气、燃气及配套销售业务

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。

燃气采购方面，2020年3月31日，管网公司与浙江省天然气开发有限公司、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浙江省天然气开发有限公司变更为浙江浙能天然气管网有限公司。燃气销售方面，管网公司将燃气销售给嘉兴市燃气集团股份有限公司（以下简称“燃气集团”）及部分直供单位，燃气集团经天然气销售给嘉兴市区内的终端用户。

天然气价格方面，管网公司采购价按浙江省物价部门核发的届时天然气价格确定。2021年4月，根据浙江省发改委《省发展改革委关于调整非采暖季天然气省级门站价格的通知》（浙发改价格〔2021〕114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2.50元调整为2.26元，下浮不限。执行时间为2021年4月1日至2021年10月31日。2021年11月，根据浙江省发改委《省发展改革委关于调整供暖季天然气省级门站价格的通知》（浙发改价格〔2021〕407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3.99元，下浮不限。执行时间为2021年11月1日至2022年3月31日。

销售价格方面，公司天然气销售价格执行上下游价格联动机制，销售价格根据上游采购价格联动确定。针对直供单位，由管网公司与用户进行一对一的谈判并协商确定具体供气价格。2021年以来，公司天然气销售价格有所调整，2022年一季度天然气销售价格大幅上涨。

表4　公司天然气销售价格情况（单位：元/立方米）

项目名称	2020年	2021年	2022年1—3月
居民用户	2.42	2.38	4.05
商业用户	2.42	2.38	4.05
工业用户	2.42	2.38	4.05

资料来源：公司提供

近年来，随着天然气需求的增加，公司天然气业务规模持续扩大。2021年，公司天然气采销量同比分别大幅增长50.84%和50.78%。采购增长叠加采购成本上涨，导致采购合同总价大幅增长70.49%至33.27亿元。销售方面，2021年，公司天然气销售收入大幅增长69.22%至31.13亿元（不含税）。

2022年以来，俄乌地缘政治冲突等因素导致国际天然气价格大幅波动。受此影响，2022年一季度，公司天然气平均采购价格较2021年大幅上涨，天然气平均采销差价扩大，未来天然气采购成本存在不确定性，对公司燃气业务经营带来一定的压力。

表5　公司天然气采购和销售情况

项　目	2020年	2021年	2022年1—3月
采购数量（万立方米）	82921.03	125081.37	29901.69
平均采购价格（元/立方米）	2.35	2.66	3.99
合同总价（万元）	195162.35	332728.79	119307.74
天然气销售量（万立方米）	82624.49	124584.42	31602.53
天然气平均销售价格（元/立方米）	2.23	2.50	3.72
天然气销售收入（万元）	183983.37	311340.73	117406.11

注：以上采购价格为含税价格，销售价格为不含税价格
资料来源：公司提供

管网建设方面，截至2022年3月底，管网公司建设并投入运营的天然气管道共计1391.73公里，较上年底增加127.23公里，其中，高压管线建成长度178.73公里，中、低压管线建成长度1213.00公里。截至2022年3月底，管网公司主要的在建项目为嘉兴市南郊-T3高压管道燃气工程，预计总投资1.98亿元，累计投资0.89亿元；拟建项目主要为嘉兴市域天然气高压管网系统完善工程和嘉兴市域天然气

高压管网系统完善工程二期，计划总投资 20.27 亿元。

水务业务

供水业务方面，嘉兴市水务投资集团有限公司（以下简称“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 2022 年 3 月底，公司供水管网长度为 4114.5 公里，服务区域 968 平方公里。

表 6　水务集团自来水供应业务运营数据

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
自来水厂数量（个）	2	2	2
供水能力（万吨/日）	55.00	75.00	75.00
平均供水量（万吨/日）	38.46	42.40	38.50
供水总量（万吨）	14075.59	15476.89	3465.25
售水总量（万吨）	12229.68	13509.00	3002.82
管网漏损率（%）	6.92	6.61	7.26

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，水务集团水厂数量未发生变化，供水能力大幅提升，主要系贯泾港优质水厂扩充产能所致。随着用户数量增长，水务集团供水量和售水量保持增长，售水结构变化不大，管网漏损率相对稳定。

表7　公司售水结构情况（单位：吨、%）

用水性质	2020 年		2021 年		2022 年 1—3 月	
	用水量	占比	用水量	占比	用水量	占比
居民用水	5882.32	48.10	6307.04	46.69	1452.41	48.37
非居民用水	5941.24	48.58	6716.06	49.72	1437.70	47.88
特种用水	41.51	0.34	64.86	0.48	15.32	0.51
其他	364.61	2.98	421.04	3.12	97.39	3.24
合计	**12229.68**	**100.00**	**13509.00**	**100.00**	**3002.82**	**100.00**

