



2020年嘉兴创意投资开发有限公司公司债券 2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年嘉兴创意投资开发有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
20 嘉创债/20 嘉兴创意债	AA+	AA+

评级观点

本次评级结果是考虑到：嘉兴市南湖区工业经济发展向好，数字经济全省领先，对外贸易表现强劲，经济总量持续提升，嘉兴创意投资开发有限公司（以下简称“嘉兴创意”或“公司”）主要经营南湖新区范围内工程代建、土地整理和房屋租赁等业务，未来业务仍有一定持续性，在财政补贴和资产注入方面持续得到外部支持；且嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司（以下简称“嘉服集团”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司应收款项和存货占比高，资产流动性仍较弱，债务期限结构短期化，2023年集中到期债务规模大，面临一定的短期偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司委托代建和土地业务仍有一定持续性，且将持续获得一定力度的外部支持。

评级日期

2023年6月27日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	103.73	61.15	52.47
所有者权益	67.44	38.46	36.24
总债务	24.27	18.65	11.33
资产负债率	34.98%	37.11%	30.93%
现金短期债务比	0.53	4.11	2.88
营业收入	7.67	4.51	7.32
其他收益	0.51	0.00	0.00
利润总额	0.99	1.03	1.05
销售毛利率	17.61%	18.88%	17.75%
EBITDA	2.01	1.63	1.45
EBITDA 利息保障倍数	1.68	1.92	1.85
经营活动现金流净额	-8.02	1.05	-0.45

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **南湖区作为嘉兴市科技创新核心区，数字经济全省领先，对外贸易表现强劲。**嘉兴民营经济发达，高新技术和数字经济等产业发展水平高；作为嘉兴市科技创新核心区，南湖区工业经济发展向好，数字经济全省领先，对外贸易表现强劲，经济总量持续提升，2022年实现地区生产总值770.41亿元，同比增长2.5%。
- **公司基础设施建设业务有一定持续性。**公司是南湖区基础设施建设主体之一，仍主要经营南湖新区范围内工程代建、土地整理和房屋租赁等业务，2022年营业收入大幅增长71.44%，截至2022年末，公司仍有一定规模的在建和拟建项目，存货中仍有一定规模的未结算土地整理成本，未来业务有一定持续性。
- **公司继续获得外部支持。**2022年公司本部及子公司获得南湖新区管委会给予的补助收入合计5,093.24万元，一定程度提升了公司的利润水平；南湖区国有资产监督管理委员会（以下简称“南湖区国资委”）将嘉兴市南湖新区开发建设有限公司（以下简称“新区公司”）100%股权无偿划拨至公司，公司资本实力大幅增强。
- **嘉服集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，嘉服集团主体长期信用等级为AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2022年末，应收类款项和存货合计占总资产的58.18%，存货中的土地整理成本和工程施工成本即时变现能力较差，应收款项回收时间存在一定不确定性，对公司资金形成一定占用。
- **公司债务短期化程度高，面临一定的短期偿债压力。**截至2022年末，公司总债务增至24.27亿元，债务规模增长快，一年以内集中到期债务规模大，现金短期债务比降至0.53，且考虑到公司经营活动现金流表现较弱，在建项目尚需一定支出，需关注公司债务偿付情况。
- **公司仍面临一定或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保余额合计13.28亿元，占期末净资产的比重达19.69%，均为对当地国有企业的保证担保，未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
嘉兴创意	嘉兴市南湖新区主要的基础设施建设主体	103.73	67.44	7.67
嘉兴凤新	南湖区凤桥镇基础设施建设和国有资产运营主体	104.84	56.20	7.16
南湖城建	南湖区主城区主要的基础设施、土地整理、安置房建设和水利工程建设主体	113.64	54.80	7.48
嘉兴特钢	南湖区特钢新城范围内基础设施建设和投融资主体	91.87	46.94	3.81

