

# 信用等级公告

联合〔2019〕1770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浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司主体长期信用状况和 2019 年拟公开发行的公司债券进行综合分析和评估，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 2019 年拟公开发行的公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年七月三日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司

## 2019年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过30亿元

债券期限：不超过5年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019年7月3日

主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年	2019.3
资产总额(亿元)	934.43	996.32	1,053.99	1,062.54
所有者权益(亿元)	302.96	376.45	395.83	401.89
长期债务(亿元)	405.28	346.67	322.53	311.83
全部债务(亿元)	484.10	440.47	449.59	409.53
营业收入(亿元)	91.56	114.34	124.74	30.74
净利润(亿元)	2.96	8.78	3.87	0.36
EBITDA(亿元)	33.47	39.80	33.91	--
经营性净现金流(亿元)	38.26	66.35	18.22	7.15
营业利润率(%)	16.25	11.28	8.86	8.57
净资产收益率(%)	--	2.58	1.00	--
资产负债率(%)	67.58	62.22	62.44	62.18
全部债务资本化比率(%)	61.51	53.92	53.18	50.47
流动比率(倍)	2.90	2.27	1.98	2.07
EBITDA全部债务比(倍)	0.07	0.09	0.08	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.40	1.52	1.48	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.12	1.33	1.13	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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. 本报告将2016—2018年其他流动负债和长期应付款中带息部分纳入债务核算，2019年一季度债务数据未经调整；4. 2019年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化

### 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”）是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。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级反映了公司外部发展环境良好，在区域业务开展以及获取政府支持方面具有显著优势。成立以来，公司陆续获得资产划转，发展基础不断夯实。改组后，公司经营规模迅速扩大，拥有的经营资源较为优质，相关产业区域垄断优势明显。同时，联合评级也关注到公司改组时间较短、存在一定资本支出压力等不利因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着嘉兴市经济的持续发展，公司业务开展空间较大，公司未来业务规模有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 嘉兴市区位优势显著，经济财政实力不断增强，公司外部发展环境良好。

2. 作为嘉兴市市属国有资本运营平台，公司在嘉兴市国企改革中地位突出，公司陆续获得资产划转，经营规模迅速扩充，拥有的经营资源较为优质，相关产业区域垄断优势明显。

3. 公司业务多元化布局，下属子公司在经营发展中，获得政府在资金注入、财政补贴、债务置换等方面的支持力度较大。

4. 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，公司经营活动现金流状况良好。

### 关注

1. 公司改组时间较短，内部管理机制以及

相关业务条线尚需理顺，同时公司下属子公司众多，多元化产业经营对公司后续管理带来了一定挑战。

2. 公司在建项目较多，未来存在一定的资本支出压力。

3. 公司债务规模较大，存续债券 2021 年到期规模较大。

## 分析师

尹 丹

电话：010-85172818

邮箱：yind@unitedratings.com.cn

袁 琳

电话：010-85172818

邮箱：yuanl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



## 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”）前身为“嘉兴市城市发展投资集团有限公司”（以下简称“城发集团”），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”）批准并于 2003 年 4 月 8 日出资设立的国有独资公司，初始注册资本 4.88 亿元。2007 年 1 月，城发集团更名为嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“文化名城集团”），同时嘉兴市国资委以嘉兴市南湖名胜发展有限公司和嘉兴湘家荡开发建设有限公司的净资产及原财政借款对文化名城集团增加注册资本 15.48 亿元至 20.36 亿元。2018 年 12 月，根据嘉国资〔2018〕123 号《关于股权划转及公司名称变更的通知》，嘉兴市国资委将持有的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% 股权划转至文化名城集团，同时将文化名城集团更名为现名。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 20.36 亿元，嘉兴市国资委为公司的唯一股东和实际控制人。截至本报告出具日，根据公司最新章程，公司注册资本增加至 50.36 亿元，增资部分将于 2021 年末前逐步到位。

公司经营范围：受嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会授权从事国有资产投资、经营、管理，股权投资，投资信息咨询服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。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。公司下属子公司业务范围涵盖城市基础设施建设、土地整理、房地产开发、交通运营、旅游服务、燃气供应、公共交通、水务运营、纸制品生产及销售等多个行业，对嘉兴市经济社会发展起着重要的作用。

截至 2019 年 3 月末，公司本部设党群工作部、纪检监察部、战略投资部、资本运营财务部、风险管控部、人力资源部和行政综合部共 7 个职能部门；公司纳入合并范围的一级子公司 6 家，合并范围内各级子公司 106 家。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,053.99 亿元，负债合计 658.16 亿元，所有者权益 395.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 298.77 亿元。2018 年，公司实现营业收入 124.74 亿元，净利润 3.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.22 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.50 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 1,062.54 亿元，负债合计 660.65 亿元，所有者权益 401.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 302.16 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 30.74 亿元，净利润 0.36 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.61 亿元。

公司注册地址：嘉兴市环城西路 2418 号；法定代表人：鈕新良。

## 二、本次债券概况及募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 2019 年公开发行公司债券”。本次债券发行规模不超过 30 亿元，债券期限为不超过 5 年。本次债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

## 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务、补充流动资金和/或项目投资。

## 三、行业及区域经济分析

### 1. 基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

#### (2) 行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自国发〔2014〕43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目

抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1 2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
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》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规

范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

### (3) 行业关注

#### 政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

#### 债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

#### 面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

### (4) 未来发展

截至 2018 年末，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

## 2. 嘉兴市区域经济环境

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹地，是长三角城市群的重要城市之一。嘉兴市地理位置优越，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，区位优势明显。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，该示范区着力打造成为浙江与上海创新政策率先接轨地、高端产业协同发展地、科创资源重点辐射地、一体化交通体系枢纽地、公共服务融合共享地，嘉兴将在自身发展的同时享有上海的溢出效应。

嘉兴市陆地面积 3,915 平方公里，下辖两个市辖区（南湖区、秀洲区），3 个县级市（平湖市、海宁市、桐乡市）和两个县（嘉善县、海盐县）。截至 2018 年末，嘉兴市全市常住人口 472.60 万人，常住人口城镇化率达 66.0%。

根据《嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018 年，嘉兴市经济总量持续增长，地区



生产总值（GDP）分别为 3,760.12 亿元、4,355.24 亿元和 4,871.98 亿元。2018 年嘉兴市 GDP 比上年增长 7.6%，其中，第一产业增加值 115.03 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 2,624.49 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 2,132.46 亿元，增长 7.1%。三次产业结构为 2.3:53.9:43.8。按常住人口计算，全年人均生产总值 103,858 元（按年平均汇率折算为 15,695 美元），增长 6.3%。

2018 年，嘉兴市工业增加值 2,387.18 亿元，比上年增长 8.7%，占全市生产总值的 49.0%。规模以上工业企业数 5543 家，实现增加值 1,968.14 亿元，增长 8.9%；其中重工业增加值 1,082.14 亿元，增长 10.0%；轻工业增加值 886.00 亿元，增长 7.7%。从工业结构来看，目前嘉兴已形成了纺织服装、皮革制造及化工纤维等传统产业，同时嘉兴亦在不断培育发展新的经济增长点，2018 年全市规模以上工业重点产业增加值上，高技术制造业、装备制造业、时尚制造业、数字经济核心制造业增加值分别增长 14.4%、13.9%、13.8% 和 12.4%。

在地区经济增长的持续带动下，嘉兴市固定资产投资规模继续扩张。2018 年，嘉兴市全市固定资产投资比上年增长 7.7%，其中高新技术产业投资、交通运输投资、民间投资、生态环境和公共设施投资分别增长 29.4%、33.9%、19.9% 和 29.1%。嘉兴市全年房地产开发投资比上年增长 31.6%，其中住宅投资比上年增长 40.2%；房屋施工面积 4,705.99 万平方米，增长 8.5%；房屋竣工面积 413.97 万平方米，下降 41.9%，商品房销售面积 1,158.54 万平方米，增长 9.4%。

根据《嘉兴市财政预算执行情况报告》，嘉兴市财政收入以一般公共预算收入为主，2016—2018 年分别为 387.93 亿元、443.79 亿元和 518.55 亿元；其中税收收入分别为 347.98 亿元、411.97 亿元和 473.45 亿元，在一般公共预算收入中占比分别为 89.70%、92.83% 和 91.30%，一般公共预算收入质量高。2016—2018 年，嘉兴市一般公共预算支出分别为 442.19 亿元、494.70 亿元和 588.87 亿元，以民生类支出为主。2016—2018 年，嘉兴市政府性基金收入分别为 306.54 亿元、693.76 亿元和 835.81 亿元。随着土地成交量及价格上升，嘉兴市基金收入快速增长。

政府债务方面，2018 年，浙江省财政厅核定嘉兴市地方政府债务限额 909.35 亿元，其中市级 105.61 亿元。2018 年末嘉兴全市地方政府债务余额 894.70 亿元（预估），其中市级债务 105.13 亿元。

总体看，嘉兴市经济实力强，近年来经济保持较快发展，一般公共预算收入快速增长，受益于嘉兴市显著的区位优势以及接轨上海战略的持续实施，嘉兴市政府性基金收入规模大，对政府综合财力形成有力补充。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

2018 年 12 月，中共嘉兴市委办公室下发《中共嘉兴市委办公室、嘉兴市人民政府办公室关于国有资本授权经营体制改革的实施意见》（以下简称“《国改意见》”），明确：“通过改组组建市国投公司，改革国有资本授权经营体制，完善国有资产管理体制”。《国改意见》提出，以有利于国有资本整合、分类、布局等改革和符合资本市场融资政策为导向，通过梳理和选择，将符合条件的相关集团公司的股权无偿划入公司。

2018 年 12 月，嘉兴市国资委先后将嘉通集团 100% 股权、嘉实集团 100% 股权、水务集团 87.67% 股权和原水公司 26.77% 股权无偿划入公司。改组后，公司经营规模显著增长，下属子公司相关业务区域垄断优势明显。截至 2018 年末，公司资产总额 1,053.99 亿元，所有者权益 395.83 亿元；2018 年实现营业收入 124.74 亿元，利润总额 4.72 亿元。

改组后，公司作为嘉兴市市属国有资本运营平台，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，在嘉兴市国企改革中地位突出。

总体看，公司陆续获得资产和股权划转，经营规模显著扩充，拥有的经营资源较为优质，相关产业区域垄断优势明显，作为嘉兴市市属国有资本运营平台，公司在嘉兴市国企改革中地位突出。