资料来源：公司提供

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。2021 年，污水公司污水处理总量较上年有所增长，平均污水处理率保持稳定。

表 8　污水公司污水处理业务运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
污水排放总量（万吨）	18412.80	18746.74	4419.11
污水处理总量（万吨）	18412.80	18746.74	4419.11
污水管网长度（公里）	137.00	136.76	200.00
平均污水处理率（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

供水价格方面，2021 年至今，嘉兴市供水价格未发生变化。污水处理价格方面，自 2021 年 1 月 1 日起，嘉兴市物价局对联合污水与各相关污水处理公司入网污水处理结算价格进行上调，受益于污水处理结算价格上调，2021 年，公司水务运营板块毛利率提升 4.70 个百分点。

表 9　截至 2022 年 3 月底公司供水价格（单位：元/立方米）

用水性质		供水价格	水资源费	污水处理费	到户价
居民用水	第一阶梯	2.00	1.21	0.95	2.95
	第二阶梯	3.00	1.21	0.95	3.95
	第三阶梯	6.00	1.21	0.95	6.95
	居民合表用户	2.10	1.21	0.95	3.05

	执行居民生活用水价格的非居民用户	2.30	1.21	0.95	3.25
非居民用水		3.45	1.21	2.00、2.40、2.80	5.45、5.85、6.25
特种用水		5.80	1.21	2.40	8.20

注：水资源费中千岛湖原水 4.68 元/吨（自 2021 年 6 月通水）；河道水水资源费 0.20 元/吨
资料来源：公司提供

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，并组建成立了嘉兴市原水投资有限公司（以下简称“原水公司”），承担工程建设管理职能。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（嘉兴市境内概算总投资 85 亿元及工程上游段嘉兴市分摊投资约 43 亿元），其中资本金占 60%。市域外配水工程已于 2021 年 6 月完工，原水公司于 2021 年 7 月初投入运营，通过向嘉兴市内范围内水厂（如桐乡、海宁、海盐、平湖及嘉善等地水厂）供应原水等实现收入。

截至 2021 年 3 月底，水务集团主要在建项目计划总投资 22.71 亿元，累计投资金额 6.26 亿元，未来仍面临一定的资金支出压力。

表 10　截至 2022 年 3 月底公司水务板块主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期限	预计总投资	已投资	项目类型	设计能力
嘉兴市区分质供水工程——现状水厂工艺提升改造项目	2022 年 1 月-2024 年 1 月	9.39	2.99	供水	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	2021 年 11 月-2024 年 11 月	3.99	0.77	供水	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	2021 年 11 月-2022 年 12 月	3.95	1.58	污水处理	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）	2022 年 3 月-2023 年 3 月	1.46	0.22	污水处理	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)	2021 年 10 月-2022 年 12 月	0.61	0.46	污水处理	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	2022 年 1 月-2023 年 2 月	3.31	0.24	污水处理	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

加油站经营业务

截至 2022 年 3 月底，公司经营高速公路加油站 12 座、市区加油站 5 座，较 2020 年底增加 4 座加油站。截至 2022 年 3 月底，公司新建营运 LNG 加气站 3 座；投建充电站 40 座，充电终端约 600 个。

2021 年，公司加油站经营业务实现收入同比增加 2.96 亿元至 16.09 亿元；毛利率变动不大。

（2）城市运营板块

城市运营板块包括受托代建业务、土地整理业务及房地产开发业务等。嘉城集团代建业务未与政府签订相关回购或移交协议，项目投入对公司资金占用较大。公司受托代建及土地整理业务在建、拟建项目尚需投资规模较大，未来存在一定资金支出压力。

受托代建业务

公司受托代建业务由嘉城集团及嘉湘集团负责，嘉城集团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，嘉湘集团负责嘉兴湘家荡区域的开发建设。

业务模式方面，嘉城集团根据嘉兴市城市发展规划开展代建业务，未与嘉兴市政府签订

回购或移交相关协议，嘉城集团对项目进行建设，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相关费用支付。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。

嘉湘集团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”）签署代建协议，进行项目建设待工程竣工验收后移交，湘家荡管委会向嘉湘集团支付相应工程款，嘉湘集团在收到工程款时确认营业收入。此外，嘉湘集团也以自建模式开展基础设施项目建设。

截至 2022 年 3 月底，嘉城集团主要在建代建项目 46.68 亿元，尚需投资 37.80 亿元；拟建项目包括运河文化长廊三塔片区开发建设和冶金工业遗存复兴等项目，预计总投资 77.02 亿元。嘉湘集团主要在建代建市政项目较为零散，计划总投资 37.43 亿元，尚需投资 14.49 亿元；无拟建项目。