注：（1）嘉兴凤新为嘉兴市凤新投资开发有限公司的简称，南湖城建为嘉兴市南湖城市建设投资集团有限公司的简称，嘉兴特钢为嘉兴特钢新城开发有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年末/2022年度数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是嘉兴市南湖区的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南湖区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与南湖区政府的联系非常紧密以及对南湖区政府非常重要。同时，中证鹏元认为南湖区政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+ (20 嘉创债/20 嘉兴创意债)	2022-06-08	徐宁怡、徐铭远	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+ (20 嘉创债/20 嘉兴创意债)	2019-12-19	贾聪、张伟亚	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
20 嘉创债/20 嘉兴创意债	8.00	6.40	2022-06-08	2027-01-09

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年1月9日发行7年期8亿元公司债券，募集资金计划7.50亿元用于嘉兴市南湖新区产业园项目、0.50亿元用于补充流动资金。截至2023年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额合计为85.18万元。

三、发行主体概况

截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为35,600.00万元，控股股东仍为嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司（以下简称“南湖投资”），实际控制人仍为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”），股权结构图见附录二。

公司是南湖区基础设施建设主体之一，仍主要经营南湖新区范围内工程代建、土地整理和房屋租赁等业务。2022年公司合并报表范围新增3家子公司，截至2022年末，公司合并报表范围共5家子公司，详见附录四。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
嘉兴东裕投资有限公司	99.00%	金融业	新设
嘉兴市南湖新区开发建设有限公司	100.00%	投资与资产管理	划拨
嘉兴市秀水社区服务有限公司	70.00%	服务业	划拨

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对

于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，

降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

嘉兴市作为上海大都市圈、杭州都市圈重要城市，区位及交通优势显著，经济实力较强，工业基础较好；作为浙江省全面接轨上海的“桥头堡”，在推动长三角一体化发展中面临广阔的发展前景和机遇

区位特征：嘉兴市位于上海大都市圈、环太湖经济圈、杭州湾经济圈交汇处，区位和交通优势显著，文化旅游资源丰富。嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹地，东邻上海，西南连杭州，北接苏州，与三大城市形成1小时经济圈，是长三角城市群、上海大都市圈重要城市、杭州都市圈副中心城市，区位条件优越。嘉兴市作为沪杭、苏杭交通干线中枢，沪昆铁路、沪杭高铁穿境而过，高速公路四通八达，杭州湾跨海大桥直达宁波，京杭大运河纵贯全境，内河航运发达，并拥有全球百大集装箱港口之一的嘉兴港，交通极为便利，未来嘉兴机场军民改建工程、沪嘉城际轨道项目、通苏嘉甬铁路、沪乍杭铁路、嘉湖城际铁路等重大交通基础设施项目将持续推进“枢纽嘉兴”建设，打造长三角核心区综合交通枢纽。嘉兴市陆地面积3,915平方公里，海域面积4,650平方公里，下辖南湖、秀洲2个区，海宁、桐乡、平湖3个县级市，嘉善、海盐2个县，拥有3个国家级经开区、1个国家级高新区、1个国家级保税区¹。2022年末全市常住人口555.10万人，较2010年增长超100万人，增幅达23.3%，人口净流入规模达180万人²，较2010年增长66.0%，人口吸附能力较强。

¹ 3 个国家级经开区分别为嘉兴经济技术开发区、嘉善经济技术开发区、平湖经济技术开发区，1 个国家级高新区为嘉兴高新技术产业开发区，1 个国家级保税区为嘉兴综合保税区，为国家一类开放口岸。