## 2. 人员素质

截至 2019 年 3 月末，公司董事、监事及高级管理人员共 11 人，公司高层领导均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长、总经理鈕新良先生，1971 年生。历任嘉兴市秀洲区水利局水利勘察设计所副主任、副科长、质监站副站长、设计所主任，嘉兴市秀洲区油车港镇副镇长、党委副书记、党委书记，嘉兴市秀洲新区、秀洲工业园区党工委委员、管委会副主任，嘉兴市秀洲区新城街道党工委副书记、办事处主任，秀洲工业园区油车港分区分管委会副主任、管委会主任，秀洲工业园区北生态湿地公园开发建设管委会副主任，嘉兴市秀洲区委常委，嘉兴市秀洲区王江泾镇党委书记，嘉兴·中国纺织城管委会主任。2018 年 11 月至今任嘉城集团党委书记、董事长，兼南湖风景名胜区管委会主任。2018 年 12 月至今任公司董事长、总经理。

根据公司员工配置方案，公司员工配置总数为 40 名，公司员工将随公司发展逐步到位。

总体看，公司高级管理人员拥有较为丰富的行业背景和管理经验，但公司改组组建时间较短，员工尚未完全配置到位。

## 3. 外部支持

公司作为嘉兴市市级国有资本投资运营公司，其发展得到了嘉兴市国资委的大力支持，尤其是在股权划拨方面，嘉兴市国资委多次将其持有的股权资产划拨至公司。

### (1) 重要股权划拨

#### 嘉城集团

嘉城集团前身为 1994 年成立的嘉兴市市区旧城改造指挥部，为嘉兴市燃气供应、旅游经营实体和嘉兴市中心城区基础设施建设主体，主要进行天然气供应及管网建设、对嘉兴中心城区进行市政路桥、园林绿化等基础设施建设，以及公共事业项目的开发建设、旧城改造等任务，并承担南湖旅游风景名胜区和市区其它旅游资源的开发建设和经营管理任务。后经历次增资，截至 2018 年末，嘉城集团实收资本为 22.50 亿元。

截至 2018 年末，嘉城集团合并资产总额 274.71 亿元，所有者权益 132.19 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年，嘉城集团实现营业收入 29.41 亿元，净利润 0.42 亿。

#### 嘉湘集团

嘉湘集团成立于 2009 年 12 月，后经历次增资，截至 2018 年末，嘉湘集团实收资本增至 15.00 亿元。嘉湘集团主要承担湘家荡区域内的征迁安置、土地开发、基础设施建设、旅游及现代农业等相关产业的投融资和国有资产运营职能，主业在区域内地位突出。

截至 2018 年末，嘉湘集团合并资产总额 190.30 亿元，所有者权益 88.66 亿元。2018 年，嘉湘集团实现营业收入 6.20 亿元，净利润 1.58 亿元。

#### 嘉通集团

嘉通集团成立于 2003 年 4 月，主要承担嘉兴市市委、市政府下达的各项交通基础设施的投资、建设与运营管理任务。截至 2018 年末，嘉通集团注册资本为 8.35 亿元。

截至 2018 年末，嘉通集团资产总额 445.73 亿元，所有者权益 146.54 亿元。2018 年，嘉通集团实现营业收入 32.39 亿元，实现净利润 0.24 亿元。

### 嘉实集团

嘉实集团成立于 2004 年 1 月，系嘉兴市国资委以原嘉兴市实业资产经营有限公司、嘉兴市财政投资有限公司、嘉兴市南湖资产经营有限公司、嘉兴市众拓基础设施建设有限公司的股权投资变更登记设立的国有独资有限公司。嘉实集团以授权的国有资产为依托，发展金融业和轻工业等业务，产业范围较广，主要业务板块为造纸业、贸易收入和房地产开发等。截至 2018 年末，嘉实集团实收资本为 12.00 亿元。

截至 2018 年末，嘉实集团资产总额 137.69 亿元，所有者权益 53.08 亿元；2018 年，嘉实集团实现营业收入 49.23 亿元，实现净利润 1.66 亿元。

### 水务集团

水务集团成立于 2003 年，主要从事嘉兴市范围内的供水、排水、污水处理及城市防洪、河道整治等业务。截至 2018 年末，水务集团注册资本为 6.18 亿元，其中公司持股 87.67%。

截至 2018 年末，水务集团资产总额 52.64 亿元，所有者权益 16.75 亿元。2018 年，水务集团实现营业收入 7.52 亿元，实现净利润-1.48 亿元。

### 原水公司

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，并于 2017 年 8 月组建成立原水公司，承担工程建设管理职能。截至 2018 年末，原水公司注册资本 76.8 亿元，嘉兴市国资委认缴 20.56 亿元，持股 26.77%，为第一大股东。截至 2018 末，原水公司实收资本 32.05 亿元。

截至 2018 年末，原水公司资产总额 32.18 亿元，所有者权益 32.05 亿元。2018 年，原水公司尚未形成收入。

#### (2) 财政补贴

公司市政工程及土地整理、燃气、高速公路、水务等业务板块每年均能获得较大规模财政补贴。2016—2018 年，公司及子公司收到的计入“其他收益”或“营业外收入”科目核算的政府补贴合计分别为 9.52 亿元、13.87 亿元和 9.21 亿元。截至 2018 年末，公司计入“专项应付款”的财政拨款为 20.61 亿元，用于专项项目建设。

#### (3) 债务置换

2016 年，子公司嘉城集团、嘉湘集团及嘉通集团合计收到地方政府债券置换资金 68.80 亿元。2017 年，嘉城集团子公司嘉兴城市建设投资有限公司收到地方政府债券置换资金 8.70 亿元。2018 年，子公司嘉通集团收到地方政府债券置换资金 10.24 亿元。公司收到的上述政府债券置换资金均已转增“资本公积”。

总体看，作为嘉兴市市属国有资本投资运营公司，公司持续获得了在资产和股权划转、财政补贴、债务置换等多方面的大力支持。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司按照《公司法》《企业国有资产法》《党章》及有关法律法规规定，及《关于国有资本授权经营体制改革的实施意见》（嘉委办发〔2018〕68 号）的文件精神，建立和完善法人治理结构。公司章

程明确了董事会、监事会和总经理的权责范围和工作程序。

公司不设股东会，由出资人嘉兴市国资委行使股东职权。公司设董事会，成员为 5 人，其中 4 人由嘉兴市国资委委派，职工董事 1 人，由公司职工代表大会民主选举产生。董事每届任期 3 年，任期届满可连选连任。公司董事会设董事长 1 名，由嘉兴市国资委从董事会成员中指定。公司设监事会，成员 6 人，其中 4 人由嘉兴市国资委委派，职工监事 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生。公司监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事每届任期 3 年，任期届满，可连选连任。公司设总经理 1 名，副总经理若干名，董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责。截至本报告出具日，董监事人员已完成工商备案。

总体看，公司的法人治理结构相对健全清晰，组织机构的设置能够满足经营与管理需要。

## 2. 管理体制

公司根据自身定位和业务需要设置了 7 个职能部门，各部门职责明确，能够满足公司日常经营管理需要。公司内控体系较为完善，结合自身实际状况和特点，在财务管理、对外担保、对外投资、风险管理、关联交易、会计核算、内部审计、融资管理和信息披露等方面初步建立了相应管理制度。

总体看，公司管理制度较为规范，但公司改组时间较短，内部管理机制以及相关业务条线尚需理顺，同时公司下属子公司众多，多元化产业经营对公司后续管理带来了一定挑战。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司作为嘉兴市市属国有资本运营平台，业务结构多元化，收入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，同时旅游板块、金融板块和其他板块对公司收入形成重要补充。2016—2018 年，公司分别实现营业收入 91.56 亿元、114.34 亿元和 124.74 亿元，其中主营业务收入占比均在 95.00% 以上，公司主业突出。

从营业收入情况看，2016—2018 年，公司燃气业务收入持续较快增长，年均复合增长 48.38%，主要系嘉兴市“煤改气”政策稳步推进且燃气配套设施逐步完善所致。同期，公司纸制品销售收入呈逐年增长态势，年均复合增长 6.19%，主要系工业配套纸销量增加所致。公司商品销售收入年均复合增长 33.96%，主要系嘉兴集团煤炭贸易收入不断增长所致。公司通行费收入年均复合增长 12.30%，主要系参控股的高速公路车流量增长所致。

表 2 2016—2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			
	收入	占比	毛利率	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	99,841.16	10.90	2.37	140,934.74	12.33	4.01	219,827.97	17.62	2.66
	水务运营	75,025.30	8.19	16.15	73,268.89	6.41	16.34	72,594.61	5.82	-0.41
	公共交通	5,135.63	0.56	-299.40	5,760.16	0.50	-315.06	5,574.74	0.45	-354.65
	油品销售	72,518.87	7.92	6.48	87,177.03	7.62	14.25	106,787.52	8.56	12.36
	<b>小计</b>	<b>252,520.96</b>	<b>27.57</b>	<b>1.51</b>	<b>307,140.82</b>	<b>26.86</b>	<b>3.87</b>	<b>404,784.84</b>	<b>32.45</b>	<b>-0.25</b>
商贸流通	混凝土销售收入	3,165.25	0.35	4.66	7,204.14	0.63	10.79	7,270.86	0.58	13.08
	商品销售	184,236.26	20.12	0.41	275,853.76	24.13	0.84	330,596.21	26.50	0.83
	<b>小计</b>	<b>187,401.51</b>	<b>20.47</b>	<b>0.48</b>	<b>283,057.90</b>	<b>24.76</b>	<b>1.09</b>	<b>337,867.07</b>	<b>27.08</b>	<b>1.09</b>
交通运营板块	高速公路广告牌租赁	1,088.90	0.12	7.61	603.12	0.05	-301.17	389.70	0.03	-383.01

