

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3046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，维持“20 嘉投 01”和“20 国投 01”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：

二〇二四年六月二十五日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

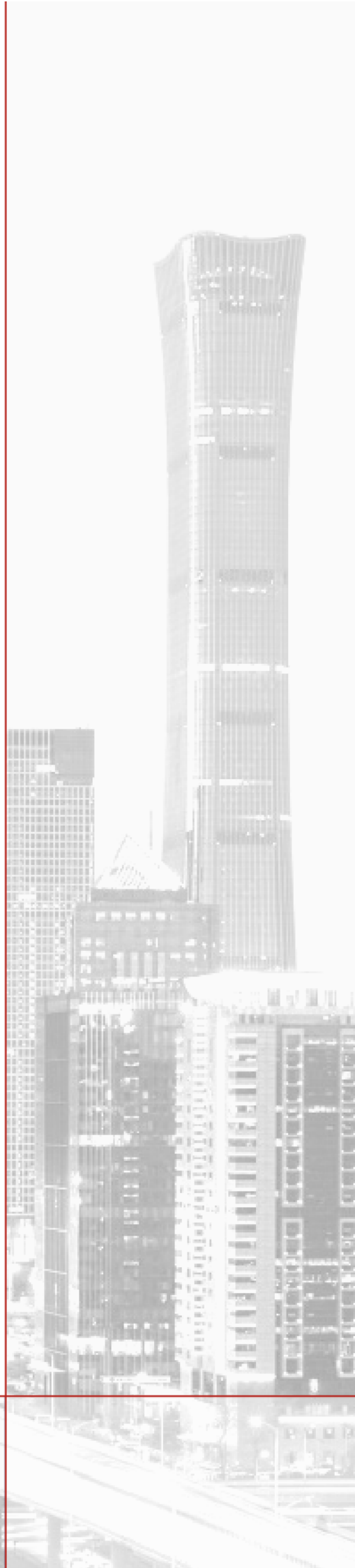
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/6/25
20 嘉投 01/20 国投 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”）仍为嘉兴市重要的国有资本运营平台，经营业务多元化，在嘉兴市城市建设运营和经济社会发展中占据重要地位；嘉兴市区区位优势明显，工业基础良好，经济稳步发展，为公司提供良好的外部环境；同时，公司持续获得有力的外部支持。管理方面，公司治理结构及管理体制未发生重大变化；经营方面，受资产整合影响，业务及收入结构有所调整；公用事业板块中天然气业务收入受管销分离影响有所下降，水务、固废处理及加油站运营等稳步增长；交通运营板块中通行费收入明显提升，但客运业务持续处于亏损状态；城市运营板块中土地整理及基础设施建设业务仍沉淀较多资金，房地产项目去化情况一般且未来存在较大资金支出压力。财务方面，公司资产中收费公路、管网和长期股权投资等资产具有较稳定的盈利性，但土地整理及基础设施建设形成的存货规模大，变现时间存在不确定性，部分道路不能产生经营收益，整体资产质量一般；公用事业、商贸流通及交通运营等业务收入确认及回款及时，公司整体经营获现能力较强，投资收益和其他收益对公司利润贡献较大；公司债务规模较大，债券融资占比较高，存在一定集中兑付压力；偿债能力指标表现较强，融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来随着嘉兴市经济的持续发展，公司业务开展空间较大，业务有望持续稳定发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：核心资产划出，盈利能力大幅下滑；债务负担明显加重，偿债能力恶化；职能定位下降，政府支持意愿减弱。

优势

- **公司外部发展环境良好。**嘉兴市是长三角城市群重要城市，长三角一体化为嘉兴市带来良好的发展机遇。作为制造业大市，嘉兴市纺织服装、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水平高，新能源、新材料和高端装备等新兴产业发展较快。2023 年，嘉兴市 GDP 和一般公共预算收入分别为 7062.45 亿元和 632.02 亿元，分别位居浙江省第五位和第三位。
- **业务经营多元化，部分业务具有专营优势。**公司经营业务多元化，主营业务涵盖公用事业、交通运营、城市运营、商贸流通、旅游服务等板块，在燃气、水务、高速公路运营以及基础设施建设等业务领域具有区域专营优势。
- **持续获得有力的外部支持。**公司是嘉兴市重要的国有资本运营平台，承担职能重要；跟踪期内，公司在资金、资产获取以及财政补贴等方面持续得到大力支持。

关注

- **存在资本支出压力。**截至 2023 年底，公司公用事业、交通运营、城市运营、旅游服务等业务板块均存在投资需求，交通运输、房地产开发及旅游服务业务在建拟建项目投资规模较大，公司面临资本支出压力。
- **关注国际天然气价格波动及区域天然气市场化改革对公司燃气业务经营产生的影响。**近年来，国际天然气价格大幅波动，2023 年供需逐步恢复再平衡，公司天然气价格有所下降，但未来天然气采购成本仍存在不确定性。此外，浙江省天然气市场化改革持续推进，管销分离导致公司天然气业务模式有所调整，天然气销售量有所下降。
- **债务规模较大。**跟踪期内，公司全部债务有所增长，债券融资占比较高；截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 817.04 亿元，需关注公司未来债务规模变化以及债务集中兑付压力。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208
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	

本次评级打分表及结果

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	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aaa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AAA

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

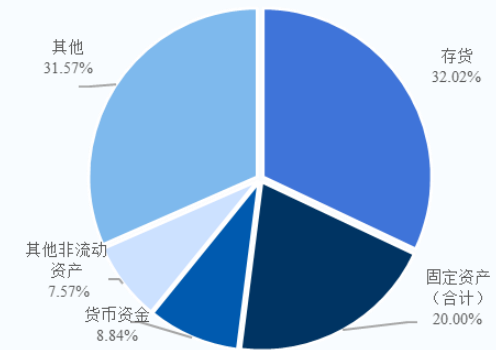
主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	142.99	151.32	175.19
资产总额（亿元）	1660.26	1709.78	1774.01
所有者权益（亿元）	584.23	626.15	662.16
短期债务（亿元）	192.63	168.75	153.25
长期债务（亿元）	597.94	612.10	663.79
全部债务（亿元）	790.57	780.85	817.04
营业总收入（亿元）	199.19	174.64	36.39
利润总额（亿元）	3.71	7.28	-1.17
EBITDA（亿元）	52.27	56.92	--
经营性净现金流（亿元）	-4.69	56.83	0.42
营业利润率（%）	7.46	11.05	8.42
净资产收益率（%）	0.50	0.74	--
资产负债率（%）	64.81	63.38	62.67
全部债务资本化比率（%）	57.50	55.50	55.24
流动比率（%）	197.01	214.80	232.78
经营现金流动负债比（%）	-1.13	15.11	--
现金短期债务比（倍）	0.74	0.90	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.78	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.12	13.72	--

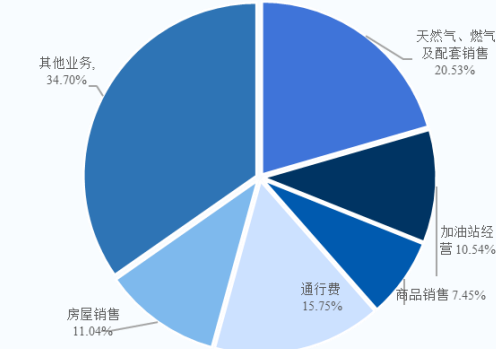
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	330.91	271.29	269.96
所有者权益（亿元）	179.55	137.38	136.99
全部债务（亿元）	144.27	126.95	125.99
营业总收入（亿元）	0.16	0.07	0.00
利润总额（亿元）	0.11	-1.14	-0.40
资产负债率（%）	45.74	49.36	49.26
全部债务资本化比率（%）	44.55	48.03	47.91
流动比率（%）	1387.35	1006.34	1108.53
经营现金流动负债比（%）	-327.70	419.62	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 将公司其他流动负债及长期应付款中有息部分纳入全部债务核算
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

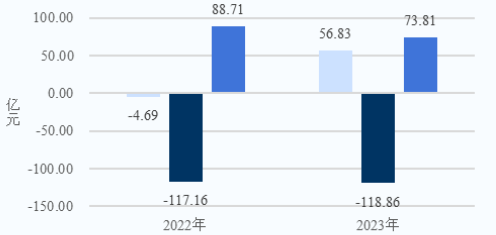
2023 年底公司资产构成



2023 年公司收入构成

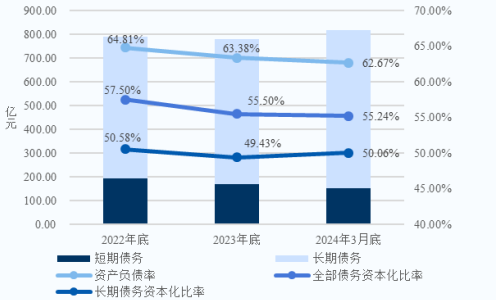


2022—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2022—2024 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