² 人口净流入规模=常住人口-户籍人口，2022年末嘉兴市户籍人口374.85万人，2010年末嘉兴市人口净流入规模为108.57万人。

图 1 嘉兴市区位图


资料来源：嘉兴市国土空间总体规划（2020-2035 年）草案，中证鹏元整理

嘉兴市文化旅游资源丰富。嘉兴是国家历史文化名城，有着7,000年的人类文明史，亦是中国共产党诞生地，马家浜文化、红色文化、吴越文化、运河文化、古镇文化等人文资源内涵丰富。嘉兴名人辈出，涌现出茅盾、徐志摩、金庸、陈省身、王国维、丰子恺等名家大师。嘉兴还是中国优秀旅游城市，以红色旅游、水乡古镇游、滨海度假游、乡村休闲游为主导，拥有南湖风景名胜区、乌镇古镇、西塘古镇3个5A级景区，以及盐官（钱江潮）、南北湖、绮园等10个4A级景区，为长江三角洲重要旅游目的地之一。2022年，全市接待国内外游客3,001.05万人次，实现旅游收入428.77亿元，同比分别下降6.8%和12.8%。

经济发展水平：嘉兴市经济实力较强，民营经济较发达，对外贸易有力拉动了经济增长，2022 年 GDP 增速下滑，土地市场明显降温。近年嘉兴市经济持续增长，2022 年经济体量位于全省中游水平，增速较上年下滑 6 个百分点，位于全省下游水平。嘉兴市民营经济较为发达，2022 年全市规上工业民营企业增加值占比 64.7%，对经济贡献较大。嘉兴市产业结构以第二产业为主导，2022 年三次产业结构为 2.1:55.2:42.7。从经济驱动因素来看，2022 年全市固定资产投资平稳增长，制造业投资增长 18.4%，高新技术产业投资增长 25.8%；消费市场稳步复苏，其中电商零售高速增长，全市 85 家电商企业零售额 53.79 亿元，同比增长 38.5%；进出口总额增长 16.3%，对经济增长起到明显拉动作用。土地市场方面，2022 年嘉兴市土地市场明显降温，全年经营性用地和涉宅用地出让成交金额均大幅下滑。按常住人口计算，嘉兴市 2022 年人均 GDP 为 12.18 万元，为全国平均水平的 142.12%，2022 年嘉兴市位列全国地级市数字百强市第 37 位、先进制造业百强市第 26 位，整体经济实力较强。

表2 2022年浙江省部分地市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
杭州市	18,753.00	1.5%	15.15	2,450.60	3,202.24
宁波市	15,704.30	3.5%	16.33	1,680.13	1,205.03
温州市	8,029.80	3.7%	8.30	573.85	1,156.56
绍兴市	7,351.00	4.4%	13.73	540.09	727.70
嘉兴市	6,739.45	2.5%	12.18	596.47	855.04
金华市	5,562.47	2.5%	7.80	489.16	844.94
湖州市	3,850.00	3.3%	11.28	387.30	546.19
舟山市	1,951.30	8.5%	16.68	156.15	82.72

资料来源：各政府网站，中证鹏元整理

表3 嘉兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	6,739.45	2.5%	6,355.28	8.5%	5,563.58	3.5%
固定资产投资	-	7.2%	-	6.2%	2,570.79	3.0%
社会消费品零售总额	2,342.73	3.0%	2,275.04	8.7%	2,141.11	-2.3%
进出口总额	4,400.00	16.3%	3,783.80	24.0%	3,052.32	7.8%
人均 GDP（万元）		12.18		11.63		10.25
人均 GDP/全国人均 GDP		142.12%		143.65%		141.54%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：政府网站，中证鹏元整理