	通行费	144,059.22	15.73	30.66	165,721.93	14.49	32.93	181,674.38	14.56	34.22
	服务区	--	--	--	1,327.06	0.12	38.99	2,503.81	0.20	28.98
	运输劳务	15,760.35	1.72	-9.32	14,107.24	1.23	-51.02	13,361.16	1.07	-72.64
	<b>小计</b>	<b>160,908.47</b>	<b>17.57</b>	<b>26.13</b>	<b>181,759.35</b>	<b>15.89</b>	<b>25.35</b>	<b>197,929.05</b>	<b>15.86</b>	<b>26.12</b>
造纸业	纸制品销售	127,677.85	13.94	21.10	135,619.69	11.86	19.16	143,967.26	11.54	15.07
	<b>小计</b>	<b>127,677.85</b>	<b>13.94</b>	<b>21.10</b>	<b>135,619.69</b>	<b>11.86</b>	<b>19.16</b>	<b>143,967.26</b>	<b>11.54</b>	<b>15.07</b>
城市运营	受托代建	--	--	--	16,566.71	1.45	4.76	21,352.01	1.71	4.63
	工程施工	5,984.14	0.65	27.62	2,971.65	0.26	13.43	1,805.96	0.14	0.20
	土地整理	38,313.42	4.18	87.35	30,215.38	2.64	30.63	14,089.34	1.13	4.53
	房屋销售	67,742.60	7.40	36.08	105,008.42	9.18	14.51	55,066.55	4.41	35.28
	房屋出租	7,003.21	0.76	65.87	6,308.70	0.55	47.01	6,893.46	0.55	58.27
	<b>小计</b>	<b>119,043.37</b>	<b>12.99</b>	<b>53.91</b>	<b>161,070.86</b>	<b>14.08</b>	<b>17.78</b>	<b>99,207.32</b>	<b>7.94</b>	<b>25.27</b>
旅游产业	旅游服务	22,584.65	2.47	61.34	25,178.26	2.20	53.16	30,760.65	2.47	26.14
	<b>小计</b>	<b>22,584.65</b>	<b>2.47</b>	<b>61.34</b>	<b>25,178.26</b>	<b>2.20</b>	<b>53.16</b>	<b>30,760.65</b>	<b>2.47</b>	<b>26.14</b>
金融产业	担保费	630.70	0.07	88.61	516.90	0.05	79.75	739.69	0.06	88.64
	利息收入	869.28	0.09	95.79	850.79	0.07	96.05	1,335.71	0.11	95.61
	<b>小计</b>	<b>1,499.98</b>	<b>0.16</b>	<b>92.77</b>	<b>1,367.69</b>	<b>0.12</b>	<b>89.89</b>	<b>2,075.40</b>	<b>0.17</b>	<b>93.12</b>
其他	驾驶培训	6,088.61	0.66	-9.32	6,294.35	0.55	9.66	5,850.48	0.47	6.59
	加油站出租	42.28	0.00	-8.51	32.35	0.00	-41.82	183.98	0.01	88.78
	其他	37,851.09	4.13	20.27	41,836.10	3.66	21.19	24,782.99	1.99	25.82
	<b>小计</b>	<b>43,981.98</b>	<b>4.79</b>	<b>16.14</b>	<b>48,162.80</b>	<b>4.21</b>	<b>19.64</b>	<b>30,817.45</b>	<b>2.47</b>	<b>22.55</b>
<b>合计</b>	<b>915,618.78</b>	<b>100.00</b>	<b>17.50</b>	<b>1,143,357.37</b>	<b>100.00</b>	<b>12.22</b>	<b>1,247,409.06</b>	<b>100.00</b>	<b>9.47</b>	

注：本表为会计口径合并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，联合评级整理

从毛利率水平看，2016—2018年，公司燃气业务毛利率略有波动，由于公益性特点，燃气业务整体盈利能力弱。同期，公司纸制品业务毛利率逐年下滑，主要系卷烟纸销售均价逐年下滑所致。公司商品销售业务毛利率小幅增长，但整体盈利能力很弱。受上述因素综合影响，公司综合毛利率分别为17.50%、12.22%和9.47%，呈下降趋势。

2019年1—3月，公司营业收入30.74亿元，为上年全年的24.64%；公司综合毛利率8.94%，较2018年全年综合毛利率水平有所下降；公司实现净利润0.36亿元。

总体看，公司作为嘉兴市市属国有资本运营平台，业务结构多元化，收入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。近年来，公司主要业务收入均呈增长态势，除商品销售、高速公路收费业务和混凝土销售业务外，其余主要业务毛利率均出现不同程度波动，公司综合毛利率有所下降。

## 2. 业务经营分析

### (1) 燃气业务

公司燃气业务收入来自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”）。嘉城集团是嘉兴市重要的燃气管道建设和燃气供应业务经营主体，于2007年12月28日获得嘉兴市管道燃气业务特许经营权，特许经营期限为25年（自2008年1月1日至2032年12月31日），在燃气供应领域具有区域专营优势。嘉城集团燃气业务主要由下属嘉兴市天然气管网经营有限公司（以下简称“管网公司”）负责运营。管网公司负责嘉兴市区和嘉兴市下属县级市（除海盐、海宁以外）燃气输送管网的投资建设、燃气的批量采购和销售。

## 管网建设

嘉城集团建设并投入运营的天然气管道主要分两类，一类是市域天然气高压管网，主要用于运输批量销售的天然气；另一类为城市中低压管网，主要用于向嘉兴市内三区（秀洲区、南湖区和经济开发区）终端用户供应天然气。

近年来，嘉城集团持续推进管线和配套设施建设，主要是嘉兴市区燃气管网的铺设工作，铺设管道共三条，建设周期长。随着秀洲区、南湖区、经济开发区的逐步发展，公司管网长度快速增长。截至 2019 年 3 月末，公司已铺设的燃气管道长度增加至 1,041.7 公里。其中，高压管线已全部建成，完成长度 164.70 公里，中、低压管线仍不断完善，已建长度 877.00 公里，计划于 2021 年前建设完毕。在建工程方面，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，项目总投资 1.10 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 0.23 亿元，预计 2021 年完工。

## 燃气采购

管网公司的气源全部来自于浙江省天然气开发有限公司（以下简称“省天然气公司”），管网公司与省天然气公司按年签订采购合同，采购价按省物价部门核发的届时天然气价格确定，如遇省天然气公司的上游供应端价格发生变化或国家天然气价格政策发生变化，则管网公司的采购价格做同步调整。近三年，天然气平均采购价格（含税）波动上升，2018 年为 2.31 元/立方米；合同总价持续增长，2018 年为 23.26 亿元。

表 3 2016—2018 年及 2019 年 1—3 月管道天然气采购情况（单位：万立方米、元/立方米、万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
采购数量	46,684.80	68,188.16	100,609.62	22,694.68
平均采购价格	2.27	2.16	2.31	2.82
合同总价	105,982.06	147,835.50	232,569.25	64,027.89

注：平均采购价格为含税价格  
资料来源：公司提供

## 燃气销售

管网公司从省天然气公司采购天然气后，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，再由燃气集团销售给企事业单位和居民等嘉兴市区内的终端客户。公司天然气销售价格为采购价格与管输费之和，用户的性质不同，天然气的销售价格不同，其中居民用气价格近年来保持不变，均为 2.55 元/立方米，非居民用气价格经过 2016 年大幅下调后（由 2015 年的 3.17 元/立方米下调为 2.29 元/立方米），2018 年有所上调，具体价格见下表。

表 4 管道天然气按用户分类含税价格明细表（单位：元/立方米）

用户分类	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
居民用户	2.55	2.55	2.55	2.55
商业用户	2.29	2.29	2.90	2.90
工业用户	2.29	2.29	2.90	2.90

资料来源：公司提供

嘉兴市政府为改变以燃煤为主的能源结构、改善生态环境，鼓励广大工商和居民用户使用天然气，公司天然气销售量持续上升。随着采购价格的上调，公司天然气销售价格也不断向上调整。

表 5 2016—2018 年及 2019 年 1—3 月公司天然气销售情况 (单位: 万元、万立方米、元/立方米)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
天然气销售收入	97,737.02	138,406.05	216,929.19	62,764.63
天然气销售量	46,583.07	67,826.34	100,089.60	23,582.24
天然气平均销售价格	2.09	2.04	2.16	2.66

注: 以上价格均为不含税价格  
资料来源: 公司提供

总体看, 受嘉兴市“煤改气”政策的逐步推进, 公司天然气采购量和销售量均大幅增加, 天然气销售收入大幅增长。随着未来中、低压管网建设的不断推进, 燃气业务收入有望持续增长。

## (2) 市政工程代建及土地整理业务

子公司嘉城集团受嘉兴市政府委托在嘉兴市二环以内及市区的特定区域内进行市政工程建设及土地整理业务, 在实际运营中, 由嘉兴市人民政府办公室每年向嘉城集团下发项目计划安排表, 嘉城集团未与政府签订相关回购或移交协议。

### 市政工程建设业务

嘉兴市人民政府办公室每年向嘉城集团下发代建的项目计划安排表, 嘉城集团根据下达的项目安排表对承办的道路建设改造、旧城拆迁改造等项目开展代建业务。此类项目中, 公司主要负责拆迁安置房及路桥市政建设前期的五通一平, 再通过招投标的方式外包给有资质的专业施工企业。公司负责整个工程的项目管理, 待工程竣工验收后对竣工项目进行财务决算, 再上报嘉兴市财政局, 由财政局对竣工项目的财务决算进行审定并分期支付, 审定完毕后再将项目的管养权移交园林市政等相应的部门。

嘉城集团代建项目资金来源为自筹, 项目竣工结算之后政府按照项目审计后的工程总结算造价加项目发生的融资费用进行承接, 在未付清资金时, 项目所有权归嘉城集团所有。

会计处理方式上, 根据项目的建设进度, 以工程合同、工程款支付单据、发票等原始凭证为依据作为工程建设成本核算, 列入“存货-受托代建项目”科目, 当整个项目建成并审计完毕后, 且嘉城集团收到政府支付的市政工程项目的资金后, 冲减“存货-受托代建项目”科目。

目前公司主要在建项目包括道路工程项目以及多个棚户区改造项目。截至 2019 年 3 月末, 公司主要在建项目总投资 135.00 亿元, 已投资额 73.44 亿元, 尚有资金需求 61.56 亿元。

表 6 截至 2019 年 3 月末嘉城集团市政建设和土地整理在建工程情况 (单位: 亿元)

项目名称	预计总投资	截至 2019 年 3 月末累计投资
恬园路、百花路、新生路道路工程项目	0.21	0.19
三元路(建国路-东方路)道路工程项目	2.58	1.07
天主教堂区域棚户区改造项目	17.73	8.05
纺工路棚户区改造项目	16.85	13.96
乌桥港棚户区改造项目	11.64	5.71
太平桥港棚户区改造项目	23.54	10.36
苏州塘棚户区改造项目	24.42	17.64
东塔弄棚户区改造项目	22.78	14.33
原城隍庙区块棚户区改造项目	13.61	0.65
丰乐桥城中村改造项目	1.64	1.48
<b>合计</b>	<b>135.00</b>	<b>73.44</b>

资料清单: 公司提供

### 土地整理业务

嘉城集团土地整理业务为对嘉兴市二环内及市区、国际商务区、高中园区共 27.5 平方公里范围内的土地进行平整。嘉城集团在上述范围内，通过旧城改造、棚户区改造等，对拆迁出来的土地进行平整清理，达到土地出让的要求。土地整理业务资金由嘉城集团进行垫付，嘉兴市政府根据嘉城集团当年整体土地平整的数量、规模、资金支付计划等因素，将部分土地出让收入按规定扣除规费后作为建设资金返还给嘉城集团，由此实现滚动开发。