土地整理业务

嘉城集团及嘉湘集团为公司土地整理业务运营主体，分别负责嘉兴市二环以内以及市区特定区域内以及湘家荡区域内的土地开发建设。

业务模式方面，嘉城集团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，将项目建设资金支付给嘉城集团，由此实现滚动开发。截至 2022 年 3 月底，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 901.60 亩，二环以外 66.83 亩。

嘉湘集团是湘家荡区域唯一的土地整理主体，嘉湘集团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》，由嘉湘集团进行土地开发整理，其整理完成的土地经湘家荡管委会进行竣工验收后，移交至嘉兴市土储中心收储或直接进行挂牌出让。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结算金额按约定支付给嘉湘集团作为收入。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 1754.62 亩，累计已完成投资 22.74 亿元。

表 11　截至 2022 年 3 月底公司主要在建土地整理项目

（单位：亿元）

主体	项目	总投资	已投资
嘉城集团	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
嘉湘集团	湘家荡景区环湖区域	14.20	12.39
	七星街道区域	22.10	17.40
	东栅街道区域	33.30	23.37
合计		235.53	194.28

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建项目计划总投资 235.53 亿元，已完成投资 194.28 亿元；拟建项目包括城北板块 4 号地块房屋征收、嘉兴商城建国路以西地块征收和汤家弄 15 号、菜场弄 3-11 号征收等项目，计划总投资额 8.72 亿元。

（3）交通运营板块

跟踪期内，公司持有路产规模未发生变化，2021 年通行费收入恢复性增长明显。公交客运业务仍处于亏损状态，依赖政府补贴。

公司交通运营业务主要由嘉通集团负责，收入主要由通行费收入、运输劳务收入及高速公路衍生收入构成。

截至 2022 年 3 月底，公司控股路产较 2020 年底未发生变化，其中 07 省道于 2020 年 9 月停止收费。此外，公司参股嘉绍跨江大桥。2021

年，公司通行费收入恢复性增长明显，同时带动毛利率大幅提升至 46.70%。截至 2022 年 3 月底，公司已无在建及拟建高速路项目。

表 12　公司控股路产经营情况（单位：公里、年、万元、辆/日）

公路名称	总里程	通车时间	收费期限	2020 年		2021 年		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
杭州湾北岸连接线一期	24.79	2008	25	18058.19	89293	26961.38	80254	5177.10	80685
杭州湾北岸连接线二期	27.60	2020	25	30036.88	112568	44202.25	104145	8795.24	114632
嘉绍高速北接线	43.26	2013	15	41633.32	105450	68032.12	99522	12851.39	93882
杭浦高速浙江段	112.53	2008	25	51844.83	58005	84858.03	56533	15232.42	53734
申嘉湖高速嘉兴段	59.10	2008	25	36755.05	73010	65632.93	78304	11778.60	74630
07 省道	45.60	2007	25	640.64	7076.28	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	**312.88**	--	--	**178968.91**	**445402**	**289686.71**	**418758**	**53834.75**	**417563**

资料来源：公司提供

公司运输劳务业务以客运为主，其他高速公路衍生业务收入规模小。公司客运业务包括长途客运、旅游包车、城乡交通等，以长途客运为主。2021 年，公司客运量及行驶里程有所增长，但仍处于亏损状态，依赖政府补助。

表 13　公司客运业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
客运量（万人次）	1380.59	1503.82	282.38
行驶里程（万公里）	3296.29	3514.79	741.71
客运收入（亿元）	0.91	0.93	0.15
客运业务毛利（亿元）	-1.19	-1.32	-0.32
财政补贴（亿元）	0.99	1.37	0.21

资料来源：公司提供

（4）商贸流通板块

2021 年，公司压缩商品流通业务规模，商品销售收入下降明显，收入结构仍以煤炭贸易为主，毛利率变动不大。

公司商贸流通板块收入主要由商品销售收入构成。商品销售业务主要系公司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”）下属的嘉兴民丰集团有限公司（以下简称“民丰集团”）负责运营，主要为煤炭贸易业务以及少量纸浆贸易业务。2021 年，公司实现商品销售收入 24.94 亿元，同比大幅减少，主要系民丰集团贸易业务中部分以代理人身份进行的贸易以净额法确认收入，涉及交易金额 43.05 亿元。公司贸易业务以煤炭贸易为主。

煤炭贸易业务模式方面，民丰集团采取先寻找下游客户，根据客户的需求向上游供应商询价，按照供应商的报价加上一定的佣金作为销售价格与下游客户签订销售协议，以销定产、锁定价差的业务模式。在销售结算方面，民丰集团与客户基本通过银行转账结算，一般给予客户 30 天左右的付款信用期，但热电企业的实际付款周期通常在 40 天左右。2021 年，民丰集团煤炭贸易采购前五大供应商及销售前五大供应商集中度分别为 79.64%和 86.41%，集中度高，且于上游采购商未发生业务违约，与下游客户合作关系稳定，整体公司煤炭贸易风险较低。