产业情况：嘉兴市工业实力较强，产业结构持续优化，数字经济发展水平较高。嘉兴市工业基础较好，以电子信息、装备制造、新材料、新能源、纺织等为支柱产业，近年聚焦制造强市和数字赋能两大战略，加快打造长三角核心区全球先进制造业基地，着力培育现代纺织、新能源、化工新材料、汽车制造、智能家居五大产业集群，积极发展战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业，不断推进制造业转型提质，产业结构持续优化，总体呈现稳中有进的发展态势。2022年，嘉兴市实现规上工业增加值2,815.63亿元，同比增长3.9%，增速低于全省0.3个百分点，汽车制造业、计算机通信业和电气机械制造业增加值分别增长22.8%、22.5%和20.8%；新兴产业发展壮大，全市规模以上高技术制造业、数字经济核心制造业、装备制造业、战略性新兴产业和高技术产业增加值占规上工业增加值的比重分别为17.8%、20.7%、42.2%、44.0%和70.5%。数字经济方面，近年嘉兴市积极推进南湖区、嘉善县、桐乡市三个省级数字经济创新发展试验区建设，做优做强浙江柔性电子技术产业园、秀洲桃园数字小镇、海宁泛半导体产业园、中国电科乌镇基地等数字经济园中园，打造了一批有影响力的数字产业集群。2022年，全市数字经济核心产业增加值730.85亿元，占GDP的比重为10.8%，列全省第2位，占比较上年提高0.8个百分点。截至2022年末，全市境内外上市公司80家，位于全省第4位，市值超500亿元的有合盛硅业、华友钴业、福莱特、卫星化学、中国巨石、斯达半导等。

财政及债务水平：2022年嘉兴市综合财力有所减弱，财政收入质量较好，且财政自给能力较高。2022年，嘉兴市实现一般公共预算收入596.47亿元，按自然口径计算下降11.6%，扣除留抵退税因素后下降1.0%，近三年税收收入占比均保持在85%以上，财政收入质量较好，2022年财政自给率有所下降。嘉兴市政府性基金收入主要为土地出让金收入，2022年受土地市场行情影响，嘉兴市政府性基金收入有所下滑，其中国有土地使用权出让收入同比下降20.5%。区域债务方面，嘉兴市地方政府债务余额持续扩张，2022年末规模为1,626.09亿元，近三年复合增长率为17.9%。

表4 嘉兴市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	596.47	674.80	598.80
税收收入占比	87.77%	90.44%	92.72%
财政自给率	72.06%	85.02%	84.08%
政府性基金收入	855.04	1,010.74	804.67
地方政府债务余额	1,626.09	1,319.03	1,169.84

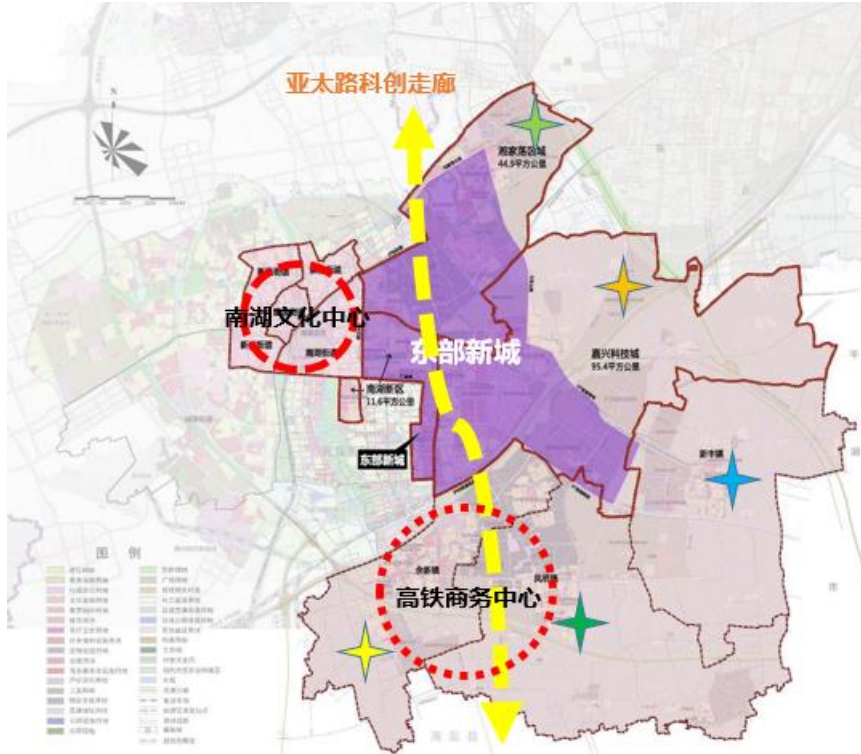
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；2022年地方政府债务余额为预计数。