截至 2019 年 3 月末，嘉城集团已完成土地整理并出让的土地 682 亩，实现土地收益 52.95 亿元。截至 2019 年 3 月末，嘉城集团已完成土地整理但尚未出让的土地 1,214.4 亩（其中二环以内 928.8 亩，二环以外 285.6 亩），主要为商住、商业和商办用地。截至 2019 年 3 月末，嘉城集团未完成土地整理面积 1,252.2 亩，主要系商业、住宅用地。

由于政府与嘉城集团资金平衡机制尚未全部落地前，考虑到该科目规模较大（2018 年末存货-受托代建项目 172.73 亿元），该业务板块对公司资金形成一定占用，联合评级未来将持续关注对该类资产的资金平衡情况。

总体看，公司持续进行嘉兴市指定区域内的土地整理及市政代建工程业务，在建项目未来剩余投资规模较大，公司存在一定的筹资压力。

### （3）交通运营板块

公司高等级公路建设与运营业务由子公司嘉通集团负责，具体路产由嘉通集团子公司嘉兴市高等级公路投资有限公司、浙江杭浦高速公路有限公司及嘉兴市申嘉湖高速公路投资开发有限公司负责运营。截至 2019 年 3 月末，已通车道路为杭州湾跨海大桥北接线一期、07 省道、杭浦高速公路、申嘉湖高速公路、嘉绍通道北接线和钱江通道北接线一期（部分通车），其中杭州湾跨海大桥北接线（一期）、嘉绍高速北接线、杭浦高速公路、申嘉湖高速公路已开始实现稳定的通行费收入。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。公司控股的五条收费道路中嘉绍高速北接线为政府还贷公路，其他均为经营性公路。

表 7 截至 2019 年 3 月末公司已通车控股路产情况（单位：公里、年）

路段名称	里程	通车时间	公路性质	收费权期限	收费批文号
杭州湾跨海大桥北接线一期	24.79	2008	经营性	25	浙政办函〔2007〕63 号
07 省道	45.60	2007	经营性	25	浙政办函〔2008〕49 号
嘉绍高速北接线	43.26	2013	政府还贷	15	浙政办函〔2013〕56 号
杭浦高速	112.53	2008	经营性	25	浙政办函〔2008〕5 号
申嘉湖高速	59.10	2008	经营性	25	浙政办函〔2007〕62 号

资料来源：公司提供

通行费收入方面，近年来公司控股及参股的六条收费道路车流量持续增长，带动各自收入规模呈现稳步提升态势。2016—2018 年，公司分别实现通行费收入 14.41 亿元、16.57 亿元和 18.17 亿元。

表 8 2016—2018 年公司控股、参股公路通行费收入及日均车流量情况（单位：万元、辆/日）

项目	公路名称	通行费收入			车流量		
		2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
控股	杭州湾跨海大桥北连接一期	11,280.81	13,492.39	14,246.78	28,783	36,455	38,984
	07 省道	3,394.94	3,342.24	3,412.03	17,423	18,140	18,520
	嘉绍高速北接线	43,526.21	50,515.26	54,853.30	53,790	64,837	71,026
	杭浦高速	45,035.93	52,458.03	60,677.92	24,208	29,002	34,498



	申嘉湖高速	40,821.33	45,914.00	48,484.36	41,706	48,783	51,984
参股	钱江通道北接线一期	202.41	226.96	--	10,056	11,163	--
联营	嘉绍跨江大桥	52,704.67	63,808.64	68,944.18	31,662	37,324	40,470

注：嘉绍跨江大桥非公司控股路产，通行费不计入公司营业收入；钱江通道北接线一期 2015 年通行费收入计入营业收入，但因仅部分路段通车，尚未整体完工，2017 年通行费不再计入营业收入，调整至工程成本，并对 2016 年度数据进行了相应调整；2018 年 6 月，嘉萧高速公路划出公司合并范围后，钱江通道北接线一期不再作为公司控股路产

资料来源：公司提供

在建高速公路方面，目前公司在建道路主要有杭州湾跨海大桥北接线（二期），该项目总里程 27.60 公里，计划总投资 55.94 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 45.68 亿元，计划将于 2019 年 9 月末完工，公司资金来源主要是自筹以及财政支持。根据相应的测算，若杭州湾跨海大桥北接线（二期）2019 年 9 月底通车后，2019 年可为公司实现 4,745.00 万元的通行费收入。

### 控股路产情况

控股高速公路中杭州湾跨海大桥北接线是连接杭州湾跨海大桥和苏通大桥的重要通道，也是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”其中的一纵，一期全长 24.79 公里，于 2008 年 1 月建成通车，苏通大桥和杭州湾跨海大桥于同年 4 月和 5 月相继建成通车，杭州湾跨海大桥建成后缩短宁波至上海间的陆路距离 120 公里，是国道主干线同三线跨越杭州湾的便捷通道。2016—2018 年，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量及通行费收入均持续增长。2018 年，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量为 3.90 万辆，同比增长 6.85%，实现通行费收入 1.42 亿元，同比增长 5.19%，主要得益于路网培育以及私家车数量增加，此外周边乍嘉苏高速公路年久失修导致拥堵情况也间接增加了杭州湾跨海大桥北接线车流量。

07 省道为一级公路，是浙江省与江苏省对接的省地边界路，是浙江省的门户，于 2007 年 5 月完工通车，于 2012 年划转至公司。公司通行费收入先由收费站上交嘉兴市交通局，交通局扣除相关运营费用后每年返还给公司上年最后一季度以及当年前三季度的通行费收入。2016—2018 年分别实现通行费收入 0.34 亿元、0.33 亿元和 0.34 亿元。

嘉绍高速是《国家高速公路网规划》中“纵 2”沈阳至海口国家高速公路常熟至台州并行线的重要组成部分，嘉绍高速也是浙江省公路水路交通建设规划纲要（2003—2010 年）“两纵、两横、十八连、三绕、三通道”中的第二个通道，满足杭州湾南北两岸往来交通需求。公司控股的嘉绍高速北接线起点位于沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终于嘉绍大桥，全程均位于嘉兴市内，途经秀洲区、海盐县、海宁市。全长 43.26 公里，双向八车道，总投资概算 60.04 亿元，于 2013 年 7 月建成通车，2013 年以评估价值由在建工程转入固定资产。2016—2018 年，嘉绍高速北接线日均车流量及通行费收入均持续增长。2018 年，嘉绍高速北接线实现日均车流量 7.10 万辆，同比增长 9.57%，亦得益于路网培育、私家车数量增加以及周边乍嘉苏高速公路年久拥堵情况所间接增加的车流量；2018 年实现通行费收入 5.49 亿元，同比增长 8.71%。

杭浦高速公路为经营性高速公路，全长 112.53 公里，为国家高速公路路网南通至嘉兴的重要组成部分。2016—2018 年，杭浦高速日均车流量及通行费收入均持续快速增长。2018 年杭浦高速日均车流量为 3.45 万辆，同比增长 18.97%，实现通行费收入 6.07 亿元，同比增长 15.62%。但杭浦高速通车至今尚处于亏损状态。

申嘉湖高速公路为经营性高速公路，是“长三角”经济圈内由浙江省通往上海的五条大通道之一，也是浙江省高速公路网规划两纵两横十八连三绕三通道中的一连。申嘉湖高速全长 59.10 公里，于 2008 年通车运营。2016—2018 年，申嘉湖高速日均车流量及通行费收入均持续增长。2018 年日均车流量为 5.20 万辆，同比增长 6.56%，实现通行费收入 4.85 亿元，同比增长 5.66%。

### 参股及联营路产情况

钱江通道北接线一期项目原为公司控股路产，由原公司子公司嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司（以下简称“嘉萧高速公司”）负责运营管理及后续建设。项目分两期施工，施工一期工程从钱江隧道北出口连接至杭浦高速公路，2014年4月通车试运营（1.10公里），施工二期从杭浦连接至沪杭高速公路，因资金问题及为培育杭浦高速车流量而未开工建设。为解决施工二期的资金问题，该项目改由浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”）与嘉兴市政府合作采用PPP模式进行建设，项目资本金35%，其中浙江交投作为社会资本方持股70%，嘉兴市政府持股30%（其中公司占比50%，海宁市交通投资集团有限公司和桐乡市交通建设投资集团有限公司分别占36.15%和13.85%）。依据《嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司股权转让及增资扩股协议》，公司将持有的嘉萧高速公司股权转让给其他参与方，转让后嘉萧高速公司纳入浙江交投合并范围，钱江通道北接线一期项目由公司控股路产变为参股路产（公司持股15%）。根据嘉兴市交通运输局与嘉萧高速公司签署的PPP协议，后续运营期内，每年实际通行费收入达到约定收入的120%之前，嘉兴市交通运输局将对嘉萧高速公司进行缺口性补助；若通行费收入大于约定收入的120%时，超过部分全部归嘉兴市交通运输局所有。特许经营期结束后，按照约定将路产及相关资料等无偿移交给嘉兴市政府或其指定的机构。2015年以来，钱江通道北接线一期整体车流量及通行费规模均较小；其划出短期内对公司路产质量以及通行费收入影响较小。但在其通行费收入达到约定收入规模之前，预计公司可能将每年按出资比例承担部分补助性支出；且未来施工二期建成与一期贯通后，对公司其他路产可能产生的影响尚不确定。

与嘉绍高速北接线连接的嘉绍跨江大桥是公司浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（以下简称“嘉绍跨江大桥公司”）联营的路产，公司持股比例45%，2016—2018年取得的投资收益分别为1.38亿元、1.89亿元和2.24亿元。

总体看，公司路产质量好，主要高速公路车流量和通行费收入稳步增长。高速公路业务在建及拟建项目未来投资规模小，公司筹资压力不大。

#### （4）湘家荡区域的开发建设

湘家荡区域<sup>1</sup>的土地开发整理、基础设施建设、征迁安置由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”）负责。嘉湘集团收入来源主要为土地开发收入、房屋销售收入和工程代建收入，2018年上述板块分别实现收入1.41亿元、1.67亿元和2.13亿元。

土地开发整理方面，2014年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（以下简称“南湖区财政局”）、湘家荡开发建设管委会（以下简称“湘家荡管委会”）共同签署《土地一级开发整理协议》，由嘉湘集团负责土地一级开发整理工作。嘉湘集团通过自筹资金进行土地开发整理，整理完成的土地按照嘉兴市土地出让相关规划，移交至嘉兴市土储中心进行土地收储，嘉湘集团以嘉兴市土储中心拨付的土地收储款确认收入。嘉兴市土储中心在扣除省级税费后，全额返还给湘家荡管委会，再由湘家荡管委会拨付给嘉湘集团。