（5）造纸业板块

2021 年，公司主要纸制品产销量均有所提升，带动纸制品销售收入小幅增长。

公司造纸业板块业务主要由嘉实集团下属上市公司民丰特种纸股份有限公司（以下简称“民丰特纸”）负责，主要从事卷烟纸和工业配套用纸的生产和销售，其他纸品包括描图纸和电容器纸等。

公司主要采取“以销定产”的生产方式，并根据市场及订单情况适当备货。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，公司主要纸制品产能基本保持稳定，产量和销量均有所增长，产能利用率和

产销率均有所提升，带动纸制品销售收入小幅增长；主要纸制品平均售价有所波动，导致毛利率小幅下降。

表 14　公司主要纸制品产销情况（单位：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	28000.00	26858.00	95.92	26650.00	99.23	1.60
	工业配套用纸	109400.00	108967.00	99.60	104676.00	96.06	0.70
	描图纸	2800.00	2898.00	103.50	3510.00	121.12	1.80
2021 年	卷烟纸	28100.00	28165.00	100.23	28612.00	101.59	1.50
	工业配套用纸	104400.00	118216.00	113.23	117618.00	99.49	0.80
	描图纸	3000.00	3145.00	104.83	3893.00	123.78	1.82

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司作为嘉兴市市属国有资本运营平台，在嘉兴市国企改革中地位突出，未来将致力于促进国有资本合理流动、优化国有资本投向、推动国有经济布局优化和结构调整、提高国有资本配置和运营效率、为各国资公司实施重大建设项目资金需求发挥有效补充作用。公司的长期发展目标为落实嘉兴市政府战略决策部署，优化国有资本布局；整合交通、城市经营、金融等产业，进一步推进分类改革；培育核心子公司做大资产规模，提高核心竞争力；深化国有资本改革，推动市场化运作。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2021 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 2022 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变更方面，2021 年，公司合并范围新增 17 家子公司，减少 5 家子公司，新增子公司主要为新设成立，减少子公司主要为注销。2022 年一季度，公司新增一级子公司 3 家，均为新设。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司 14 家，新纳入或划出的子公司规模不大，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

随着经营规模的扩大，公司资产规模有所增长，货币资金较为充裕，但基建及土地整理项目投入形成的存货规模大，公司整体资产质量一般。

截至 2021 年底，公司资产总额较上年底增长 19.88%，资产结构相对均衡，较上年底变化不大。

表 15　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**691.39**	**53.68**	**811.15**	**52.54**	**829.96**	**52.77**
货币资金	130.91	10.16	175.08	11.34	168.95	10.74
其他应收款	43.59	3.38	51.14	3.31	57.18	3.64
存货	480.49	37.31	528.74	34.25	547.19	34.79
非流动资产	**596.52**	**46.32**	**732.78**	**47.46**	**742.84**	**47.23**
长期股权投资	57.02	4.43	72.88	4.72	79.80	5.07
固定资产（合计）	273.94	21.27	355.54	23.03	354.65	22.55
在建工程（合计）	105.34	8.18	35.92	2.33	40.85	2.60

其他非流动资产	62.20	4.83	125.93	8.16	124.03	7.89
资产总额	**1287.91**	**100.00**	**1543.92**	**100.00**	**1572.80**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2021 年底，公司货币资金较上年底增长 33.74%，主要系公司净融资规模扩大所致；货币资金主要由银行存款构成（占 93.77%），使用受限资金 3.56 亿元，受限比例为 2.03%。公司其他应收款 51.14 亿元，较上年底增长 17.33%，主要系往来款增长所致；前五大其他应收款金额合计占其他应收款余额的比例为 60.45%；其他应收款主要为应收嘉兴市国有企业等的往来款，账龄以一年以内为主（占 66.69%），回收风险较小，但对公司资金形成一定占用。公司存货较上年底增长 10.04%，主要系土地开发及代建市政项目持续投入所致；存货主要由合同履约成本 425.25 亿元和开发成本 65.94 亿元构成，履约成本包括土地开发成本 214.73 亿元和市政代建项目成本 210.51 亿元，开发成本主要为拆迁、城市更新及房地产项目成本。

表 16　截至 2021 年底公司前五大其他应收情况

（单位：亿元、%）

单位名称	余额	账龄	占其他应收款余额的比例
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	10.63	1~2 年	19.65
嘉兴湘德实业发展有限公司	10.56	1 年以内	19.53
嘉兴湘博投资有限公司	4.08	1~5 年	7.55
嘉化搬迁项目	4.05	1~4 年	7.49
嘉兴市财政局	3.38	1~5 年	6.24
合计	**32.69**	**--**	**60.45**