资料来源：嘉兴市财政预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

南湖区是嘉兴市主城区，作为嘉兴市科技创新核心区，工业经济发展向好，数字经济全省领先，对外贸易表现强劲，近年经济总量持续提升，但2022年南湖区综合财力有所下降

区位特征：南湖区为嘉兴市主城区，交通便利，文化旅游资源较丰富。南湖区是嘉兴市主城区，位于浙江省北部杭嘉湖平原，是嘉兴经济、政治、文化中心，辖9个街道³、4个镇，总面积439平方公里。区内交通便利，沪昆铁路、沪杭高铁过境而过，沪昆、常台等高速公路交错贯通，京杭大运河贯穿全境，内河航运较发达。南湖区文化旅游资源较丰富，是马家浜文化发源地、中国革命红船起航地，拥有南湖风景区(5A级)、梅花洲景区(4A级)、湘家荡旅游度假区(4A级)等旅游景点。截至2022年末，南湖区常住人口为87.20万人，较2010年大幅增长42.23%，城镇化率达87.9%。

³ 南湖区域城南街道、长水街道由嘉兴经济技术开发区代管，南湖区管理口径数据不含城南街道、长水街道，经济数据未特殊说明均为管理口径数据。

图2 南湖区“十四五”时期空间布局


资料来源：《嘉兴市南湖区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

经济发展水平：近年南湖区经济总量持续增长，对外贸易表现强劲，2022年固定资产投资下降对经济增长形成一定拖累。近年南湖区经济持续增长，2022年实现地区生产总值770.41亿元，同比增长2.5%，经济增速较上年下滑6.3个百分点，经济体量在嘉兴市下辖区县中处于中游。南湖区产业结构以第二、三产业为主导，近年第二产业占比持续提升，三次产业结构由2020年的2.1:43.6:54.3调整为2022年的2.1:47.6:50.4。从经济增长动能来看，近年南湖区固定资产投资增速波动明显，其中2021年增速达30.8%，有力拉动了当年经济增长，2022年受服务业投资下滑影响，固定资产投资出现下降，对经济增长形成一定拖累，但制造业投资仍保持28.0%的增速；近年南湖区消费增速有所波动，但整体消费规模保持增长趋势；近年南湖区对外贸易表现强劲，进出口总额维持较高增速，2022年同比增长24.2%。按常住人口计算，2022年南湖区人均GDP为12.33万元，为全国人均GDP的143.92%，经济发展水平较好。

表5 2022年嘉兴市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
海宁市	1,247.00	0.7%	11.32	95.08	197.21
桐乡市	1,209.67	2.6%	11.47	105.84	137.00
嘉善县	863.48	5.0%	13.05	80.48	91.52
南湖区	770.41	2.5%	12.33	35.12	40.65
平湖市	746.64	3.1%	13.96	68.86	85.37
海盐县	639.84	0.2%	13.65	62.37	68.62

秀洲区 622.31 4.3% 12.18 24.70 59.89

注：1、除人均GDP外，其他指标为管理口径数据，其中南湖区剔除城南街道、长水街道，秀洲区剔除嘉北街道、塘汇街道，平湖市剔除嘉兴港区；2、南湖区人均GDP=管理口径GDP/第七次全国人口普查数据，其他地区人均GDP=全口径GDP/2022年末地区常住人口。

资料来源：各政府网站，中证鹏元整理

表6 南湖区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	770.41	2.5%	729.91	8.8%	637.80	5.2%
固定资产投资	310.38	-4.7%	325.63	30.8%	249.04	7.5%
社会消费品零售总额	370.14	1.5%	364.55	9.2%	341.57	-2.2%
进出口总额	398.14	24.2%	319.53	33.2%	239.24	19.0%
人均GDP（万元）		12.33		11.69		10.21
人均GDP/全国人均GDP		143.92%		144.30%		140.94%