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

注：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
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	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	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/26	刘亚利 吴 茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
20 嘉投 01	AAA/稳定	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/稳定	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号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘亚利 liuyali@lhratings.com

项目组成员：吴 茵 wuyin@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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，公司股权结构未发生变化。截至 2023 年底，公司注册资本及实收资本均为 50.36 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 95.48%，浙江省财务开发有限责任公司持股 4.52%，公司实际控制人仍为嘉兴市国资委。

跟踪期内，公司主要业务板块包括公用事业、交通运营、城市运营和商贸流通等，受资产整合影响不再经营纸制品销售和煤炭贸易等业务。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设战略投资部、风控审计部、融资管理部和计划财务部等职能部门；纳入合并范围的主要子公司共 12 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 1709.78 亿元，所有者权益 626.15 亿元（含少数股东权益 190.17 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 174.64 亿元，利润总额 7.28 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 1774.01 亿元，所有者权益 662.16 亿元（含少数股东权益 199.54 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 36.39 亿元，利润总额-1.17 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：李建国。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，募集资金均已全部使用，跟踪期内公司按时足额支付当期利息。

图表 1• 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 嘉投 01	10.00	10.00	2020/03/17	5 年
20 国投 01	8.00	8.00	2020/01/16	5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

1 城市基础设施建设行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 天然气行业分析

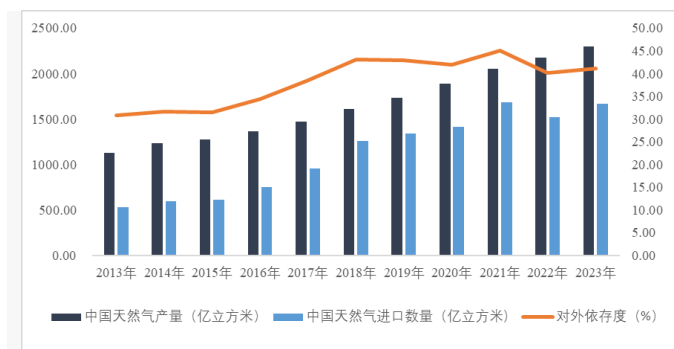
2023 年全球天然气市场供需趋于宽松，天然气价格高位回落。国内天然气产量和表观消费量平稳提升，但对外依存度仍较高。随着配套基础设施的建设推进，以及油气管网设施市场化运作程度提高，未来中国储气调峰能力稳步提升，季节性供需矛盾预计将持续得到缓解。天然气行业市场化改革持续推进，但仍存在定价机制未完全理顺、气源供应不足等问题。长远来看，我国天然气需求仍将快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、储气调峰能力等将得到有效改善。

（1）供需格局

2023 年以来，因俄乌冲突导致结构性供需失衡的国际天然气市场逐步实现再平衡，全球天然气市场供需趋于宽松。2023 年，全球天然气产量为 4.28 万亿立方米，同比增长 0.8%。其中美国产量为 1.15 万亿立方米，同比增长 3.3%；俄罗斯产量为 6420 亿立方米，同比下降 4.5%。受全球经济增长动能不足和气温偏高等因素影响，全球天然气消费市场缓慢恢复，2023 年，天然气消费量为 3.96 万亿立方米，同比增长 0.5%。

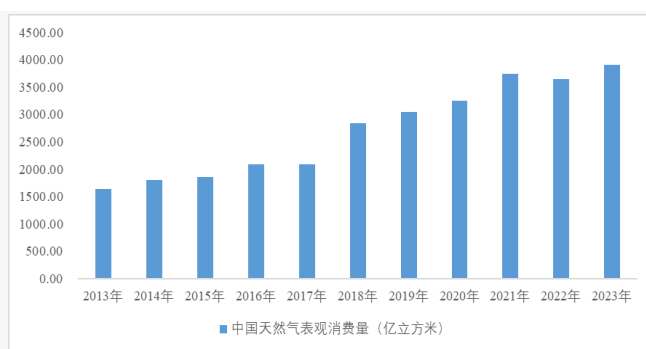
在清洁取暖、煤改气、双碳等政策下，中国不断扩大天然气使用范围，天然气产量及表观消费量呈增长趋势，2023 年我国天然气产量及表观消费量分别为 2297.11 亿立方米和 3900.35 亿立方米，同比分别增长 5.47% 和 7.21%。国产天然气供给远不及消费需求增长，进口依赖程度整体呈提升态势，2023 年我国天然气对外依存度 41.11%。2023 年我国全年天然气进口量 1668.12 亿立方米，同比增长 9.82%；LNG 进口量同比增长 12.42%。近年来，国内燃气供应商与国际能源供应商陆续签订 LNG 中长期购销协议，未来我国 LNG 长协供应有望增加。同时，2022 年 2 月俄罗斯天然气工业股份公司与中国石油天然气集团公司签署新的天然气长期供应协议，将中俄东线供应能力由 380 亿方/年提升至 480 亿方/年；2022 年 7 月蒙古国宣布中俄天然气管道“西伯利亚力量 2 号”（即中俄中线）将于 2024 年开工，2030 年投产，设计运力 500 亿方/年；未来管道气进口量有望增加。

图表 2 • 我国天然气产量、进口量等情况



资料来源：Wind

图表 3 • 我国天然气表观消费量



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总体呈现快速增长的趋势，但 2022 年我国天然气表观消费量 3836.12 亿立方米，同比下降 2.72%，主要由于需求端受国内经济下行压力增大影响；供应端受俄乌局势影响，欧洲天然气供需矛盾激化，天然气现货价格提升至历史高位，对消费量增长有所抑制。预计未来随着工业用气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。

配套基建方面，截至 2023 年底，中国在役储气库（群）29 座，形成储气调峰能力 230 亿立方米，同比增长 19.8%；全国已投运 LNG 接收站 28 座，总接卸能力达 1.16 亿吨 / 年。管道铺设方面，“全国一张网”和全国储气能力建设加快推进，2022 年底，全国长输天然气管道总里程 11.8 万千米（含地方及区域管道）。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。

（2）天然气价格

2022 年，乌克兰危机引发的地缘政治风险成为全球天然气市场格局调整的主要诱因，在欧美俄制裁与反制裁的背景下，全球天然气价格大幅飙升，国际天然气市场格局明显调整。2023 年，天然气市场供需趋于宽松，整体库存水平高于往年，加之全球经济增长动能不足、工业用气需求疲弱等，国际天然气价格高位回落。

图表 4 • 全球天然气价格走势



资料来源：Wind

（3）行业政策

燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家陆续出台鼓励天然气有序发展的相关政策，行业发展前景良好。为促进上下游的充分竞争，建立市场配置资源的价格机制，近年来，国家持续推动天然气行业市场化改革，包括管输体制改革、建立天然气上下游价格联动机制等。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，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。

图表 5 • 近年来中国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2021 年 5 月	《关于“十四五”时期深化价格体制改革行动方案的通知》	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
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
2022 年 5 月	《关于完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制的指导意见》	明确了气化服务价格的定义及内涵，对定价方式、方法、校核周期、其他衍生服务价格管理等内容作了规范；可以概括为“四个统一”：统一定价方式、统一定价项目、统一定价方法、统一重要参数和“一个明确”：明确价格校核周期
2022 年 6 月	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）》	对城市燃气管道等老化更新改造作了顶层设计和总体部署，明确了 2025 年底前，基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务的工作目标。

2023 年 6 月	《关于健全建立天然气上下游价格联动机制的指导意见》	指导各地加快建立上下游价格联动机制，进一步完善天然气价格形成机制，促使终端价格及时反映市场与成本变化
2023 年 12 月	《关于印发空气质量持续改善行动计划的通知》	大力发展新能源和清洁能源，到 2025 年，非石化能源消费比重达 20%左右，电能占终端能源消费比重达 30%左右。持续增加天然气生产供应，新增天然气优先保障居民生活和清洁取暖需求

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）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，城市燃气分销商存在无法及时通过售价传导成本上涨的风险。

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，我国对进口天然气的依赖程度很高。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，城市燃气行业运行易受国际天然气价格影响。近年来，受多方因素影响，国际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。

（5）行业发展

长远来看，我国天然气需求仍将快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、储气调峰能力等将得到有效改善。作为一种清洁能源，天然气的使用便捷性及环保性均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。根据《“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 区域环境分析

嘉兴市是长三角城市群重要城市，长三角一体化为嘉兴市带来良好的发展机遇。作为制造业大市，嘉兴市纺织服装、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，新能源、新材料和高端装备等新兴产业发展较快。近年来，嘉兴市经济运行较为平稳，固定资产投资稳定增长，一般公共预算收入有所波动，受房地产行业下行影响政府性基金收入下滑明显。

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。嘉兴市下辖 2 区 2 县 3 县级市，陆地面积 3915 平方公里。作为沪杭、苏杭交通干线中枢，嘉兴市交通便利。截至 2023 年底，嘉兴市常住人口 558.40 万人，较上年底增加 3.30 万人，其中城镇人口 408.47 万人，人口城镇化率为 73.2%，较上年底提高 0.8 个百分点。