资料来源：公司审计报告

公司长期股权投资 72.88 亿元，较上年底增长 27.80%，主要系对联营企业追加投资所致；投资对象主要包括嘉兴高新集团有限公司（账面价值 20.05 亿元）、浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（账面价值 14.45 亿元）和嘉兴银行股份有限公司（账面价值 13.86 亿元）；2021 年公司长期股权投资在权益法下确认投资收益 4.29 亿元。公司固定资产（合计）较上年底增长 29.79%，主要系管网资产增加 76.15 亿元所致；固定资产主要由收费公路资产 202.34 亿元、管网资产 80.01 亿元和房屋建筑物 44.59 亿元构成，累计计提折旧 165.50 亿元；固定资产成新率 46.02%，成新率较低。公司在建工程（合计）35.92 亿元，较上年底下降 65.90%，主要系供水管网资产完工转入固定资产、快速路项目转入其他非流动资产所致；在建工程主要为零星市政工程项目。公司其他非流动资产较上年底增长 102.44%，主要系快速路一期、二期工程（账面价值 54.63 亿元）和 07 省道工程（账面价值 9.27 亿元）由在建工程转入所致；其他非流动资产主要由不产生经营收益的道路、基础设施建设项目等构成。

截至 2022 年 3 月底，公司资产规模及构成较上年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产合计 17.06 亿元，主要包括货币资金 3.44 亿元、投资性房地产 5.40 亿元、无形资产 6.27 亿元，均用于借款抵质押。公司受限资产规模小。

3. 负债及所有者权益

受益于政府划拨财政资金及项目资本金，公司所有者权益有所增长，所有者权益稳定性尚可。

截至 2021 年底，公司所有者权益 524.67 亿元，较上年底增长 10.78%，主要系资本公积增长所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 8.25%、56.98%和 8.98%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2021 年底，公司实收资本 43.26 亿元，较上年无变化；资本公积 298.97 亿元，较上年底增长 13.86%，主要系收到财政拨款 15.00 亿元、快速路项目资本金 20.35 亿元、铁路项目资本金 3.98 亿元等所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 533.73 亿元，规模及结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司债务规模较快增长，债务负担较重。

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 25.17%，主要系融资规模扩大所致。公司负债结构以非流动负债为主，较上年底变化不大。

表 17　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**316.21**	**38.83**	**405.77**	**39.81**	**388.16**	**37.36**
短期借款	55.44	6.81	50.15	4.92	52.04	5.01
应付账款	29.01	3.56	74.44	7.30	65.54	6.31
其他应付款（合计）	130.76	16.06	121.07	11.88	138.55	13.33
一年内到期的非流动负债	58.51	7.19	103.25	10.13	72.13	6.94
非流动负债	**498.08**	**61.17**	**613.48**	**60.19**	**650.91**	**62.64**
长期借款	206.34	25.34	233.92	22.95	226.94	21.84
应付债券	236.99	29.10	314.73	30.88	340.61	32.78
长期应付款	15.65	1.92	14.78	1.45	20.02	1.93
专项应付款	18.96	2.33	24.94	2.45	39.40	3.79
负债总额	**814.29**	**100.00**	**1019.25**	**100.00**	**1039.07**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

流动负债方面，截至 2021 年底，公司短期借款较上年底下降 9.55%，主要由信用借款（占 39.07%）和保证借款（占 56.18%）构成。公司应付账款较上年底增长 156.65%，主要系应付工程款及货款大幅增长所致；应付账款账龄以一年以内（占 84.29%）为主。公司其他应付款（合计）较上年底下降 7.41%，主要为应付嘉兴市国有企业及政府单位的往来款，其中应付华润置地控股有限公司 8.73 亿元，系财务资助款。一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款 37.95 亿元和一年内到期的应付债券 56.53 亿元构成。

非流动负债方面，公司长期借款较上年底增长 13.37%，主要由质押、保证借款 89.58 亿元和保证借款 65.78 亿元构成。应付债券较上年底增长 32.81%，主要系公司及子公司 2021 年发行多期债券所致。公司长期应付款较上年底下降 5.56%，主要包括应付国家开发基金有限公司、中国农发重点建设基金有限公司的款项及部分应付融资租赁款，长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。公司专项应付款较上年底增长 31.50%，主要系收到基础设施建设项目建设资金所致。

2020 年以来，公司债务较快增长。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务较 2020 年底增加 146.95 亿元。债务结构方面，短期债务占 22.25%，长期债务占 77.75%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，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较 2020 底分别提高 2.84 个百分点、2.44 个百分点和 2.92 个百分点。公司债务负担较重。

从债务到期分布来看，2022 年 4－12 月到期规模 152.44 亿元，2023 年到期规模 113.68 亿元，2024 年到期规模 121.36 亿元，其余债务于 2024 年之后到期。公司债务到期分布较为均衡。