注：2020-2021年人均GDP均按照第七次全国人口普查数据624,655人计算。

资料来源：嘉兴市南湖区2020-2022年国民经济和社会发展统计公报中证鹏元整理

产业情况：南湖区是嘉兴市科技创新核心区，工业经济发展向好，数字经济全省领先。作为嘉兴市科技创新核心区，近年南湖区深入实施创新驱动发展战略，形成了电子信息、智能制造、生物医药、文化创意等千亿级产业集群，成功创建国家检验检测高技术服务业集聚区、国家知识产权强县工程试点区、国家科技进步先进区、省级创新型试点城区。工业上形成了以新一代信息技术、智能装备制造为标志的主导产业，规上工业总产值连续多年超过千亿元，2022年达1,271.41亿元，同比增长4.5%，规上工业增加值同比增长4.1%，高新技术增加值占规上工业增加值比重达到76.92%，同比增加6.55个百分点，主要代表性企业有卫星化学、斯达半导、闻泰通讯、博创科技、明新旭腾等。三产上大力培育和引进金融服务、文化创意、现代物流、电子商务等现代服务业，南湖基金小镇成功创建为浙江省首批特色小镇。同时，南湖区坚持“数字经济强区”战略，全力推进数字经济系统和省级数字经济创新发展试验区建设，推动数字经济新产业加速集聚，2022年规上数字经济核心产业制造业增加值63.79亿元，同比增长4.3%，数字经济发展综合评价连续四年位列全省第十。

发展规划及机遇：在长三角一体化战略背景下，南湖区以数字经济为引领，不断提升产业链供应链现代化水平，同时把创新作为引领高质量发展的核心动力，积极打造G60科创走廊核心区。随着长三角一体化建设持续推进，南湖区将加强与区域城市全方位、多层次的交流与合作，加快融入长三角城市群，积极承接上海溢出资源，面临较好的发展机遇。

财政及债务水平：2022年南湖区综合财力及财政自给能力有所下滑，财政收入质量整体较好。受宏观经济环境及房地产市场下行的双重压力下，近年南湖区一般公共预算收入和政府性基金收入有所波动，使得地区综合财力波动下滑。2022年，南湖区实现一般公共预算收入35.12亿元，同比下降11.2%（扣除留抵退税因素后下降4.0%），近三年税收收入占比有所下滑，但均在82%以上，财政收入质量仍较好，近年南湖区财政自给能力波动下降，2022年财政自给率为64.80%；2022年，南湖区政府性基金

收入为 40.65 亿元，同比下降 28.3%，主要系土地出让收入大幅下滑所致。区域债务方面，近年南湖区地方政府债务余额持续扩张，2022 年末规模为 120.10 亿元，近三年复合增长率为 10.04%。

表7 南湖区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	35.12	39.53	34.73
税收收入占比	82.00%	86.49%	87.88%
财政自给率	64.80%	79.60%	77.84%
政府性基金收入	40.65	56.67	51.76
地方政府债务余额	120.10	106.57	99.18

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：2020-2022 年南湖区财政预算执行情况的报告，中证鹏元整理

投融资平台：南湖区基础设施投融资建设主要由南湖投资及下属子公司承担。南湖投资为南湖区核心平台，控股股东为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”），下属子公司分别负责凤桥镇、余新镇、特钢新城、南湖新区等区域的基础设施建设，职责定位较为明确，业务划分清晰，具体见下表。