2016—2018年，嘉湘集团累计完成土地开发整理780亩，开发成本共计4.78亿元；累计收储土地520.89亩，确认土地开发收入7.75亿元，已全部回款。截至2019年3月末，嘉湘集团拥有已开发整理完成、可供出让土地1,822.07亩，考虑到土地出让进度及价格受政府土地出让计划及政策等因素影响，未来公司土地开发收入的实现存在一定不确定性。

<sup>1</sup>湘家荡区域开发建设范围由湘家荡旅游度假区、七星镇、城市东片楔形绿地及东栅街道半墩村、雀墓桥村（部分）三块区域组成，总面积约43平方公里，其中：湘家荡旅游度假区总规划面积7.15平方公里；七星镇镇域面积30.62平方公里（含湘家荡旅游度假区占地7.15平方公里）；城市东片楔形绿地及东栅街道半墩村、雀墓桥村（部分），面积约1.6万亩（约10.6平方公里）。2017年湘家荡区域成功扩容，区域面积增至47平方公里。

表 9 2016—2018 年嘉湘集团土地收储情况 (单位: 亩、万元、万元/亩)

时间	地块位置	面积	已投资额	收储单价	确认收入金额	已回款金额
2016 年	东至湘家荡西侧绿地公园, 南至规划道路, 西至亚太路, 北至灵湖北路	139.89	21,624.09	273.88	38,313.42	38,313.42
2017 年	东至长浜路, 南至嘉善塘支路, 西至亚太路, 北至角里街延伸地块	94.60	7,392.41	165.76	15,681.00	15,681.00
	东至康宁路, 南至杏花路, 西至罗庵港, 北至角里街延伸地块	108.40	7,981.00	84.61	9,172.00	9,172.00
2018 年	东至亚太路, 南至庄王港、西至灵湖西路、北至灵湖西路	178.00	13,450.45	80.33	14,298.21	14,298.21
合计	--	<b>520.89</b>	<b>50,447.95</b>	--	<b>77,464.63</b>	<b>77,464.63</b>

资料来源: 公司提供

安置房建设方面, 建设期嘉湘集团通过自有资金、银行借款等方式筹集资金, 最终主要依靠安置房销售收入来平衡安置房建设期的资金投入。湘家荡区域涉及拆迁安置的农户共 9,812 户, 上述农户将安置在大树绿苑小区、嘉城绿都、江南新家园、三家浜社区、湘都公寓、湘南公寓六大安置房小区。截至 2019 年 3 月末, 嘉湘集团六大安置小区总投资 67.89 亿元, 基本建设完毕, 尚需投资 2.50 亿元, 尚需投资规模不大, 嘉湘集团已完成 9,711 户农户的安置工作。

嘉湘集团所建设安置房安置农户后剩余 3,323 套, 根据《嘉兴市土地管理委员会会议纪要》((2014)3 号文件)和《关于湘都公寓、湘南公寓剩余拆迁安置房处置的审核意见》, 嘉湘集团剩余 1,198 套住宅及商业用房已转为商品房, 其中已销售 652 套。

工程代建方面, 嘉湘集团受湘家荡管委会的委托开展湘家荡区域内市政道路、桥梁、公园、园林景观及绿化等工程项目建设。嘉湘集团与湘家荡管委会、南湖区财政局共同签订《投资建设与转让收购协议》, 由嘉湘集团按照湘家荡管委会的项目建设要求, 筹集项目建设资金、组织项目施工建设, 待工程完工、交由湘家荡管委会验收合格后, 由南湖区财政局向公司拨付协议约定的工程款总额, 以平衡公司前期垫付的工程建设资金。

截至 2018 年末, 嘉湘集团主要完工代建项目有湖东区域一期项目工程、湘城大厦工程建设项目、角里街延伸段(老 07 省道绕城公路)拓宽改造工程等, 主要完工项目累计投资 5.19 亿元, 累计确认收入 5.44 亿元。

截至 2018 年末, 嘉湘集团主要在建项目 29 个, 项目类型多为市政道路、园林绿化, 主要在建项目总投资金额为 22.43 亿元, 已完成投资 15.51 亿元, 尚需投资 6.91 亿元, 2019—2021 年每年计划投资额约为 2 亿元, 上述项目验收合格后, 预计可获得工程回款 23.69 亿元; 拟建项目 3 个, 计划总投资规模为 2.05 亿元。

总体看, 嘉湘集团为湘家荡区域的唯一开发主体, 具有较强的区域垄断优势, 嘉湘集团土地开发收入易受政府政策影响, 未来收入规模存在一定不确定性, 工程代建尚需投资, 有一定的资本支出压力。

#### (5) 水务板块

公司水务业务主要由子公司水务集团负责, 业务主要涵盖原水供应、污水处理、危废处置、安装工程等, 收入主要来自供水和污水处理。

#### 供水业务

供水业务方面, 水务集团是嘉兴市唯一的市级供水单位, 主要负责嘉兴城乡一体化供水服务, 推进城乡供水一体化工程建设。截至 2019 年 3 月末, 水务集团建成供水管网长度为 4,100 公里(市区 1,100 公里, 县镇 3,000 公里), 服务区域 968 平方公里, 涵盖嘉兴市市区、南湖区及秀洲区, 业

务具有较强的区域专营优势。

截至 2019 年 3 月末，水务集团拥有石臼漾水厂和贯泾港水厂 2 个水厂，日供水能力合计达到 55 万吨。2016—2018 年，水务集团用户数量持续增长，分别为 56.56 万户、59.32 万户和 60.15 万户。随着用户数量增长，同期水务集团售水量保持同步增长，分别为 1.08 亿吨、1.14 亿吨和 1.17 亿吨。售水结构以居民生活用水和工商业用水为主，2018 年售水占比分别为 42.79%和 54.11%；漏损率维持在较低水平，2018 年为 9.94%。

表 10 2016—2018 年水务集团自来水供应业务运营数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
日供水能力（万吨/日）	55	55	55
用户数量（万户）	56.56	59.32	60.15
原水采购量（万吨）	14,412.31	15,190.10	15,278.03
平均日供水量（万吨/日）	36.23	38.29	38.51
供水量（万吨）	13,259.32	13,974.89	14,055.79
售水量（万吨）	10,781.87	11,389.61	11,715.54
管网漏损率（%）	13.80	12.36	9.94
供水收入（亿元）	2.29	2.65	3.23

资料来源：公司提供

售水价格方面，根据《关于调整嘉兴市区供水价格的批复》（嘉发改物〔2017〕218 号），2017 年，嘉兴市执行新的供水价格：居民用水价格第一级水量价格由每立方 1.60 元调整为 2.00 元，第二级水量价格由每立方 2.40 元调整为 3.00 元，第三级水量价格由每立方 3.20 元调整为 6.00 元；居民合表用户价格由每立方 1.65 元调整为 2.10 元；居民生活用水价格由每立方 1.65 元调整为 2.30 元；非居民生活用水价格每立方由 2.60 元调整为 3.45 元；特种用水价格由每立方 4.50 元调整为 5.80 元。

随着供水量增长以及供水价格调整，水务集团供水收入持续增长，2016—2018 年，供水收入分别为 2.29 亿元、2.65 亿元和 3.23 亿元；同期毛利率分别为 34.56%、38.44%和 45.10%。

### 污水处理业务

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（南湖区、秀洲区、经济开发区）和嘉善县、平湖市、海盐县、嘉兴港区的污水处理业务。截至 2019 年 3 月末，污水公司污水输送管网长度为 137 公里，输送泵站 17 座，服务区域 2,200 平方公里，服务人口 250 多万人；已有 3 万多家企事业单位、1,000 多个居民生活区块以及大多数的乡镇污水入网。截至 2019 年 3 月末，污水公司拥有污水处理厂 1 座，占地 670 亩，位于杭州湾大桥西侧，日处理污水规模为 60 万吨。污水公司污水处理工程自 2003 年投入运营以来，累计收集、输送、处理污水约 21 亿吨，COD 削减 75 万多吨，自 2008 年 4 月开始，出水水质稳定达到一级 A 排放标准。2016—2018 年，污水公司污水处理量持续下降，分别为 2.27 亿吨、2.26 亿吨和 2.03 亿吨。

表 11 2016—2018 年污水处理业务运营情况（单位：亿吨、公里、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
污水处理量	2.27	2.26	2.03
污水管网长度	137	137	137
污水处理收入	3.31	3.58	2.65

资料来源：公司提供

污水处理价格方面，目前污水公司的污水处理价格如下：居民污水处理费为 0.95 元/吨，非经营性污水处理费为 2.00 元/吨；经营性污水中化工、制革、印染、电镀、制药和造纸企业污水处理费为 2.80 元/吨，商业和服务企业污水处理费为 2.00 元/吨，其他工业企业污水处理费为 2.40 元/吨，特种行业污水处理费为 2.40 元/吨。2016—2018 年，污水公司分别实现污水处理收入 3.31 亿元、3.58 亿元和 2.65 亿元，2018 年开始污水处理费缴纳增值税致使当年收入下降；当期毛利率分别为 2.70%、-0.40%和-63.77%，受污水处理成本较高，以及收费受政府管制影响，污水处理业务产生亏损。

表 12 截至 2019 年 3 月末在建供水及污水处理项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计投资金额	未来投资计划		
			2019 年 4—12 月	2020 年	2021 年
嘉兴市域外配水市区分质供水工程（水厂部分）一期工程	40,059.77	2,141.16	3,871.80	30,000.00	4,046.81
嘉兴市污水处理扩容工程外排三期（输送管线及泵站部分）	105,710.26	15,808.92	15,159.84	40,000.00	34,741.50
嘉兴市三官塘河、陆家桥港水质提标工程	786.31	677.20	48.52	60.59	--
嘉兴市联合污水处理有限责任公司环保教育基地工程	670.81	224.29	190.19	256.33	--
嘉兴市贯泾港水厂水源生态湿地治理工程	22,772.66	19,908.08	951.98	1,912.60	--
石臼漾水厂一级水源保护区隔离防护提升完善工程	866.61	730.84	33.97	101.80	--
贯泾港水厂一级水源保护区隔离防护提升完善工程	2,270.48	642.89	1257.18	370.41	--
嘉兴市城东再生水厂配套污水引流工程	4,320.13	2,391.94	1,140.20	787.99	--
嘉兴市危险废物处置中心项目（二期）工程	11,524.39	2,781.37	5,186.28	3,556.74	--
<b>合计</b>	<b>188,981.42</b>	<b>45,306.69</b>	<b>27,839.96</b>	<b>77,046.46</b>	<b>38,788.31</b>