表 18　公司债务及债务指标情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期债务	141.85	194.10	166.33
长期债务	458.86	562.51	581.33
全部债务	600.71	756.61	747.66

资产负债率	63.23	66.02	66.07
全部债务资本化比率	55.91	59.05	58.35
长期债务资本化比率	49.21	51.74	52.13

资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

4. 盈利能力

2021 年，公司收入规模小幅增长，利润实现对政府补助和投资收益依赖性强。

2021 年，公司营业收入同比增长 5.52%，营业成本同比下降 2.69%，变化均不大。

表 19 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	162.20	171.15	46.86
营业成本	151.09	147.04	44.33
费用总额	26.41	29.30	7.45
投资收益	6.47	6.41	1.89
其他收益	14.60	15.05	0.65
利润总额	2.66	10.86	-1.80
营业利润率	6.36	12.97	4.96
总资本收益率	1.67	2.19	--
净资产收益率	0.31	1.82	--

资料来源：根据公司财务报表整理

2021 年，公司费用总额同比增长 10.95%，主要系管理费用增加所致。从构成看，公司期间费用以管理费用（占 30.05%）和财务费用（占 54.95%）为主。2021 年，公司期间费用率为 17.12%，同比提高 0.84 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2021 年，公司实现投资收益 6.41 亿元，同比下降 0.92%，主要为权益法核算的长期股权投资收益；其他收益 15.05 亿元，同比增长 3.10%，主要为政府补助。投资收益和其他收益分别为营业利润的 58.16%和 136.53%，公司利润实现对政府补助和投资收益依赖性强。

2021 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 6.60 个百分点、0.52 个百分点和 1.52 个百分点，盈利能力有所提升。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 46.86 亿元，同比下降 4.57%；实现利润总额-1.80 亿元。同期，营业利润率为 4.96%。

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。2021年，公司经营活动现金流持续净流出，且随着项目的持续投入，公司投资活动现金持续大额净流出，经营及投资所需资金依赖外部融资。

表 20 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	227.63	267.37	74.83
经营活动现金流出小计	262.62	290.09	83.36
经营活动现金流量净额	**-34.99**	**-22.72**	**-8.53**
投资活动现金流入小计	34.59	13.26	9.22
投资活动现金流出小计	94.06	114.02	30.32
投资活动现金流量净额	**-59.47**	**-100.76**	**-21.10**
筹资活动现金流入小计	406.56	372.41	101.56
筹资活动现金流出小计	267.31	205.87	77.94
筹资活动现金流量净额	**139.25**	**166.54**	**23.62**
现金收入比	107.52	135.43	136.24

资料来源：根据公司财务报表整理

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入同比增长 17.46%，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；经营活动现金流出同比增长 10.46%，主要系燃气业务规模扩大及项目投入增加所致。2021 年，公司经营活动现金持续净流出。2021 年，公司现金收入比为 135.43%，同比提高 27.91 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入 13.26 亿元，同比下降 61.67%，主要系理财产品减少所致；投资活动现金流出 114.02 亿元，同比增长 21.22%，主要系在建项目投入增加所致。2021 年，公司投资活动现金净流出规模明显扩大。

公司经营活动和投资活动所需资金主要依赖于筹资活动。从筹资活动来看，2021 年，公司主要通过发行债券和取得银行借款进行融资，

筹资活动现金大规模净流入。

2022 年 1—3 月，公司经营及投资活动现金流呈净流出状态，筹资活动现金流呈净流入状态。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标尚可，对外担保代偿风险较低，间接融资渠道畅通。

表 21 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	偿债指标	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率	218.65	199.90	213.82
	速动比率	66.70	69.60	72.85
	现金短期债务比	0.94	0.91	1.03
长期偿债能力指标	EBITDA 利息倍数	1.60	1.93	--
	全部债务/EBITDA	15.08	13.40	--

资料来源：根据公司财务报表整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和现金短期债务比较上年有所下降，速动比率较上年小幅提升。截至 2022 年 3 月底，公司短期偿债能力指标较上年底均有所提升，现金类资产对短期债务覆盖程度较高，公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA利息倍数有所提升，全部债务/EBITDA有所下降，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保金额为 26.78 亿元，主要为对嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司的担保 14.11 亿元和对嘉兴市群英投资开发有限公司的担保 6.20 亿元；公司对外担保比率为 5.02%，被担保方均为国企且经营正常，公司代偿风险较低。

截至 2022 年 3 月底，公司共获得授信额度 1091.75 亿元，已使用授信额度 422.65 亿元，间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