表8 截至 2022 年末南湖区主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
南湖投资	嘉兴市国资委	263.09	56.89%	32.42	264.31	南湖区核心平台，最重要的基础设施建设和国有资产运营主体
嘉兴创意	南湖投资	67.44	34.98%	7.67	24.27	嘉兴市南湖新区主要的基础设施建设主体
嘉兴凤新	南湖投资	56.20	46.40%	7.16	33.13	南湖区凤桥镇基础设施建设和国有资产运营主体
南湖城建	南湖投资	54.80	51.78%	7.48	39.71	南湖区主城区主要的基础设施、土地整理、安置房建设和水利工程建设主体
嘉兴特钢	南湖投资	46.94	48.90%	3.81	25.72	南湖区特钢新城范围内基础设施建设和投融资主体
嘉兴市嘉南投资发展有限公司	南湖投资	45.19	51.75%	3.82	33.77	南湖区余新镇基础设施建设和投融资主体

注：除嘉兴创意外，其他公司总债务数据为 2021 年末数据，嘉兴市凤新投资开发有限公司、嘉兴市嘉南投资发展有限公司总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，未考虑其他债务调整项；其他财务数据为 2022 年度/2022 年末数据

资料来源：iFinD，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

嘉兴市南湖新区（东栅街道）隶属于嘉兴市南湖区，位于嘉兴市城市东南区域，是嘉兴市城市“东进南移”的核心区域。南湖新区（东栅街道）区域面积 11.86 平方公里，下辖 10 个社区。近年来，南湖新区（东栅街道）实施“产业兴城、产城融合”双轮驱动发展战略，围绕嘉兴电子商务产业园（嘉兴国际创意文化产业园）、南湖基金小镇、南湖 CBD 等三大省市级服务业创业创新平台，重点发展电商（文创）产业、金融（创新）产业、现代商务商贸（总部经济）等城市经济。2022 年，南湖新区（东栅街道）实现财政收入 26.42 亿元，同比增长 17.3%，其中一般公共预算收入 11.26 亿元，同比增长 53.2%。

五、经营与竞争

公司仍主要在南湖新区区域内开展委托代建、土地整理和房屋租赁等业务，2022年在委托代建和土地整理业务的带动下，公司营业收入大幅增长，土地整理业务结算方变更为南湖基金开发

2022年公司仍主要在南湖新区区域内开展委托代建、土地整理和房屋租赁等业务，受委托方结算进度和土地出让增加影响，该年度公司委托代建和土地整理业务收入均有所增长，带动营业收入大幅增长71.44%。2022年公司房屋租赁业务毛利率有所降低，同时，因道路保洁业务部分2021年成本推迟至2022年确认导致亏损，上述因素使公司整体销售毛利率略有下降。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
委托代建	57,366.43	74.80%	17.20%	30,998.95	69.30%	17.20%
土地整理	9,268.00	12.09%	23.08%	5,090.23	11.38%	23.08%
房屋租赁	9,857.20	12.85%	15.35%	7,890.15	17.64%	20.72%
道路保洁	196.86	0.26%	-8.70%	753.19	1.68%	1.11%
合计	76,688.49	100.00%	17.61%	44,732.52	100.00%	18.22%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

2022年公司委托代建项目收入有所增长，存货中待结算规模尚可，未来收入仍易受区域内建设规划和结算安排影响；自持自营项目投资回收期较长，存在一定不确定性

作为嘉兴市南湖新区基础设施建设的主体之一，公司仍负责南湖新区区域内市政工程、安置房等项目的建设。2013年公司与嘉兴市南湖新区财政局（以下简称“南湖新区财政局”）签订了《代建工程项目回购框架合同》，南湖新区财政局将相关基础设施建设工程委托给公司进行建设，公司负责项目前期的报批、资金筹集和建设等工作，公司每年根据代建项目建设进度与南湖新区财政局进行结算，当期结算款项为实际总成本并加收一定的管理费用，具体结算结果根据当期收入确认函进行确认。2020年公司与南湖新区财政局、嘉兴市东栅基础设施投资建设有限公司⁴（以下简称“东栅公司”）签订《代建工程项目回购框架合同补充协议》作为补充，约定公司建设项目在达到验收条件的情况下部分项目可由东栅公司进行回购，并及时与公司结算工程款，具体回购项目由当期确认的《代建收入确认函》为准。