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，水务集团在建供水及污水处理项目 9 个，计划总投资 18.90 亿元，已投资 4.53 亿元，尚需投资 14.37 亿元，未来项目建设投资规模较大，面临一定资金压力。

### 原水投资

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。

市域外配水工程设计配水规模 2.3 亿立方米/年，远期配水量 3.2 亿立方米/年，设计服务人口 500 万，取水水源地为千岛湖金竹牌。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 2018 年末，原水公司已收到资本金 32.05 亿元。项目已于 2018 年 2 月开工，截至 2019 年 3 月末，已完成投资 28.78 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。

总体看，公司水务业务平稳发展，为公司带来持续稳定的现金流入，但同时污水处理业务产生亏损，未来在建及拟建项目投资规模大，面临较大资本支出压力，市域外配水工程未来运营期较长，收益实现受实际运营情况影响存在不确定性。

### （6）造纸业

嘉实集团造纸业务的经营主体为民丰特种纸股份有限公司（以下简称“民丰特纸”，为上市公司，证券代码为“600235.SH”）。民丰特纸主要经营产品为卷烟纸、工业配套纸、描图纸等，其中卷烟纸市场占有率较高。2016—2018 年，民丰特纸实现造纸收入分别为 12.77 亿元、13.56 亿元和 14.40 亿元。

原材料采购方面，民丰特纸生产所需的原材料主要为木浆，占公司造纸生产总成本的比例较高。

民丰特纸生产用原材料纸浆采购主要来自于国外，主要采购国家有巴西、印尼和瑞典等。民丰特纸与原材料供应商之间保持稳定合作关系。2016—2018年，民丰特纸分别采购木浆 10.78 万吨、11.76 万吨和 13.93 万吨，平均采购价格分别为 3,740 元/吨、4,920 元/吨和 5,308 元/吨，采购量及采购价格逐年上涨，造纸业成本增长较多。木浆采购价格受宏观经济影响较大，对民丰特纸成本有较大的影响，从而影响该板块盈利能力。

民丰特纸采用以销定产模式，2016—2018年，民丰特纸纸制品产能逐年下滑，2018年纸制品产能下降至 12.38 万吨，主要系卷烟纸因销量下降，产能随之调整所致。2016—2018年，民丰特纸产量随市场环境有所波动，2018年产量为 13.58 万吨，较上年有所下滑，主要受卷烟行业政策及行业竞争影响；同期，民丰特纸产能利用率均保持在 100% 以上，2018年产能利用率为 109.74%。

表 13 2016—2018 年民丰特纸主要产品生产情况（单位：吨、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
卷烟纸	37,000	37,466	101.26	39,000	34,372	88.13	30,600	28,114	91.88
工业配套用纸	87,930	89,161	101.40	86,770	100,271	115.56	90,380	104,757	115.91
描图纸系列	3,600	2,911	80.86	2,400	2,866	119.42	2,800	2,962	105.79
<b>合计</b>	<b>128,530</b>	<b>129,538</b>	<b>100.78</b>	<b>128,170</b>	<b>137,509</b>	<b>107.29</b>	<b>123,780</b>	<b>135,833</b>	<b>109.74</b>

资料来源：公司提供

民丰特纸销售收入主要来源于国内市场，2016—2018年国内市场销售收入占比均超过 95%。从销量看，卷烟纸销量受市场行情影响呈波动增长趋势。工业配套用纸主要包括湿强标签纸、镀铝原纸和格拉辛原纸<sup>2</sup>等品种。格拉辛原纸是商标材料的基纸，下游市场包括商城以及超市中售卖的产品。2016—2018年，民丰特纸工业配套用纸销售量受需求增加，逐年增长；描图纸销量呈逐年下滑态势。

从销售均价看，受政府部门公务用烟严格禁止、国家中烟销售策略的调整、市场竞争激烈等一系列因素影响，2016—2018年卷烟纸销售均价逐年下滑；工业配套纸和描图纸销售均价未发生较大波动。

表 14 2016—2018 年民丰特纸主要产品销售情况（单位：吨、亿元、元/吨）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	销量	销售金额	销售均价	销量	销售金额	销售均价	销量	销售金额	销售均价
卷烟纸	31,856	52,244	1.64	35,734	54,673	1.53	35,277	52,519	1.49
工业配套用纸	89,241	66,038	0.74	100,370	74,274	0.74	106,920	84,932	0.79
描图纸系列	3,111	4,044	1.30	2,625	2,888	1.10	2,548	3,692	1.44
<b>合计</b>	<b>124,208</b>	<b>122,326</b>	<b>0.98</b>	<b>138,729</b>	<b>131,834</b>	<b>0.95</b>	<b>144,745</b>	<b>141,143</b>	<b>0.97</b>

资料来源：公司提供

从民丰特纸下游客户看，2018年前五大客户销售额为 3.69 亿元，集中度为 25.64%，下游客户较为分散。

总体看，民丰特纸造纸收入主要来自于卷烟纸和工业配套纸，其中卷烟纸市场占有率较高，具有一定的规模优势；公司主要产品销售价格稳定，但原材料采购价格逐年上升，民丰特纸盈利能力

<sup>2</sup>格拉辛原纸是商标材料的基纸，也是标签纸、PET、PVC 等标签材料的主要品种。

逐年下滑。

#### (7) 商品销售

公司商品销售业务主要由嘉实集团负责。

嘉实集团经营的贸易品种主要为煤炭、油品和木浆。2016—2018年，嘉实集团贸易收入逐年增长，分别为18.42亿元、27.52亿元和27.87亿元；毛利率水平较低，分别为0.41%、0.84%和0.94%。

嘉实集团贸易收入主要来自煤炭贸易，2016—2018年煤炭贸易收入占比均超过80%。由于煤炭采购量扩大，嘉实集团与多家大型煤矿建立业务关系，2018年嘉实集团煤炭业务前五大供应商主要为深圳飞马国际供应链股份有限公司（采购比例为52.65%）、国电镇江燃料有限公司、上海宏禹矿产品有限公司、嘉兴隆晟能源有限公司和浙江隆福能源有限公司，前五大供应商采购金额合计25.46亿元，集中度为96.40%，集中度很高。

嘉实集团煤炭主要销往嘉兴及周边的热电、化纤和印染企业等终端客户，2018年前五大客户为上海启宁能源化工有限公司（销售比例为62.84%）、上海寰亚电力运营管理有限公司、浙江辉隆国际贸易有限公司、上海宏幸实业有限公司和广西荣盛能源有限公司，前五大客户销售金额合计21.87亿元，集中度为96.64%，集中度很高。

总体看，嘉实集团主要贸易品种为煤炭，2016—2018年业务规模快速扩张，但上下游集中度很高，毛利率水平低。

#### (8) 旅游业务

公司旅游板块主要来自子公司嘉城集团，少量来自于子公司嘉湘集团和嘉通集团。嘉城集团拥有嘉兴南湖景区、三大历史街区（梅湾街、月河街及芦席汇）以及月河客栈和沙龙宾馆两家酒店。

南湖为中国共产党的诞生地，南湖景区依托于此，以南湖红船为核心、以运河古城、历史街区为依托的旅游品牌，系5A级景区。2016—2018年以及2019年一季度，参观人数分别为90万人次、107.98万人次、131.25万人次和11.79万人次，同期实现门票收入2,483.28万元、3,514.30万元、5,869.74万元和578.90万元。

在建旅游项目方面，截至2019年3月末公司主要在建项目有嘉兴市南湖湖滨区域改造提升工程项目、嘉兴子城遗址公园改造工程和芦席汇历史街区保护性开发建设项目，总投资25.37亿元，累计已投资10.00亿元。

总体看，公司旅游景区经营业务是嘉兴市旅游服务业的重要组成部分，品牌优势显著。

### 3. 未来发展

公司为发展战略清晰、核心能力强、经营效率高、资源配置合理的国有资本投资运营平台。公司计划在未来实行国有资本授权经营体制改革和国有企业市场化运作，发挥国有资本投资运营平台作用，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。

公司的中期发展目标为优化财务生态、强化监督职责，即在2019年7月—2020年末，清理整合、盘活资产资源，优化财务生态，提高资本运作、税赋调节、增信担保和债务风险防控等能力。

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。

总体看，公司围绕国有资本投资运营平台的定位，制定了中长期发展目标，对公司长期发展较为有利，但公司改组时间较短，各发展目标的实现尚需一定时间。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年三年连审合并财务报表经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>3</sup> 审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

会计政策变更方面，2017 年，公司根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》文件规定，对 2017 年 1 月 1 日之后发生的与日常活动相关的政府补助，在计入利润表时，由原计入营业外收入改为计入其他收益或冲减相关成本费用；对于财政将贴息资金直接拨付给企业的，将对应的贴息资金从营业外收入调整冲减相关借款费用。2018 年根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），公司对财务报表格式进行了修订，本次修订对公司的资产总额、负债总额、净利润、其他综合收益等无影响。

合并范围变更方面，2018 年公司同一控制下合并嘉通集团、水务集团、嘉实集团和原水公司 4 家，截至 2018 年末，公司纳入合并范围一级子公司 6 家，合并范围内共拥有各级子公司 106 家。

总体看，公司执行财政部最新会计准则，按同一控制下企业合并处理对财务数据进行了追溯调整，财务数据可比性强。

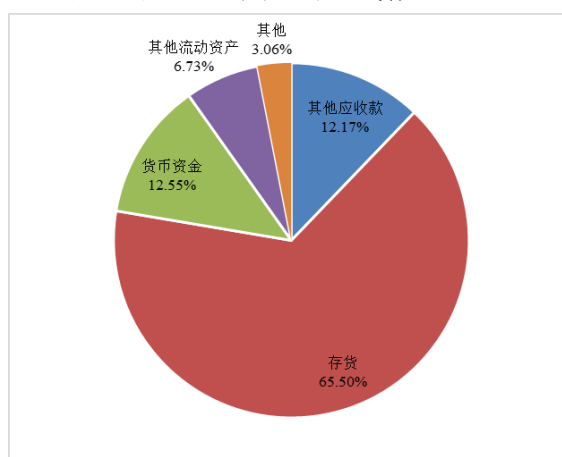
### 2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 6.20%。截至 2018 年末，公司资产总额 1,053.99 亿元，较年初增长 5.79%，主要系流动资产增长所致。公司流动资产和非流动资产占比分别为 56.69% 和 43.31%。

#### 流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 4.66%。截至 2018 年末，公司流动资产 597.51 亿元，较年初增长 11.46%，主要系存货和其他流动资产增加所致。公司流动资产以货币资金、其他应收款、存货和其他非流动资产为主。

图 1 截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 4.12%。截至 2018 年末，公司货币资金