公司业务主要由子公司开展，资产、收入、债务均主要集中于子公司，母公司债务负担适中，短期偿债压力小。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，母公司行使管理职能。截至 2021 年底，母公司资产总额 307.47 亿元，较上年底增长 27.21%。其中，流动资产 115.00 亿元，非流动资产 192.47 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 128.96 亿元，较上年底增长 65.11%。截至 2021 年底，母公司全部债务 121.58 亿元，资产负债率 41.94%，全部债务资本化比率 40.52%。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 178.51 亿元，主要由实收资本 43.26 亿元（占 24.23%）和资本公积 135.42 亿元（占 75.86%）构成，母公司所有者权益结构稳定性强。

2021 年，母公司营业收入为 0.22 亿元，利润总额为 0.31 亿元。同期，母公司投资收益为 0.73 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 306.05 亿元，所有者权益为 178.11 亿元，负债总额 127.94 亿元；全部债务 120.54 亿元，短期债务 1.21 亿元，现金短期债务比 12.62 倍；母公司资产负债率 41.80%，全部债务资本化比率 40.36%，债务负担适中。2022 年 1—3 月，母公司未实现营业收入，利润总额-0.40 亿元。

十、外部支持

2021年，公司在资金及资产注入、股权划转和财政补贴等方面持续得到大力的外部支持。

资金方面，2021 年，公司及子公司收到财政拨款、工程项目（包括铁路、快速路和水务项目等）资本金等增加公司资本公积 40.92 亿元。

资产方面，子公司收到禾泓嘉苑配建安置用房、少年路房产及勤俭路 550 号等房产合计增加资本公积 4.30 亿元。

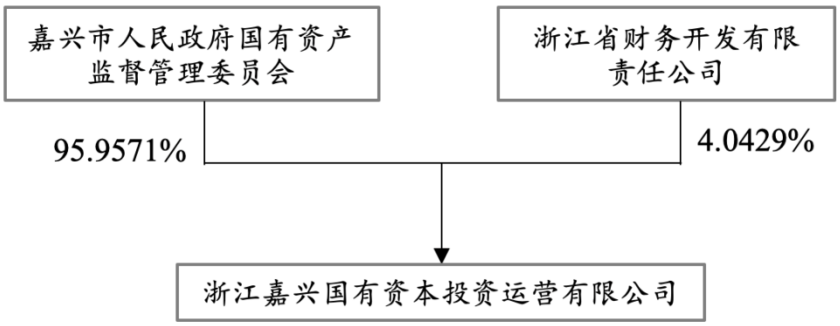
股权划转方面，子公司取得嘉兴市水利水电勘察设计研究院有限公司、嘉兴市嘉源环境卫生管理有限责任公司等公司股权，增加资本公积 3.72 亿元。

财政补贴方面，2021 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为 15.02 亿元。

十一、结论

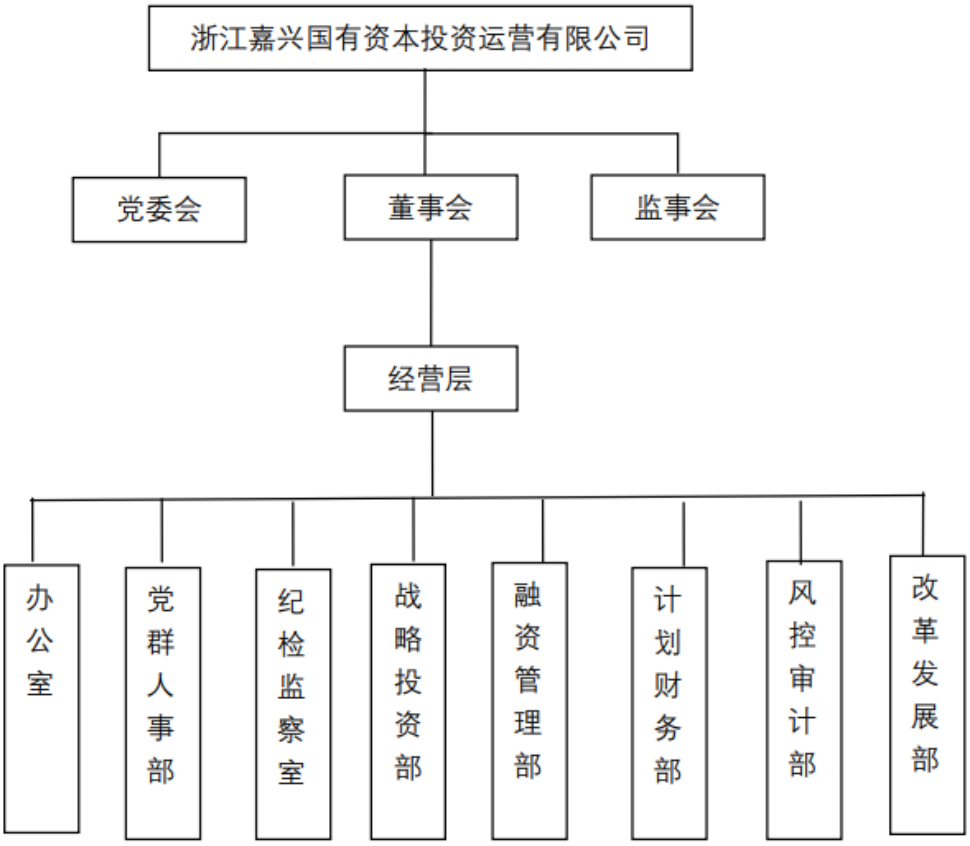
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 嘉投 01”“20 国投 01”和“20 国投 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2022 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司全称	行业性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
嘉兴嘉国瑞骐私募基金管理有限公司	基金管理	100.00	--	设立
浙江嘉兴嘉国禾祺投资有限公司	投资管理	100.00	--	设立
嘉兴市原水投资有限公司	租赁和商务服务	26.77	--	同一控制下企业合并
长三角（嘉兴）规划设计集团有限公司	规划设计管理	100.00	--	设立
浙江嘉兴数字城市实验室有限公司	智慧城市的规划、设计	51.00	--	设立
嘉兴市铁路与轨道交通投资集团有限责任公司	投资管理	100.00	--	设立
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	租赁和商务服务	100.00	--	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	基建、房地产开发	100.00	--	同一控制下企业合并
嘉兴市水务投资集团有限公司	租赁和商务服务	87.67	--	同一控制下企业合并
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	租赁和商务服务	100.00	--	同一控制下企业合并
嘉兴市嘉实金融控股有限公司	租赁和商务服务	100.00	--	非同一控制企业合并
嘉兴市产权交易有限公司	商务服务业	35.00	--	设立
长三角（嘉兴）城乡建设设计集团有限公司	商务服务业	100.00	--	设立
长三角（嘉兴）战略新兴产业投资合伙企业（有限合伙）	商务服务业	90.00	--	设立