2017 年，浙江省政府同意嘉兴设立浙江省全面接轨上海示范区，嘉兴市把接轨上海与“一带一路”、长江经济带建设等国家重大战略结合起来，全力推进浙江省全面接轨上海示范区建设，将嘉兴打造成为全球卓越城市周边的具有国际化品质的现代化网络型田园城市。2018 年，长三角一体化上升为国家战略，为嘉兴市发展带来良好的机遇。

嘉兴市为制造业大市，工业经济占地区生产总值的比重高。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。近年来，嘉兴市推动传统产业转型升级，发展战略性新兴产业，培育“135N”先进制造业集群，“1”是指桐乡新材料 1 个全球性制造业集群；“3”是指秀洲光伏新能源、嘉善集成电路、海盐核电关联及核技术应用 3 个全国性制造业集群；“5”是指南湖微电子、平湖高档数控机床、海宁泛半导体、嘉兴经济技术开发区健康食品、嘉兴港区氢能 5 个长三角区域性制造业集群；“N”是指各县（市、区）根据产业基础，培育 1~2 个特色制造业集群，以构建具有国际竞争力的现代产业体系。

近年来，嘉兴市经济持续增长，工业经济稳定发展，固定资产投资稳定增长。受留抵退税等因素影响，嘉兴市一般公共预算收入有所波动，但税收收入占比高，财政自给能力较强；房地产市场持续下行，房企拿地意愿不强，导致政府性基金收入持续下降，2023 年嘉兴市政府性基金收入同比下降 32.4%。同时，为满足政府投资需求，嘉兴市地方政府债务余额较快增长，政府债务负担较重。

图表 6 • 嘉兴市主要经济财政债务数据

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	6355.28	6739.45	7062.45
GDP 增速（%）	8.5	2.5	6.3
人均 GDP（万元）	11.63	12.18	12.69
三次产业结构	2.1：54.3：43.6	2.1：55.2：42.7	2.0：54.2：43.8
固定资产投资增速（%）	6.2	7.2	7.4
一般公共预算收入（亿元）	674.80	596.47	632.02
税收收入占比（%）	90.44	87.77	88.10
财政自给率（%）	85.02	72.06	76.42
政府性基金收入（亿元）	1010.74	855.04	578.19
地方政府债务余额（亿元）	1319.03	1626.10	1988.19

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《嘉兴市能源发展“十四五”规划》，嘉兴市将全方位构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系，扩大天然气消费，明确天然气作为煤炭的替代过渡能源，工业领域继续开展煤改气，鼓励燃煤热电企业开展实施天然气改造。到 2025 年，天然气储气能力达到 1.22 亿立方，天然气消费量达到 25.8 亿方。随着工业煤改气进程的加速及城镇化带来的气量增长，嘉兴市天然气消费量未来仍有一定增长空间。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，联合资信未发现公司存在重大失信行为。

公司是嘉兴州市属重要的国有资本运营平台，跟踪期内，公司仍承担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。

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 2024 年 6 月 14 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。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2024 年 6 月 18 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、证券期货市场严重违法失信行为、重大税收违法失信行为以及被行政处罚的行为。

（二）管理水平

公司法人治理结构完善、管理体制健全，跟踪期内未发生重大变化。根据公司 2023 年 7 月发布的相关公告，李建国先生任公司董事长，俞益平先生、朱鸿涛先生任公司副总经理，莫放路先生不再担任公司董事、副总经理；魏栋先生不再担任副总经理。相关人员变动为正常人事调整，对公司经营管理无重大不利影响。

（三）重大事项

公司根据嘉兴市人民政府安排进行资产整合，致力于优化国资布局、聚焦主责主业、提升公司经营能力，联合资信将对资产整合给公司经营管理带来的影响保持关注。

2023 年 7 月，公司发布《浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司关于资产整合的公告》（以下简称“公告”）。公告称，根据嘉兴市人民政府统一部署，公司拟将持有的子公司嘉兴市嘉实金融控股有限公司（现更名为嘉兴市嘉国金投控股集团有限公司，以下简称“嘉国金

投”) 49%股权和浙江嘉兴数字城市实验室有限公司(以下简称“嘉数公司”) 51%股权无偿划转至嘉兴市产业发展集团有限公司(以下简称“产业集团”);拟将公司子公司嘉兴市高等级公路投资有限公司(以下简称“嘉高公司”)持有的嘉兴市实业资产投资集团有限公司(以下简称“嘉实集团”) 100%股权无偿划转至产业集团。以上股权划转完成后,公司持有嘉数金投 51%股权,仍将其纳入公司合并报表;嘉数公司和嘉实集团不再纳入合并报表。

嘉实集团主要从事自产卷烟纸、煤炭和油品贸易、房屋出租、房产销售及检测服务等业务;嘉数公司经营范围包括智慧城市规划、设计、咨询,大数据、云计算、人工智能、物联网、通信电子领域内的技术开发及服务。根据经审计的 2022 年财务报表测算,上述资产整合对公司主要财务数据影响如下表所示。

图表 7 • 本次资产整合划出子公司对公司 2022 年(底)财务报表数据影响(单位:亿元)

财务指标	公司	嘉实集团	嘉数公司	影响合计	占比(%)
		(1)	(2)	(3)	(4) = (2) + (3)
总资产	1646.48	97.17	8.87	106.04	6.44
净资产	572.48	23.45	4.92	28.37	4.96
营业总收入	199.82	38.92	4.51	43.43	21.73
净利润	2.24	0.23	0.13	0.36	16.07

注:嘉实集团 100%股权无偿划转至产业集团前,需将嘉实集团持有的 2 家全资子公司嘉兴市恒泰特种设备检测有限公司和嘉兴市方圆检测技术有限公司 100%股权无偿划转至公司下属一级子公司长三角(嘉兴)城乡建设设计集团有限公司,因此所列财务数据为剥离有关子公司后的金额

资料来源:联合资信根据公司公告整理

此外,嘉兴市国资委拟将持有的嘉兴高新集团有限公司(以下简称“高新集团”) 6.78%股权和嘉兴市文化体育建设投资经营有限公司 100%股权无偿划转至嘉高公司,用于充实公司资产规模,减少子公司股权无偿划出的影响。

(四) 经营方面

1 业务经营分析

受资产整合影响,2023 年公司收入结构有所调整,无纸制品销售和信息系统集成等收入,商品销售收入大幅下降。具体来看,天然气业务销售量减少及销售价格下调导致收入明显下降;受益于出行环境改善及车流量提升,通行费及加油站经营收入等较快增长;房地产项目集中交付带动房屋销售收入大幅增长。2023 年,公司天然气、固废处理业务毛利率提升及水务运营业务毛利率改善带动公用事业板块毛利率转正,交通运营板块毛利率增幅明显,城市运营板块毛利率变动不大,其他业务板块毛利率下降较为明显,综合影响下公司整体毛利率小幅提升。

图表 8 • 公司营业总收入构成及毛利率情况(单位:亿元)

业务板块		2022 年			2023 年		
		收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
公用事业	天然气、燃气及配套销售	52.14	26.18	1.89	35.85	20.53	2.82
	水务运营	11.63	5.84	-18.07	14.28	8.18	-7.15
	固废处理	6.96	3.49	9.68	7.59	4.35	20.21
	公共交通	0.21	0.10	-1934.06	0.31	0.18	-1129.10
	加油站经营	14.26	7.16	13.58	18.40	10.54	11.89
	小计	85.20	42.78	-2.92	76.43	43.76	0.26
商贸流通	混凝土销售	0.66	0.33	0.40	0.95	0.55	0.42
	商品销售	28.01	14.06	2.85	13.01	7.45	7.20
	小计	28.67	14.39	2.80	13.97	8.00	6.74
交通运营	通行费	22.26	11.18	26.12	27.51	15.75	30.74
	服务区	0.30	0.15	62.19	1.06	0.61	61.33
	运输劳务	0.87	0.44	-183.92	0.81	0.47	-197.24
	小计	23.43	11.76	18.76	29.39	16.83	25.54
造纸业	纸制品销售	16.53	8.30	12.24	--	--	--

	小计	16.53	8.30	12.24	--	--	--
城市运营	受托代建	1.87	0.94	4.49	1.07	0.61	4.52
	工程施工	15.54	7.80	17.27	12.24	7.01	14.59
	土地整理	2.22	1.11	42.53	3.38	1.94	39.23
	房屋销售	7.37	3.70	26.57	19.27	11.04	19.20
	房屋出租	1.26	0.63	65.32	0.82	0.47	76.09
	小计	28.26	14.19	22.98	36.78	21.06	20.34
旅游产业	旅游服务	3.45	1.73	46.48	5.39	3.09	50.24
	小计	3.45	1.73	46.48	5.39	3.09	50.24
其他	驾驶培训	0.67	0.34	13.83	0.65	0.37	14.97
	加油站出租	0.02	0.01	78.10	--	--	--
	市政规划设计	2.30	1.16	32.70	4.19	2.40	26.99
	信息系统集成	4.51	2.27	13.83	--	--	--
	检测	0.89	0.45	40.05	0.45	0.26	41.41
	其他	5.25	2.63	39.87	7.38	4.23	9.08
	小计	13.64	6.85	28.82	12.68	7.26	16.46
合计		199.19	100.00	8.41	174.64	100.00	11.98