<sup>3</sup> 华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）已于 2019 年 5 月 30 日正式更名为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。



74.96 亿元,较年初下降 17.78%,主要系在建项目持续投入所致;公司货币资金以银行存款(占 95.08%)为主。

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。2016—2018 年,公司其他应收款逐年下降,年均复合下降 14.44%。截至 2018 年末,公司其他应收款 72.70 亿元(应收股利 60.00 万元,其他应收款 72.69 亿元),较年初下降 8.46%,主要系收回的往来款规模较大所致。公司其他应收款账面余额中,来自前五名单位的欠款占 64.65%,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。

表 15 截至 2018 年末公司其他应收款账面余额前五名明细(单位:万元、%)

往来单位	款项性质	余额	占比
嘉兴市财政局	往来款	220,729.82	30.04
浙江嘉兴秀洲工业园区管理委员会	往来款	87,644.18	11.93
嘉兴市秀洲新区开发建设有限公司	往来款	80,247.70	10.92
杭州水务原水有限公司	往来款	45,905.01	6.25
嘉兴市南湖区绿舟农业科技发展的有限责任公司	往来款	40,535.00	5.52
合计	--	475,061.71	64.65

资料来源:公司审计报告

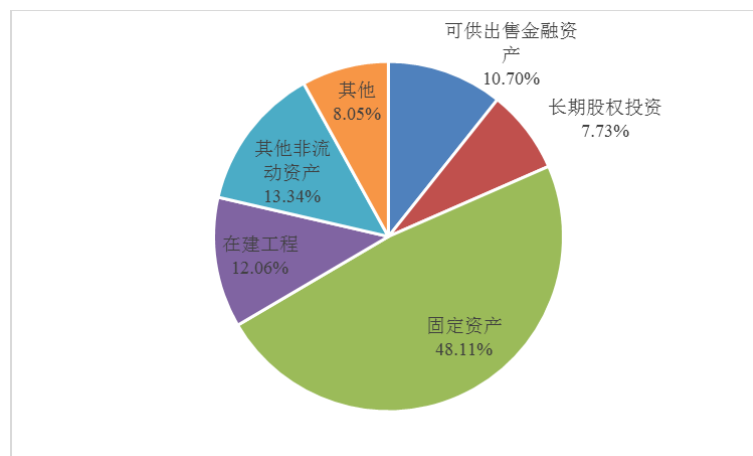
2016—2018 年,公司存货波动增长,年均复合增长 6.91%。截至 2018 年末,公司存货 391.35 亿元,较年初增长 15.68%,主要系代建项目及房地产项目持续投入所致。公司存货由受托代建项目(占 44.14%)和开发成本(占 40.26%)构成。

公司其他流动资产主要为购买的理财产品。2016—2018 年,公司其他流动资产快速增长,年均复合增长 107.18%。截至 2018 年末,其他流动资产 40.23 亿元,较年初增长 168.11%,主要系持有的理财产品规模大幅增加所致。

### 非流动资产

2016—2018 年,公司非流动资产波动增长,年均复合增长 8.34%。截至 2018 年末,公司非流动资产 456.48 亿元,较年初变化不大。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。

图 2 截至 2018 年末公司非流动资产构成



资料来源:公司审计报告

可供出售金融资产为公司持有的股票和企业股权，多按成本法进行计量。2016—2018年，公司可供出售的金融资产波动增长，年均复合增长 56.65%。截至 2017 年末，公司可供出售的金融资产 55.51 亿元，较年初大幅增长 178.74%，主要系公司投资增加所致。截至 2018 年末，公司可供出售的金融资产 48.86 亿元，较年初下降 11.97%，主要系公司按公允价值计量的可供出售权益工具减少所致，公司主要投资对象为宁波市杭州湾大桥发展有限公司、浙江省海港投资运营集团有限公司和沪杭铁路客运专线股份有限公司等。

2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 9.90%。截至 2018 年末，公司长期股权投资 35.29 亿元，较年初增长 13.48%，主要系增加对 3 家企业投资 0.57 亿元及权益法下确认了投资损益 3.96 亿元所致。公司主要投资对象为加西贝拉压缩机有限公司、嘉兴银行股份有限公司、浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司和嘉兴市燃气集团股份有限公司等。

2016—2018 年，公司固定资产逐年下降，年均复合下降 1.65%。截至 2018 年末，公司固定资产 219.63 亿元，较年初下降 3.27%，主要系累计折旧增加所致。公司固定资产主要由房屋建筑物、道路资产和机器设备构成，成新率为 65.44%，成新率一般。

2016—2018 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 21.18%。截至 2018 年末，公司在建工程 55.04 亿元，较年初增长 8.31%，主要系公司高速公路及公用事业基础设施持续投入所致。

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。2016—2018 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 39.19%。截至 2018 年末，公司其他非流动资产 608.94 亿元，较年初增长 3.01%。

截至 2018 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 21.53 亿元，资产受限比例 2.04%，受限比例低，主要为受限货币资金 1.76 亿元、用于借款抵押的存货 8.97 亿元、其他非流动资产 1.26 亿元、可供出售金融资产 7.31 亿元和长期股权投资 2.22 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 1,062.54 亿元，资产规模及资产构成较年初变化不大。截至 2019 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 21.88 亿元，受限资产规模小，主要为受限货币资金 2.11 亿元、用于借款抵押的存货 21.88 亿元、其他非流动资产 1.26 亿元、可供出售金融资产 7.31 亿元和长期股权投资 2.22 亿元。

总体看，公司资产规模逐年增长，资产结构较为均衡，货币资金充裕，高速公路及公用事业类形成的固定资产经营获现能力强，但基建项目形成的存货、其他非流动资产规模较大，对公司资金形成一定占用，公司整体资产质量良好。

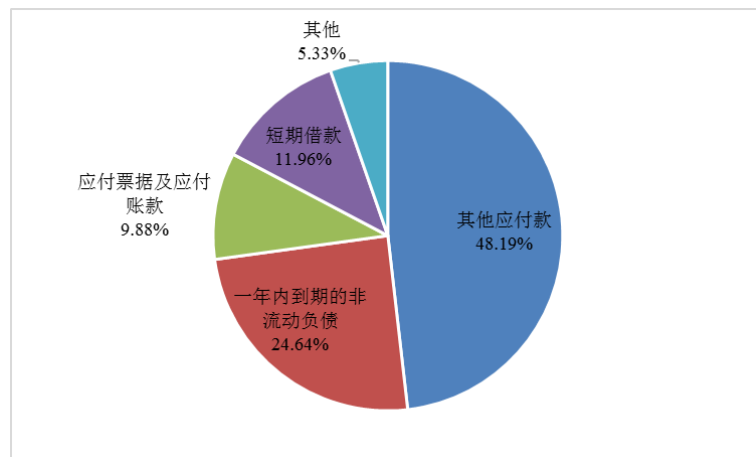
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2016—2018 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 2.09%。截至 2018 年末，公司负债总额 658.16 亿元，较年初增长 6.18%，主要系流动负债增长所致。流动负债和非流动负债占比分别为 45.82% 和 54.18%，公司负债结构较为均衡。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 26.56%。截至 2018 年末，公司流动负债 301.55 亿元，较年初增长 27.51%，主要系应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图 3 截至 2018 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 4.04%。截至 2018 年末，公司短期借款 36.07 亿元，较年初增长 9.16%，主要系借款规模扩大所致。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长 42.85%。截至 2018 年末，公司新增应付票据 10.68 亿，主要为银行承兑汇票。截至 2018 年末，公司应付账款 19.11 亿元，较年初增加 3.49 亿元，主要系未付工程款和未付货款增长所致。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 31.33%。截至 2018 年末，公司其他应付款 145.31 亿元，较年初增长 21.98%，主要系与关联单位及嘉兴市政府部门的往来款增长所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 33.36%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 74.30 亿元，较年初增长 69.79%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券大幅增加所致。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年下降，年均复合下降 10.30%。截至 2018 年末，公司非流动负债 356.61 亿元，较年初下降 6.98%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 45.26%）、应付债券（占 38.06%）和长期应付款（占 12.93%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款逐年下降，年均复合下降 15.02%。截至 2018 年末，公司长期借款 161.41 亿元，较年初下降 12.32%，主要系一年内到期的长期借款重分类所致。

2016—2018 年，公司应付债券逐年下降，年均复合下降 5.43%。截至 2018 年末，公司应付债券 135.71 亿元，较年初变化不大。公司存续债券共 20 只，在不考虑债券回售的情况下，公司于 2021 年面临一定的集中偿付压力。

表 16 公司存续债券到期期限分布（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
到期金额	43.16	74.30	--	18.24	135.71

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016—2018 年，公司长期应付款逐年下降，年均复合下降 9.87%。截至 2018 年末，公司长期应付款 46.10 亿元，较年初下降 3.32%，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 2018 年末，公司全部债务 449.59 亿元，较年初增长 2.07%。公司全部债务中短期债务金额

127.06 亿元（占 28.26%），长期债务金额 322.53 亿元（占 71.74%），以长期债务为主，长期债务每年需偿还规模均较大，面临一定集中偿付压力。从债务指标看，截至 2018 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 62.44%、53.18%和 44.90%，分别较年初上升 0.23 个百分点、下降 0.74 个百分点和下降 3.04 个百分点，公司债务负担适中。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 660.65 亿元，较年初略有增长，负债规模及负债构成较年初变化不大。公司全部债务<sup>4</sup>409.53 亿元，其中短期债务 97.70 亿元（占 23.86%），长期债务 311.83 亿元（占 76.14%）；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 62.18%、50.47%和 43.69%，公司债务负担适中。

总体看，公司负债规模持续扩大，债务规模大，债务结构以长期债务为主，存续债券面临一定集中偿付压力。

### 所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 14.30%。截至 2018 年末，公司所有者权益合计 395.83 亿元，较年初增长 5.15%，主要系资本公积增长所致。归属于母公司所有者权益为 298.77 亿元（占 75.48%），其中实收资本占 6.81%、资本公积占 80.70%、未分配利润占 11.19%，所有者权益稳定性较好。

2016—2018 年，公司资本公积逐年增长，分别为 202.23 亿元、224.43 亿元和 241.10 亿元，主要来自政府拨入的项目建设资金以及地方政府债券置换。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计 401.89 亿元，较年初增长 1.53%，主要系其他综合收益及少数股东权益增加所致。