注：公司持有嘉兴市原水投资有限公司 26.77%股权，根据公司与少数股东签订的一致行动人协议，公司嘉兴对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 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	87.57	132.99	177.18	171.17
资产总额（亿元）	1112.32	1287.91	1543.92	1572.80
所有者权益（亿元）	429.63	473.62	524.67	533.73
短期债务（亿元）	131.62	141.85	194.10	166.33
长期债务（亿元）	343.97	458.86	562.51	581.33
全部债务（亿元）	475.59	600.71	756.61	747.66
营业收入（亿元）	127.23	162.20	171.15	46.86
利润总额（亿元）	14.63	2.66	10.86	-1.80
EBITDA（亿元）	48.99	39.84	56.46	--
经营性净现金流（亿元）	1.20	-34.99	-22.72	-8.53
财务指标				
现金收入比（%）	106.12	107.52	135.43	136.24
营业利润率（%）	5.40	6.36	12.97	4.96
总资本收益率（%）	3.04	1.74	2.19	--
净资产收益率（%）	2.49	0.31	1.82	--
长期债务资本化比率（%）	44.46	49.21	51.74	52.13
全部债务资本化比率（%）	52.54	55.91	59.05	58.35
资产负债率（%）	61.38	63.23	66.02	66.07
流动比率（%）	199.84	218.65	199.90	213.82
速动比率（%）	67.34	66.70	69.60	72.85
经营现金流动负债比（%）	0.40	-11.07	-5.60	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.94	0.91	1.03
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	1.60	1.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.71	15.08	13.40	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告将公司其他流动负债以及长期应付款中有息债务纳入有息债务核算；3、2022 年一季度财务数据未经审计

附件 3-2 主要财务数据及指标（本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.80	0.28	27.59	15.29
资产总额（亿元）	140.89	241.70	307.47	306.05
所有者权益（亿元）	122.91	163.60	178.51	178.11
短期债务（亿元）	0.00	0.00	2.31	1.21
长期债务（亿元）	9.97	69.75	119.27	119.32
全部债务（亿元）	9.97	69.75	121.58	120.54
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.22	0.00
利润总额（亿元）	0.01	0.16	0.31	-0.40
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.72	-56.37	-12.78	0.23
财务指标				
现金收入比（%）	*	*	25.82	*
营业利润率（%）	*	*	99.40	*
总资本收益率（%）	0.01	0.06	0.10	--
净资产收益率（%）	0.01	0.08	0.18	--
长期债务资本化比率（%）	7.50	29.89	40.05	40.12
全部债务资本化比率（%）	7.50	29.89	40.52	40.36
资产负债率（%）	12.76	32.32	41.94	41.80
流动比率（%）	272.48	855.46	1186.45	1204.09
速动比率（%）	272.48	855.46	1186.45	1204.09
经营现金流动负债比（%）	21.51	-674.26	-131.87	--
现金短期债务比（倍）	*	*	11.93	12.62
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2022 年一季度财务数据未经审计

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持