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，与下文各主营业务形成收入略有差异
 资料来源：公司年报

1. 天然气业务

公司公用事业板块包括天然气业务、水务业务、加油站经营及固废处理等，具有区域专营优势。2023 年，受管销分离影响，公司天然气销售量减少，叠加销售价格下调，天然气业务收入明显下降，但业务盈利水平有所提升；公司气源结构单一，同时天然气采购价格存在不确定性，需关注其价格波动及区域天然气市场化改革持续推进对公司燃气业务经营可能产生的影响。供水业务经营稳定，政府补助计入营业收入带动水务业务毛利率改善，但整体仍处于亏损状态；固废处理和加油站经营业务稳健发展。公用事业板块在建拟建项目尚需投资规模不大。

天然气、燃气及配套销售业务

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）。

燃气采购方面，2022 年 11 月，公司天然气唯一采购源由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。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”）等城市燃气企业，由城市燃气企业将天然气销售给终端用户，同时管网公司也向直供单位供应天然气。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。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。

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《关于完善嘉兴市区及港区非居民天然气上下游价格联动机制的通知（试行）》，嘉兴市区及港区非居民用气终端销售价格与天然气综合采购成本联动调整，终端销售价格=气源综合价格+输配气价格，原则上 3 个月为一个联动调整周期。居民用气终端销售价格采用听证会形式进行调整。

图表 9• 公司天然气销售价格情况（单位：元/立方米）

客户类型	2021 年	2022 年	2023 年
居民用户	2.38	3.99	3.49
商业用户	2.38	3.99	3.49

工业用户	2.38	3.99	3.49
------	------	------	------

资料来源：公司年报

随着浙江省实现天然气管销分离，公司天然气业务模式亦发生变化，除面向下游客户直接销售天然气外，还可以利用天然气管网代输天然气，代输天然气时公司仅收取管输费，管输费由政府物价部门根据公司运营成本加合理回报确定。2023 年，公司下游主要客户燃气集团开拓了其他气源，部分天然气销售变更为天然气代输，受此影响公司天然气销售量和采购量均明显下滑。随着天然气供需市场逐步恢复再平衡，公司天然气采购价格有所下降，天然气销售价格同步向下调整，导致天然气采购合同总价及销售收入同比分别下降 30.62%和 30.19%。未来天然气采购成本仍存在不确定性，将对公司燃气业务经营带来一定的压力。此外，浙江省天然气市场化改革逐步深入，需关注其对公司燃气业务经营产生的影响。

图表 10• 公司天然气采购和销售情况

项 目	2022 年	2023 年
采购数量（亿立方米）	12.83	9.88
平均采购价格（元/立方米）	3.99	3.59
采购合同总价（亿元）	51.17	35.50
天然气销售量（亿立方米）	12.85	9.93
天然气平均销售价格（元/立方米）	3.71	3.35
天然气销售收入（亿元）	47.72	33.31

注：上表中采购价格为含税价格，销售价格为不含税价格

资料来源：公司年报

管网建设方面，截至 2023 年底，管网公司已建成天然气管网总长度 1526.05 公里，其中高压管线已全部建成，长度为 177.00 公里，中低压管线长度为 1349.05 公里；管网公司主要的在建管网项目预计总投资 8.42 亿元，累计投资 2.99 亿元；暂无拟建项目。在建管网项目根据用户需求、规划道路或房地产项目建设逐步配套实施，受部分规划道路及房地产项目建设不达预期影响，公司部分在建管网项目已超过计划建设周期。

图表 11• 截至 2023 年底公司在建管网项目情况（单位：万元）

项目名称	计划建设周期	计划总投资额	已投资额
嘉兴市域天然气高压管网系统完善一期工程	2022-2024	68102.00	22487.00
嘉兴市区 2019 年度天然气中低压输配工程	2019-2023	3652.85	2172.44
嘉兴市天然气管网经营有限公司约 22 公里天然气中低压管道项目	2021-2024	1753.45	476.96
2022 年天然气居民用户配套工程	2022-2023	1800.00	2849.40
嘉兴市天然气管网经营有限公司约 70 公里天然气中低压管道项目	2023-2026	7110.86	890.32
2023 年天然气居民用户配套工程	2023-2024	1800.00	1065.60
合计	--	84219.16	29941.72

资料来源：公司提供

水务业务

供水业务方面，公司子公司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。2023 年，水务集团供水能力、供水总量、售水总量及客户结构相对稳定，管网漏损率有所下降。

图表 12• 水务集团自来水供应业务运营数据

项目	2022 年	2023 年
自来水厂数量（个）	2	2
供水能力（万吨/日）	75.00	75.00
平均供水量（万吨/日）	42.88	43.43
供水总量（万吨）	15651.41	15853.18
售水总量（万吨）	13677.85	14088.20

管网漏损率（%）	6.47	4.95
----------	------	------

资料来源：公司提供

图表 13 • 公司售水结构情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
居民生活用水	46.70%	47.97%	48.17%
工商业用水	49.70%	41.33%	48.52%
特种行业用水	0.50%	0.42%	0.43%
其他	3.10%	10.28%	2.88%
合计	100.00%	100.00%	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。截至 2023 年底，公司污水处理总服务区域面积 1860 平方公里，服务人口 250 万人，处理能力为 60 万吨/日。2023 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。

图表 14 • 污水公司污水处理业务运营情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
污水排放总量（万吨）	18746.74	15197.07	18764.89
污水处理总量（万吨）	18746.74	15197.07	18764.89
污水管网长度（公里）	136.76	200.00	216.00
平均污水处理率（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

价格方面，2023 年至今，嘉兴市供水价格及污水处理价格未进行调整。

图表 15 • 截至 2024 年 3 月底公司供水价格（单位：元/立方米）

项目		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

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。市域外配水工程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 2023 年底，原水公司年度原水供应能力为 2.30 亿立方米，原水售价自 2023 年 7 月 1 日由 4.68 元/立方米调整至 3.30 元/立方米。2023 年售水量 15389.68 万吨，售水金额 5.98 亿元。原水公司自千岛湖取水，2023 年水资源费降至 1.75 元/立方米，因水资源费仍处于较高水平，2023 年原水公司净利润-14643.41 万元。2023 年，公司水务业务获取政府补助 3752 万元左右，公司将其计入营业收入，带动水务业务毛利率有所改善。

截至 2023 年底，水务集团主要在建项目计划总投资 31.93 亿元，尚需投资 13.23 亿元。

图表 16• 截至 2023 年底公司水务板块主要在建项目情况（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	2023 年 1 月-2024 年 5 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	2.41	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
南湖工业水厂项目（一期）	供水	2022 年 9 月-2024 年 5 月	2.04	1.80	新建 1 座工业水厂，包括常规处理和污泥处理工艺
南湖工业水厂配套管网工程	供水	2022 年 9 月-2024 年 5 月	0.51	0.51	配套建设给水管道，全长约 5.41km，管径为 DN300-DN1200
水环境提升修复工程	/	2022 年 4 月-2024 年 9 月	16.00	8.12	降浊活水、内源治理、水生态恢复、日常养护
合计	--	--	31.93	18.70	--

资料来源：公司提供

固废处理业务

公司固废处理业务由水务集团子公司嘉兴市固体废物处置有限责任公司（以下简称“固废处置公司”）负责运营，固废处置公司负责嘉兴市危险废物处置中心项目的建设和运行管理工作，通过对工业危险废物采用回转窑焚烧与综合利用处置，最终实现危险废物减量化、资源化、无害化。固废处置公司展业范围以嘉兴市域为主，同时兼顾周边危废市场整体需求，目前核准的经营范围是可收集、贮存、利用、处置危险废物为《国家危废名录》46 个大类中的 14 个大类 214 个小项，核准处置量为 4.1 万吨/年（其中回转窑焚烧处置 3.6 万吨/年，铁皮桶破碎清洗综合利用 0.5 万吨/年）。截至 2023 年底，固废处置公司累计处置危废 17 万余吨；2023 年，公司固废处理业务实现收入 7.59 亿元，随着规模效应显现毛利率小幅提升。

加油站经营业务

截至 2023 年底，公司经营高速公路加油站 12 座、市区加油站 5 座，此外公司还建设运营 LNG 加气站、充电站和充电终端等。2023 年，受高速公路车流量增长影响，公司加油站经营业务实现收入同比明显增长；受油品采购价差收窄影响，毛利率有所下降。