总体看，公司所有者权益逐年增长，权益稳定性较好。

### 4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，分别为 91.56 亿元、114.34 亿元和 124.74 亿元，年均复合增长 16.72%。同期，公司营业成本同趋势变化，分别为 75.54 亿元、100.36 亿元和 112.93 亿元，年均复合增长 22.27%，增幅高于营业收入增幅。受此影响，公司营业利润率快速下降，分别为 16.25%、11.28%和 8.86%。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用逐年下降，年均复合下降 3.96%。截至 2018 年末，公司期间费用 21.32 亿元，较上年下降 6.49%，主要系财务费用减少所致。2018 年，公司费用收入比为 17.09%，较上年下降 2.85 个百分点，费用控制能力一般。

2016—2018 年，公司分别实现投资收益 2.82 亿元、4.68 亿元和 5.12 亿元，主要为长期股权投资收益和持有可供出售金融资产的投资收益；同期，公司获得政府补助 9.52 亿元、13.87 亿元和 9.21 亿元。2016—2018 年，公司投资收益和政府补助分别占营业利润的 409.98%、214.88%和 366.28%，公司利润实现高度依赖于投资收益及政府补助。

2016—2018 年，公司净利润分别为 2.96 亿元、8.78 亿元和 3.87 亿元。

从盈利指标看，2017—2018 年，公司总资产收益率分别为 2.95%和 1.97%，总资产报酬率分别为 2.52%和 1.68%，净资产收益率分别为 2.58%和 1.00%，整体看公司盈利能力持续下降，整体盈利能力一般。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 30.74 亿元，净利润 0.36 亿元，公司营业利润率为 8.57%。

总体看，公司收入规模快速增长，但公司盈利能力一般，利润实现高度依赖于投资收益及政府

<sup>4</sup> 截至 2019 年 3 月末，公司全部债务未包含其他流动负债和长期应付款中有息债务。

补助。

#### 5. 现金流

从经营活动看，2016—2018年，公司经营活动现金流入规模有所波动，分别为182.86亿元、201.82亿元和190.35亿元；同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合增长18.30%，主要系商品销售收入和天然气管道收入增加所致；公司收到其他与经营活动有关的现金分别为86.08亿元、84.61亿元和55.07亿元，主要为公司往来款、政府补助和利息收入。2016—2018年，公司经营活动现金流出分别为144.60亿元、135.47亿元和172.13亿元；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，分别为73.76亿元、100.33亿元和142.34亿元，主要系公司业务规模不断扩大所致。2016—2018年，公司经营活动现金流量净额有所波动，分别为38.26亿元、66.35亿元和18.23亿元，均保持净流入状态。2016—2018年，公司现金收入比分别为105.53%、102.40%和108.40%，现金收入实现质量较好。

从投资活动看，2016—2018年，公司投资活动现金流入规模有所波动，分别为39.06亿元、24.17亿元和48.43亿元，以赎回理财产品产生的现金为主。2016—2018年，公司投资活动现金流出量分别为47.56亿元、55.44亿元和94.31亿元，主要为在建项目投入及投资支付的现金。近三年，公司投资活动净现金流均呈净流出状态，分别为-8.51亿元、-31.26亿元和-45.88亿元，经营活动现金流不能满足投资需求，公司存在一定的对外融资需求。

从筹资活动看，2016—2018年，公司筹资活动现金流入分别为270.77亿元、169.58亿元和160.68亿元，2018年公司取得借款收到现金128.61亿元；同期，筹资活动现金流出分别为301.22亿元、186.79亿元和148.49亿元，主要为偿还债务支付的现金，2018年公司偿还债务支付了117.31亿元。2016—2018年，公司筹资活动净额分别为-30.45亿元、-17.21亿元和12.18亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额为7.15亿元，投资活动现金流量净额为3.67亿元，筹资活动现金流量净额为-2.26亿元。

总体看，公司经营活动现金呈净流入状态，经营获现能力较好，但投资活动现金流持续呈现净流出状态，公司存在一定的外部融资需求。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年末，公司流动比率分别为2.90倍、2.27倍和1.98倍，速动比率分别为1.08倍、0.84倍和0.68倍，均逐年下滑。同期，公司现金短期债务比分别为1.16倍、0.83倍和0.60倍。截至2019年3月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为2.07倍、0.72倍和0.89倍，较年初稍有提高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA波动增长。2018年，公司EBITDA为33.91亿元，主要由利润总额（占13.90%）、折旧（占44.66%）和计入财务费用的利息支出（占36.83%）构成。2016—2018年，公司EBITDA利息保障倍数分别为1.40倍、1.52倍和1.48倍，EBITDA对利息的保障能力尚可；同期，公司EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.09倍和0.08倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年3月末，公司对外担保余额54.69亿元，担保比例为13.61%，担保对象主要为嘉兴市南湖新市镇开发建设集团有限公司、嘉兴市湘德实业发展有限公司、浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司等嘉兴市国有企业，或有风险较低。

截至2019年3月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2019 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度为 491.33 亿元，尚未使用额度为 244.30 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构代码：G1033040100003930J），截至 2019 年 5 月 21 日，公司无已结清的不良信贷记录。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，考虑到公司经营获现能力强，且在嘉兴市国企改革中地位突出，能够获得很强的政府支持，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

#### 7. 母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 108.79 亿元，所有者权益 99.84 亿元。2018 年母公司未实现营业收入，利润总额 2.33 万元。

截至 2019 年 3 月末，母公司资产总额 107.83 亿元，所有者权益 99.84 亿元，负债 7.99 亿元，母公司资产负债率 7.41%，无有息债务。2019 年 1—3 月，母公司未实现营业收入，利润总额 0.45 亿元。

### 八、本次债券偿还能力分析

#### 1. 本次债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年末，公司全部债务为 449.59 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 30 亿元，对公司现有债务规模影响较小。

截至 2018 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 62.44%、53.18%和 44.90%。以公司 2018 年末报表财务数据为基础，预计本次公司债发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别上升至 65.29%、54.78%和 47.11%，分别上升 2.85 个百分点、1.60 个百分点和 2.21 个百分点，公司债务负担有所加重；考虑到公司募集资金用于偿还公司到期债务，公司实际债务负担低于上述预测值。

#### 2. 本次债券偿还能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 33.91 亿元，为本次债券发行额度（30 亿元）的 1.13 倍，EBITDA 对本次债券的保障能力较高。2018 年经营活动产生的现金流入额为 190.35 亿元，为本次债券发行额度的 6.35 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度很高。2018 年经营活动现金流量净额为 18.22 亿元，为本次债券发行额度的 0.61 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司地位、股东背景、政府支持等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

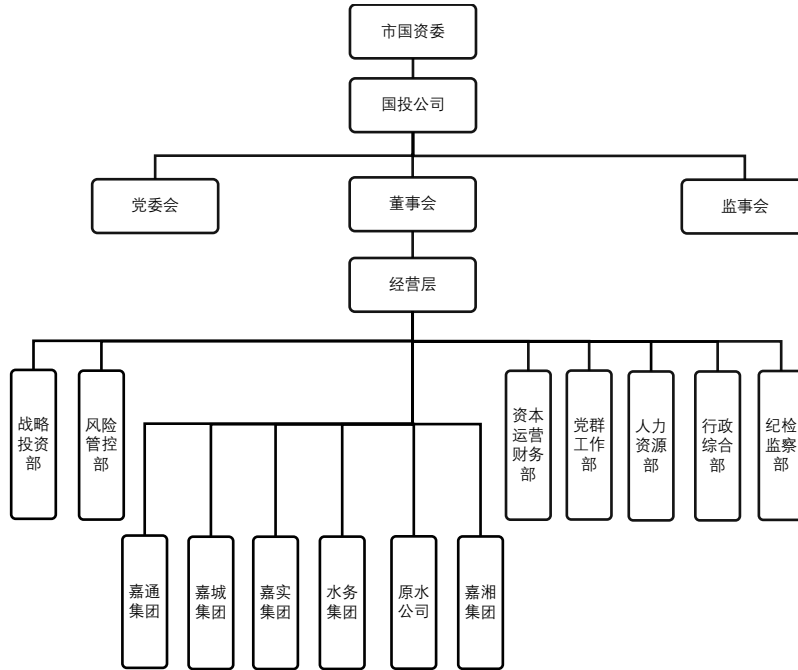
### 九、综合评价

公司是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。联合评级对公司的评级反映了公司外部发展环境良好，在区域业务开展以及获取政府支持方面具有显著优势。成立以来，公司陆续获得资产划转，发展基础不断夯实。改组后，公司经营规模迅速扩大，拥有的经营资源较为优质，相关产业区域垄断优势明显。同时，联合评级也关注到公司改组时间较短、项目投资规模较大等不利因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着嘉兴市经济的持续发展，公司业务开展空间较大，公司未来业务规模有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 组织结构图





附件 2 并表主要子公司情况（截至 2018 年末）

子公司名称	主要经营地	注册地	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	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	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	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	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	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	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：公司审计报告

### 附件3 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额(亿元)	934.43	996.32	1,053.99	1,062.54
所有者权益(亿元)	302.96	376.45	395.83	401.89
短期债务(亿元)	78.83	93.81	127.06	97.70
长期债务(亿元)	405.28	346.67	322.53	311.83
全部债务(亿元)	484.10	440.47	449.59	409.53
营业收入(亿元)	91.56	114.34	124.74	30.74
净利润(亿元)	2.96	8.78	3.87	0.36
EBITDA(亿元)	33.47	39.80	33.91	--
经营性净现金流(亿元)	38.26	66.35	18.22	7.15
应收账款周转次数(次)	--	29.15	13.47	--
存货周转次数(次)	--	0.29	0.31	--
总资产周转次数(次)	--	0.12	0.12	--
现金收入比率(%)	105.53	102.40	108.40	98.76
总资本收益率(%)	--	2.95	1.97	--
总资产报酬率(%)	--	2.52	1.68	--
净资产收益率(%)	--	2.58	1.00	--
营业利润率(%)	16.25	11.28	8.86	8.57
费用收入比(%)	25.25	19.94	17.09	15.75
资产负债率(%)	67.58	62.22	62.44	62.18
全部债务资本化比率(%)	61.51	53.92	53.18	50.47
长期债务资本化比率(%)	57.22	47.94	44.90	43.69
EBITDA利息倍数(倍)	1.40	1.52	1.48	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.07	0.09	0.08	--
流动比率(倍)	2.90	2.27	1.98	2.07
速动比率(倍)	1.08	0.84	0.68	0.72
现金短期债务比(倍)	1.16	0.83	0.60	0.89
经营现金流动负债比率(%)	20.32	28.05	6.04	2.46
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.12	1.33	1.13	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 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. 本报告将 2016—2018 年其他流动负债和长期应付款中带息部分纳入债务核算, 2019 年一季度债务数据未经调整; 4. 2019 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未经年化

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-营业税金及附加)/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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿还能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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。

## 联合信用评级有限公司关于 浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司 2019年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司的相关状况，如发现浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司、监管部门等。