（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，项目投入对公司资金占用较大，房地产项目整体去化情况一般；在建、拟建项目尚需一定规模投资，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兴市湘家荡发展投资集团有限公司（以下简称“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，跟踪期内，嘉城集团受托代建业务和展业范围未发生变化，仍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。嘉兴市政府根据嘉城集团当年整体受托市政工程建设及土地整理项目数量、规模、资金支付计划等，将建设资金支付给嘉城集团。2022 年，嘉城集团收到土地整理和市政工程项目回款合计 36.95 亿元；2023 年，嘉城集团未提供相关数据。

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 2023 年底，嘉城集团主要在建代建项目预计总投资 4.76 亿元，尚需投资规模不大；无拟建项目。嘉湘集团主要在建代建市政项目较为零散，计划总投资 30.18 亿元，尚需投资 7.91 亿元；在建自营项目包括湘家荡小微企业园、中建混凝土厂房及码头配套建设、湘家荡 4A 级景区提升改造工程、湘家荡数字化工厂（二期）等，计划总投资 5.85 亿元，尚需投资 2.64 亿元。

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，嘉城集团通过城市有机更新，对土地进行平整清理，达到土地出让的要求。资金平衡方面，嘉兴市政府根据嘉城集团当年整体土地平整的数量、规模等因素，将项目建设资金拨付给嘉城集团，由此实现滚动开发。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。2023 年，嘉湘集团移交土地面积 142.34 亩，涉及总投资 1.76 亿元，回笼资金 3.69 亿元。截至 2023 年底，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 1754.65 亩，累计已完成投资 22.74 亿元。

截至 2023 年底，公司主要在建土地整理项目总投资 110.89 亿元，尚需投资 4.03 亿元；嘉城集团在建土地整理项目已投资超出总投资，主要系工作经费及拆迁补偿款超出预期所致。

图表 17• 截至 2023 年底公司主要在建土地整理项目（单位：亿元）

项目名称		计划总投资	已投资
嘉城集团	外贸宿舍区块	4.00	4.16
	百花区块	35.73	36.70
	二毛二村区块	14.91	15.75
嘉湘集团	湘家荡景区环湖区域	14.20	12.50
	七星街道区域	22.10	18.80
	东栅街道区域	19.95	18.95

资料来源：公司提供

房地产开发

公司房地产开发业务主要由嘉城集团和嘉湘集团负责。其中，嘉城集团房地产开发项目包括列入市政工程项目的安置房建设销售以及自营性质的商品房开发项目。其中，安置房用地为划拨地，安置用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；截至 2023 年底，嘉城集团安置房项目已基本销售完毕。嘉湘集团负责湘家荡区域的开发建设，承担了区域范围内的征迁安置及安置房销售职能。随着项目陆续进行竣工结算，嘉湘集团安置安置房项目基本安置完毕，故近年来无安置房销售收入。2022 年以来公司确认房屋销售收入主要来源于嘉城集团房地产开发项目。截至 2023 年底，公司主要在售房地产项目总投资 84.49 亿元，建筑面积 62.73 万平方米，销售回款 44.53 亿元，南都大厦、府林绿都和华梦锦园等项目销售进度较慢；主要在建/拟建房地产项目均为住宅项目，计划总投资 136.31 亿元，已投资 73.96 亿元，可售面积 92.21 万平方米，已实现销售回款 46.07 亿元，在建项目销售进度尚可；东悦府项目已基本完工，但因销售方案尚未确定，仍未启动销售，待销售方案确定后将进行准现房销售。

图表 18• 截至 2023 年底嘉城集团主要在售房地产项目情况（单位：亿元、平方米）

项目名称	项目类别	总投资	建筑面积	销售进度（%）	销售回款
南都苑	住宅	3.08	29600.00	99.00	1.78
南都大厦	商办	26.68	3700.00	54.00	1.96
融通商务中心	商办	3.78	79600.00	92.00	3.37
和润商厦	商办	3.33	22400.00	100.00	1.24
府林绿都	商办	0.68	9600.00	40.00	0.25
华梦锦园	住宅	24.30	284600.00	33.99	11.26
静安府	住宅	22.64	197799.00	98.12	24.67
合计	--	84.49	627299.00	--	44.53

资料来源：公司提供

图表 19• 截至 2023 年底嘉城集团主要在建/拟建房地产项目情况（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	累计销售金额
东悦府	嘉兴市国际商务区	商品房	19.63	9.19	14.03	2021-2024	--
润府	嘉兴市长水街道	商品房	26.68	16.97	22.72	2021-2024	21.04
静安府	嘉兴市秀洲区高照街道	商品房	22.64	15.37	20.15	2021-2024	25.03
鸣翠府	嘉兴市城东路以西、东升路以南	商品房	24.13	25.49	12.01	2023-2025	--
枫杨 1 号地块项目（2023 南-017 号地块）	东至东塔路，南至桂林坊小区，西至天枫路，北至滨河路	商品房	11.45	5.56	4.17	2024-2026	--

枫杨 2 号地块项目	西侧至新湖绿都，南侧至二毛三村围墙，东侧至天枫路，北侧至公园绿地	商品房	5.94	3.26	0.11	2024-2026	--
嘉兴南湖百花未来社区（北区）	东至城北路、南至规划支路三、西至规划百花路、北至新生路	商品房	15.08	6.68	0.65	2024-2026	--
嘉兴南湖百花未来社区（南区）	东至城北路及现状龙鑫公寓小区、南至东升东路及现状羽绒路、西至规划百花路、北至规划支路三	商品房	10.76	9.69	0.12	2024-2026	--
合计	--	--	136.31	92.21	73.96	--	46.07

资料来源：公司提供

（3）交通运营板块

跟踪期内，公司持有路产规模未发生变化，2023 年日均车流量及通行费收入均有所提升，单公里通行费水平高，路产效益好。公交客运业务仍处于亏损状态，依赖政府补贴。在交通类项目及自营项目尚需投资规模较大。

公司交通运营业务主要由嘉通集团负责，跟踪期内，公司控股路产里程成为 267.23 公里。受益于出行环境改善，2023 年，公司日均车流量及通行费收入均有所提升，单公里通行费收入达 1020.96 万元/年，路产效益好。

图表 20•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	2022 年		2023 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	24.79	2008 年	25	21851.51	69035	28773.16	86445
杭州湾北岸连接线二期	27.55	2020 年	15	39225.60	98254	45579.53	108009
嘉绍高速北接线	43.26	2013 年	15	51418.71	76266	61329.26	88225
杭浦高速浙江段	112.53	2008 年	25	60921.20	42734	76123.16	51150
申嘉湖高速嘉兴段	59.10	2008 年	25	47625.43	61172	61077.62	74602
合计	267.23	--	--	221042.45	347461	272882.73	408431

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。客运业务由于公益性强而持续亏损，盈亏平衡仍依赖政府补助；2023 年，公司客运量及行驶里程均有所提升，客运量增长主要来自城乡公交，因城乡公交收费水平低、运营成本较高，公司客运业务亏损有所扩大。

图表 21• 公司客运业务情况

项目	2022 年	2023 年
客运量（万人次）	937.83	1326.4
行驶里程（万公里）	2873.21	3459.02
客运收入（亿元）	0.82	0.74
客运业务毛利（亿元）	-1.53	-1.65
财政补贴（亿元）	1.45	1.27

资料来源：公司提供

作为嘉兴市重要的交通投资建设和运营主体，除建设运营收费公路外，嘉通集团还负责市政道路的投资建设。截至 2023 年底，嘉通集团主要在建项目为快速路项目及自营的嘉兴南湖未来广场项目等，快速路项目资金来源为政府性资金，嘉兴南湖未来广场项目资金来源为自筹。嘉兴南湖未来广场为大型商业综合体项目，建成后通过运营实现资金平衡，运营方式尚未确定。

图表 22 •截至 2023 年底嘉通集团主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	工期	资金来源
S302 平湖至安吉公路平湖平善大道至南湖嘉南公路段改建工程（一期）	54.69	21.27	36 个月	政府资金
嘉兴市市区快速路环线工程（三期二阶段）	31.83	5.61	36 个月	政府资金
嘉兴市市区快速路环线工程（三期一阶段）	26.83	18.73	40 个月	政府资金

S207 秀洲至仙居公路三店塘互通及接线改建工程	14.44	4.80	36 个月	政府资金
嘉兴南湖未来广场项目	31.01	15.91	48 个月	自筹
合计	158.80	66.32	--	--

资料来源：公司提供

除公路项目外，子公司嘉兴市铁路与轨道交通投资集团有限责任公司（以下简称“嘉兴铁投”）负责嘉兴市轨道交通建设运营，截至 2023 年底，嘉兴铁投运营项目为有轨电车 T1 线；2023 年，有轨电车累计开行 76520 载客列次，总运营里程 111.13 万公里，共计发送乘客 272.34 万人次，日均发送客流 7461 人次，同比增长 143.03%。票务收益 367.98 万元，同比增长 182.19%。时刻表兑现率 99.95%，正点率 99.72%，高峰时间最小发车间约 5 分钟，平均车速 21km/h。截至 2023 年底，嘉兴铁投主要在建项目为嘉兴至枫南市域铁路等，计划总投资 193.66 亿元，尚需投资 155.58 亿元。

图表 23 •截至 2023 年底嘉兴铁投主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	建设周期	2024 年计划投资
嘉兴至枫南市域铁路	168.76	20.37	2022-2028	19.36
嘉兴至枫南市域铁路控制性节点工程（嘉兴南站）	5.62	2.96	2022-2028	1.20
有轨电车一期	19.28	14.75	2020-2024	0.55
合计	193.66	38.08	--	--

资料来源：公司提供

（4）商贸流通板块

资产整合后，公司商贸流通板块收入以电力设备销售收入为主，下游客户主要为国家电网系企业，回款较为及时，客户集中度较高。

资产整合后，公司不再产生纸制品销售收入和煤炭贸易相关收入，商品销售收入主要为电力设备销售收入等。公司商品销售业务的运营主体为嘉城集团子公司浙江嘉恒科创有限公司（以下简称“嘉恒科创”），嘉城集团于 2020 年底收购嘉恒科创并将其纳入合并范围，嘉恒科创业务可分为电力设备销售及电力专用设备建设安装两部分，电力设备销售模式为以销定产，产品以定制设备为主，采用现金结算，下游客户主要为国家电网系企业，回款较为及时；电力设备建设安装业务模式为通过市场化招投标承揽项目，按工程进度确认收入，并根据工程合同约定进行结算。嘉恒科创主营产品包括高低压成套开关设备、20kV 及以下中压环网开关设备、紧凑型智能箱式变电站、交直流智能充电桩、20kV 及以下跌落式熔断器等。2023 年，嘉恒科创前五大供应商集中度不高，前五大客户集中度较高。

图表 24 • 2023 年电力设备前五大供应商及客户情况（单位：亿元）

供应商名称	采购金额	采购金额占比 (%)	客户名称	销售金额	销售金额占比 (%)
浙江嘉韵电气设备有限公司	0.83	10.94	嘉兴市恒光电力建设有限责任公司南湖分公司	1.69	19.64
海宁开关厂有限公司	0.63	8.30	嘉兴市恒光电力建设有限责任公司秀洲分公司	1.56	18.19
杭州电力设备制造有限公司	0.34	4.46	国网智联电商有限公司	1.21	14.06
浙江新跃电气有限公司	0.27	3.58	海宁市金能电力实业有限公司	1.13	13.17
杭州联恩电气有限公司	0.27	3.54	嘉善恒兴电力建设有限公司	1.03	11.99
合计	2.34	30.82	--	6.62	77.05

资料来源：公司提供

（5）旅游业务

公司围绕南湖旅游区开展旅游业务，受益于客流量提升及旅行社业务拓展等，公司旅游业务收入增长较快。在建拟建项目尚需投资规模较大，未来存在较大资金支出压力。旅游项目投资回收周期较长，需关注项目建成后运营情况。

公司旅游板块主要围绕南湖旅游区开展，由嘉城集团负责运营；近年来，公司旅游业务板块收入主要由景区运营、景区配套出租、餐饮、客房、文创等收入。公司拥有南湖景区运营权，根据《嘉兴市人民政府关于印发 2020 年市政府民生实事项目的通知》（嘉政发〔2020〕12 号），南湖景区自 2020 年 7 月 1 日起向全社会免费开放，取消景区门票，保留渡船费 20 元/人。2023 年，嘉兴南湖景区参观人流量增长至 136.30 万人次；受益于客流量提升，旅行社业务和红色培训业务拓展等，嘉城集团实现旅游业务收入 52471.01 万元，同比增长明显。景区配套出租方面，公司出租物业包括月河街区、梅湾街区、芦苇汇街区及南湖景区商铺等，截至 2023 年底，可供出租面积 21.05 万平方米，已出租面积 19.26 万平方米，出租率 91.48%。截至 2023 年底，公司旅游板块在建项目计划总投资 58.23 亿元，已投资 23.83 亿元；拟建项目主要为南湖天地商业二期项目等，计划总投资 10.42 亿元。

图表 25 •截至 2023 年底旅游业务板块主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	计划建设期
大运河文化公园（嘉兴段）建设项目	42.19	18.93	2023-2025 年
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	2.76	2023-2024 年
南湖天地二期项目--湖滨高星级酒店项目	11.37	2.14	2023-2025 年
合计	58.23	23.83	--

资料来源：公司提供

2 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。

（五）财务方面

公司提供的 2023 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 2024 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司存在重要会计政策变更，包括自 2023 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则解释第 16 号》和子公司投资性房地产后续计量方式由成本计量模式变更为公允价值计量模式，追溯调整后对 2022 年财务报表整体影响不大；无重要会计估计变更。合并范围变更方面，2023 年，公司合并范围新增 5 家子公司，减少 29 家子公司，减少子公司数量较多，减少原因主要为注销和无偿划出。2024 年一季度，公司合并范围内一级子公司无变化。整体看，合并范围变化对公司财务数据可比性产生一定影响。

1 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构相对均衡。受限资产规模小，货币资金储备较为充裕，公司收费公路、燃气及水务管网等相关资产可以产生稳定收入，长期股权投资可实现较大规模的投资收益；但土地整理及基础设施建设形成的存货规模大，变现时间存在不确定性，部分道路资产不能产生经营收益；公司整体资产质量一般。

图表 26 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	817.43	49.23	807.84	47.25	854.25	48.15
货币资金	142.85	8.60	151.16	8.84	175.01	9.87
存货	539.54	32.50	547.48	32.02	555.58	31.32
非流动资产	842.83	50.77	901.94	52.75	919.76	51.85
长期股权投资	88.82	5.35	113.62	6.65	116.94	6.59
固定资产（合计）	351.92	21.20	341.94	20.00	338.93	19.11
在建工程（合计）	72.12	4.34	110.03	6.44	123.02	6.93
其他非流动资产	126.68	7.63	129.41	7.57	128.47	7.24
资产总额	1660.26	100.00	1709.78	100.00	1774.01	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

公司资产以货币资金、存货、固定资产等为主，资产规模随经营规模扩大持续增长，资产结构相对均衡。截至 2023 年底，公司货币资金较为充裕，受限货币资金 1.00 亿元，受限规模小。其他应收款 66.73 亿元，主要为应收嘉实集团、嘉兴湘德实业发展有限公司、产业集团及嘉兴湘博投资有限公司等嘉兴市国有企业的往来款，账龄以 2 年以内为主（占 75.36%）；前五大其他应收款金额合计占其他应收款余额的比例为 81.52%，集中度高；其他应收款回收风险较小，但对公司资金形成一定占用。存货主要由合同履约成本 436.41 亿元和开发成本 62.89 亿元构成，合同履约成本为土地开发和市政代建项目成本，开发成本主要为拆迁、城市更新及房地产项目成本。

长期股权投资较上年底增长 27.93%，主要系对高新集团持股比例增加及追加对长三角（嘉兴）战略新兴产业投资合伙企业（有限合伙）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 35.53 亿元）、浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（账面价值 16.86 亿元）、嘉兴银行股份有限公司（账面价值 20.99 亿元）和长三角（嘉兴）战略新兴产业投资合伙企业（有限合伙）（账面价值 16.78 亿元）等；2023 年公司长期股权投资在权益法下确认投资收益 7.79 亿元。其他权益投资工具 61.85 亿元，主要为对交通运输类项目及部分上市金融机构的投资，包括对沪杭铁路客运专线股份有限公司（账面价值 20.01 亿元）、通苏嘉甬铁路项目（账面价值 29.27 亿元）、浙江省海港投资运营集团有限公司（账面价值 8.26 亿元）、财通证券股份有限公司（账面价值 3.43 亿元）等公司的投资。

固定资产（合计）主要由收费公路等道路资产 160.80 亿元、燃气及水务管网资产 80.33 亿元和房屋建筑物 52.70 亿元构成，累计计提折旧 191.69 亿元；固定资产成新率 64.65%，成新率尚可。在建工程（合计）较上年底增长 52.56%，主要系 S302 平湖至安吉公路平湖平善大道至南湖嘉南公路段改建工程、快速路三期工程等工程持续投资所致；在建工程主要包括市政道路、管网、城市配套等基础设施。其他非流动资产主要由快速路一期、二期工程（账面价值 57.40 亿元）、仁和大道供水管道工程（15.35 亿元）、南湖大道土地（13.03 亿元）和 07 省道工程（账面价值 9.27 亿元）等不能产生经营收益的道路、基础设施建设项目投资等构成。

截至 2024 年 3 月底，公司受限资产合计 13.43 亿元，主要包括无形资产 8.97 亿元和投资性房地产 3.71 亿元，受限原因为抵押借款；公司资产受限比例（0.76%）很低。

2 盈利能力和现金流

公用事业、商贸流通及交通运营等业务收入确认及回款及时，公司整体经营获现能力较强。受资产划出及天然气业务收入减少影响，2023 年公司收入规模有所下降，投资收益及其他收益对利润贡献较大。2023 年收到往来款规模较大带动经营活动现金流净额转正；自营项目投资及股权投资导致投资活动现金持续净流出；业务经营及投资活动资金缺口依赖发行债券、银行借款等筹资活动进行补足。

受资产整合及天然气业务收入减少影响，2023 年，公司营业总收入同比下降 12.32%。当期公司实现投资收益与上年基本持平，主要为权益法核算的长期股权投资收益；实现的其他收益明显减少，主要系政府补助减少。水务业务减亏，天然气、固废处理、商贸流通、通行费等业务毛利率提升，带动公司利润总额同比增长 96.00%，盈利指标均有不同程度提升。

图表 27 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	199.19	174.64	36.39
营业成本	182.43	153.72	33.05
期间费用	32.49	32.29	7.10
投资收益	7.95	8.11	1.94
其他收益	16.02	9.16	0.80
利润总额	3.71	7.28	-1.17
营业利润率（%）	7.46	11.05	8.42
总资本收益率（%）	1.68	1.76	--
净资产收益率（%）	0.50	0.74	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

图表 28 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	347.48	288.16	55.81
经营活动现金流出小计	352.17	231.34	55.39
经营活动现金流量净额	-4.69	56.83	0.42
投资活动现金流入小计	17.96	8.09	0.97
投资活动现金流出小计	135.12	126.95	26.04
投资活动现金流量净额	-117.16	-118.86	-25.06
筹资活动前现金流量净额	-121.85	-62.04	-24.65

筹资活动现金流入小计	411.32	349.09	114.88
筹资活动现金流出小计	322.61	275.29	65.38
筹资活动现金流量净额	88.71	73.81	49.50
现金收入比（%）	142.87	106.88	103.08

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

公司公用事业、商贸流通及交通运营等业务板块现金回流较为及时，收入实现质量好。公司往来款收支形成的现金流规模较大，2023 年，公司收到往来款规模较大带动经营活动现金流量净额转正。2024 年一季度，经营活动现金流小幅净流入。

公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出主要为自营项目投资及股权投资，投资规模较大导致投资活动现金流持续净流出。公司业务经营及投资活动所需资金对外部融资依赖较大，2023 年，公司仍主要通过发行债券和取得银行借款进行融资，筹资活动现金持续净流入。2024 年一季度，筹资活动现金流呈净流入状态。

3 资本结构和偿债能力

跟踪期内，公司资本实力有所增强，少数股东权益占比偏高，权益结构稳定性尚可；有息债务规模有所增长，期限结构持续优化，与经营业务特征相符；融资渠道以债券融资和银行借款为主，债券融资占比较高；债务规模较大，2025 年及 2026 年存在一定集中兑付压力。短期债务占比较低，相对充裕的货币资金对公司短期债务保障能力较强，同时，公司长期偿债能力指标表现较强，融资渠道畅通。

截至 2023 年底，公司所有者权益 626.15 亿元，较上年底增长 7.17%；截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 662.16 亿元，较上年底增长 5.75%；所有者权益持续增长主要系资本公积及少数股东权益增长所致。2024 年 3 月底，所有者权益中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 7.61%、52.83%、8.18%和 30.13%。少数股东权益占比偏高，所有者权益结构稳定性尚可。

跟踪期内公司实收资本未发生变化，截至 2024 年 3 月底，公司实收资本及资本公积分别为 50.36 亿元和 349.80 亿元。资产整合导致公司资本公积减少 9.89 亿元，但公司及子公司持续收到财政拨款及项目资本金，带动资本公积整体呈增长态势；未分配利润相对稳定；受资产整合划出嘉国金投 49%股权等因素影响，公司少数股东权益增加至 199.54 亿元。

图表 29 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	414.91	38.56	376.09	34.71	366.98	33.01
短期借款	49.36	4.59	29.34	2.71	34.60	3.11
应付账款	72.03	6.69	66.18	6.11	64.25	5.78
其他应付款（合计）	105.45	9.80	97.52	9.00	106.74	9.60
一年内到期的非流动负债	117.76	10.94	121.26	11.19	103.62	9.32
非流动负债	661.11	61.44	707.54	65.29	744.87	66.99
长期借款	243.38	22.62	265.46	24.50	280.11	25.19
应付债券	345.27	32.09	328.36	30.30	351.45	31.61
长期应付款（合计）	46.80	4.35	88.23	8.14	87.75	7.89
负债总额	1076.02	100.00	1083.63	100.00	1111.85	100.00

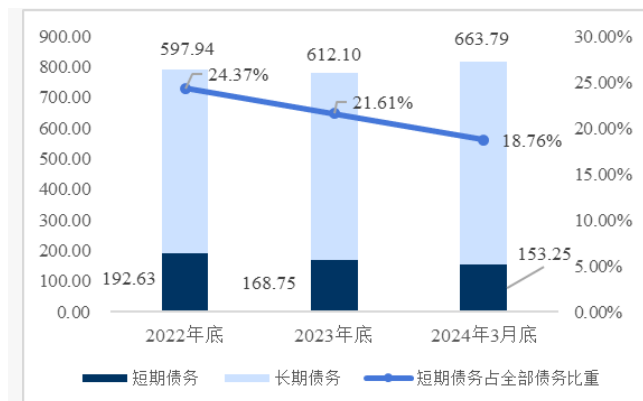
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

跟踪期内，公司负债规模略有增长。经营性负债方面，2023 年底，公司应付账款以应付工程款为主；其他应付款（合计）主要为应付嘉兴市国有企业及政府单位的往来款；长期应付款（合计）较上年大幅增长，主要系收到财政拨款及项目资本金增长所致，包括长期应付款 49.65 亿元和专项应付款 38.58 亿元，长期应付款主要包括国开发展基金有限公司借款 8.28 亿元、应付嘉善县铁路与轨道交通投资集团有限责任公司款项 16.38 亿元和应付各级财政局款项合计 21.72 亿元，计息部分已纳入债务核算。2024 年 3 月底，公司经营性负债变动不大。

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，2024 年 3 月底公司全部债务 817.04 亿元，短期债务占比下降，债务期限结构持续优化。从融资结构看，2023 年底，银行借款约占 43%，债券融资约占 56%，债券融资占比较高。从融资成本来看，公司存量债务综合融资成本约

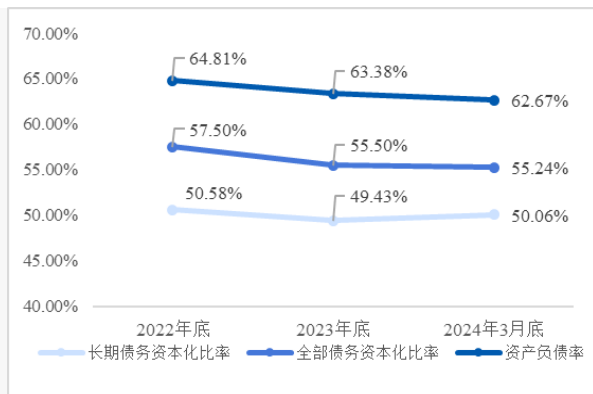
3.76%，长期借款利率区间为 2.80%~5.80%，存续债券票面利率主要集中在 2.00%~4.50%。公司债务杠杆水平变化不大。

图表 30 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 31 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从债务到期分布来看，以 2024 年 3 月底债务数据为基础，公司 2024 年 4—12 月到期债务规模 121.54 亿元，2025 年到期债务规模 179.10 亿元，2026 年到期债务规模 144.70 亿元，2027 年到期债务规模 78.34 亿元。债券方面，如考虑回售，2024—2026 年，公司需偿还债券本金分别为 47.35 亿元、126.16 亿元和 116.05 亿元，2025 年及 2026 年面临债券集中兑付压力。

2024 年 3 月底，公司货币资金较为充裕，叠加债务期限结构持续优化，现金短期债务比有所提升，公司短期偿债能力指标较强；EBITDA 对利息保障情况良好，对全部债务保障程度亦有所提高，公司长期偿债能力指标表现较强。

截至 2024 年 3 月底，公司本部已注册未发行债券额度 10 亿元；银行授信总额 820.97 亿元，尚未使用额度 214.11 亿元，间接融资渠道畅通。

图表 32 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	197.01	214.80	232.78
	速动比率（%）	66.98	69.23	81.39
	现金短期债务比（倍）	0.74	0.90	1.14
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	52.27	56.92	--
	全部债务/EBITDA（倍）	15.12	13.56	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.78	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

截至 2023 年底，公司对外担保 15.20 亿元，包括对嘉实集团担保余额 6.20 亿元和对产业集团担保余额 9.00 亿元；此外子公司嘉城集团为房产承购人提供阶段性的抵押贷款担保。截至 2023 年底，公司作为被告方的重大未决诉讼涉案金额合计 6263.60 亿元，主要为工程纠纷造成。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由下属子公司运营，公司本部对下属子公司管控能力强；公司本部债务负担适中，短期偿债压力不大。

2024 年 3 月底，公司本部资产总额 269.96 亿元，主要包括货币资金 8.56 亿元、其他应收款 79.26 亿元和长期股权投资 181.89 亿元；所有者权益为 136.99 亿元，负债总额 132.98 亿元，全部债务 125.99 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 49.26%和 47.91%，债务负担适中；现金短期债务比 9.05 倍，短期偿债压力不大。

公司业务主要由下属子公司运营，公司本部主要承担管理职能，对下属子公司管控能力强。2023 年，公司本部营业总收入为 0.07 亿元，利润总额为-1.14 亿元，投资收益为 0.41 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 37.36 亿元，投资活动现金流净额-15.40 亿元，筹资活动现金流净额-22.29 亿元。2024 年 1—3 月，公司本部未实现营业收入和投资收益，利润总额-0.40 亿元。

（六）ESG 方面

公司重视安全生产与环保问题，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善，ESG 表现尚可，对其持续发展无负面影响。

环境责任方面，公司水务、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。

社会责任方面，公司积极履行社会责任，提供多种公共服务和公共产品，近年来公司未发生重大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。

公司治理方面，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。

七、外部支持

嘉兴市政府综合实力非常强，公司为嘉兴市重要的国有资本运营主体，在资金获取、资产注入和政府补助等方面获得有力的外部支持。

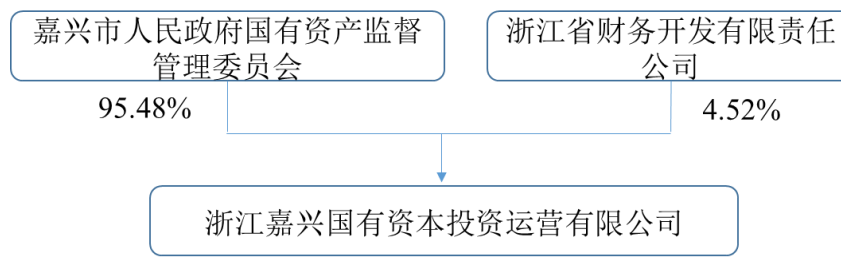
公司实际控制人系嘉兴市国资委。嘉兴市为制造业大市，近年来经济持续发展，财政自给能力较强，2023 年，嘉兴市地区生产总值在浙江省位列第 5，一般公共预算收入位列第 3，仅次于杭州市和宁波市。同时，嘉兴市固定资产投资增速较快，带动地方政府债务较快增长。整体看，嘉兴市综合实力非常强。

公司作为嘉兴市重要的国有资本运营平台，在嘉兴市城市建设及社会经济发展中地位重要，公用事业、交通运营、城市运营等业务具有专营优势。近年来，公司在资金注入和政府补助等方面获得有力的外部支持。2022 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 18.30 亿元；2023 年，公司收到财政拨款、项目资本金、完工项目资产等合计 36.20 亿元。2022—2023 年，公司收到的计入“其他收益”科目核算的政府补贴分别为 15.41 亿元和 9.07 亿元。综合考虑公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

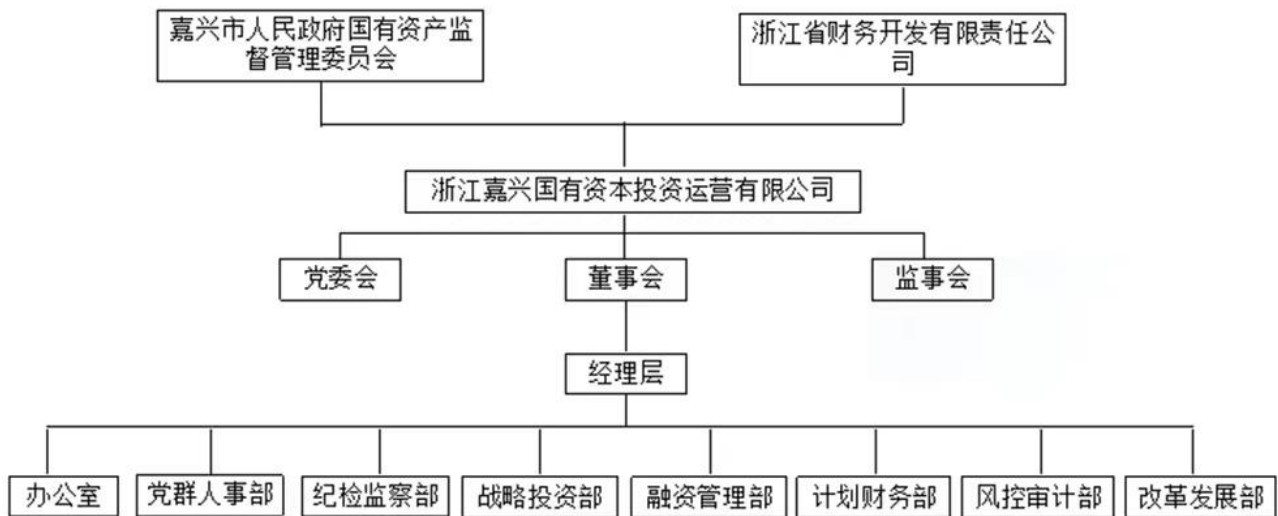
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 嘉投 01”和“20 国投 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	行业性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
嘉兴嘉国瑞祺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
嘉兴市高质量发展规划研究有限公司	基金管理	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
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

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：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	142.99	151.32	175.19
应收账款（亿元）	34.38	23.41	26.80
其他应收款（亿元）	65.90	66.73	75.55
存货（亿元）	539.54	547.48	555.58
长期股权投资（亿元）	88.82	113.62	116.94
固定资产（亿元）	351.92	341.81	338.93
在建工程（亿元）	72.05	110.00	123.02
资产总额（亿元）	1660.26	1709.78	1774.01
实收资本（亿元）	50.36	50.36	50.36
少数股东权益（亿元）	167.06	190.17	199.54
所有者权益（亿元）	584.23	626.15	662.16
短期债务（亿元）	192.63	168.75	153.25
长期债务（亿元）	597.94	612.10	663.79
全部债务（亿元）	790.57	780.85	817.04
营业总收入（亿元）	199.19	174.64	36.39
营业成本（亿元）	182.43	153.72	33.05
其他收益（亿元）	16.02	9.16	0.80
利润总额（亿元）	3.71	7.28	-1.17
EBITDA（亿元）	52.27	56.92	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	284.59	186.66	37.51
经营活动现金流入小计（亿元）	347.48	288.16	55.81
经营活动现金流量净额（亿元）	-4.69	56.83	0.42
投资活动现金流量净额（亿元）	-117.16	-118.86	-25.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	88.71	73.81	49.50
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.50	5.88	--
存货周转次数（次）	0.34	0.28	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.10	--
现金收入比（%）	142.87	106.88	103.08
营业利润率（%）	7.46	11.05	8.42
总资本收益率（%）	1.68	1.76	--
净资产收益率（%）	0.50	0.74	--
长期债务资本化比率（%）	50.58	49.43	50.06
全部债务资本化比率（%）	57.50	55.50	55.24
资产负债率（%）	64.81	63.38	62.67
流动比率（%）	197.01	214.80	232.78
速动比率（%）	66.98	69.23	81.39
经营现金流动负债比（%）	-1.13	15.11	--
现金短期债务比（倍）	0.74	0.90	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.78	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.12	13.72	--

注：1. 公司 2024 年一季度未经审计；2. 将公司其他流动负债及长期应付款中有息部分纳入全部债务核算
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.84	7.51	8.56
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	121.82	81.93	79.26
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	198.41	181.63	181.89
固定资产（亿元）	0.05	0.03	0.02
在建工程（亿元）	0.00	0.03	0.03
资产总额（亿元）	330.91	271.29	269.96
实收资本（亿元）	50.36	50.36	50.36
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	179.55	137.38	136.99
短期债务（亿元）	2.35	1.94	0.95
长期债务（亿元）	141.93	125.01	125.04
全部债务（亿元）	144.27	126.95	125.99
营业总收入（亿元）	0.16	0.07	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.11	-1.14	-0.40
EBITDA（亿元）	1.62	0.56	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.13	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1.84	41.04	3.54
经营活动现金流量净额（亿元）	-30.63	37.36	3.48
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.31	-15.40	-0.25
筹资活动现金流量净额（亿元）	17.20	-22.29	-2.18
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	83.89	0.00	*
营业利润率（%）	95.93	96.10	*
总资本收益率（%）	0.47	0.25	--
净资产收益率（%）	0.01	-0.76	--
长期债务资本化比率（%）	44.15	47.64	47.72
全部债务资本化比率（%）	44.55	48.03	47.91
资产负债率（%）	45.74	49.36	49.26
流动比率（%）	1387.35	1006.34	1108.53
速动比率（%）	1387.35	1006.34	1108.53
经营现金流动负债比（%）	-327.70	419.62	--
现金短期债务比（倍）	3.34	3.87	9.05
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1、公司本部 2024 年一季报未经审计；2、未获取公司债务调整项相关数据，债务未做调整
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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