受代建项目建设及结算进度影响，2022年公司代建收入有所增长，结算方均为东栅公司。截至2022年末，公司存货中仍有一定规模的未结算开发成本，可为公司业务带来一定持续性。截至2022年末，公司主要在建项目计划总投资为196,901.75万元，未来尚需投入资金65,492.41万元；拟建项目计划总投资

⁴ 实控人为嘉兴市南湖新区东栅街道政务服务中心。

33,302.99万元；考虑到嘉兴市南湖新区产业园项目和南湖新区时代大厦项目有债券募集资金支持，公司资金支出压力可控。公司未来代建业务仍易受区域内建设规划和结算安排影响，自持自营项目投资回收期较长，存在一定不确定性。

表10 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资
*嘉兴市南湖新区产业园项目	115,310.99	87,071.27
南湖新区时代大厦	55,932.94	27,322.41
南湖区图书馆	19,604.48	13,725.57
双溪路景观整治改造工程	2,056.20	1,148.12
嘉兴市国际创意文化产业园综合整治改造工程	3,997.14	2,141.97
合计	196,901.75	131,409.34

注：（1）*系本期债券募投项目，嘉兴市南湖新区产业园项目与南湖新区时代大厦均为自持自营项目；（2）嘉兴市南湖新区产业园项目 2021 年评级报告中披露的截至 2021 年末累计已投资金额为 87,499.07 万元，其中包含了不属于本期债券募投项目的其他基础设施委托代建项目部分 4,662.12 万元，故高于本次报告中披露的截至 2022 年末已投资金额 87,071.27 万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至 2022 年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	计划总投资
基金小镇地下停车场及绿化配套工程	2023.09-2025.04	19,540.00
南溪路（中环东路-三环东路）品质提升工程	2023.08-2024.11	13,762.99
合计	-	33,302.99

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地整理业务

2022年公司土地整理业务结算方变更为南湖基金开发，同期收入有所增长，该板块业务收入易受土地出让情况影响

公司土地整理业务主要为嘉兴市南湖新区范围内土地的前期平整和开发，通过对片区内道路工程、绿化工程、给排水工程、供电工程、管网工程等配套设施进行建设，使之成为可供出让的熟地。2013年公司与嘉兴市南湖区政府（以下简称“南湖区政府”）签订了《代建工程项目回购框架协议》，南湖区政府将相关基础设施建设工程委托给公司进行建设，公司负责项目前期的报批、资金筹集和建设等工作，公司每年根据代建项目建设进度与南湖区政府进行结算，当期结算款项为实际总成本并加收一定的管理费用，具体结算结果根据当期收入确认函进行确认。2020年公司与南湖区政府、新区公司和嘉兴市南湖新区管委会（以下简称“新区管委会”）签订《土地整理开发合作协议补充协议》，约定新区公司按照新区管委会的土地整理规划全面负责土地整理工作的计划制定和日常管理，具体整理工作由新区公司委托公司实施，并对公司的整理支出进行复核，按照土地整理成本加成30%的比例结算给公司。

2022年，公司与新区公司及嘉兴市南湖区基金小镇开发建设有限公司⁵（以下简称“南湖基金开发”）签订新的《土地整理开发合作协议补充协议》，约定由南湖基金开发按照新区管委会的土地整理规划全面负责土地整理工作的计划制定和日常管理，并对公司的整理支出进行复核，按照土地整理成本加成30%的比例返还给公司。

2022年，公司整理的土地对外出让收入增加，公司土地整理业务收入有所增长，均为南湖基金开发与公司结算。截至2022年末，公司存货中土地整理成本余额为87,805.96万元，未来土地整理业务有一定持续性，但收入实现进度仍受区域土地出让情况影响。

（三）其他业务

房屋租赁、道路保洁等业务仍对公司收入形成一定补充

公司为配合南湖新区的资产运作及产业转移工作，通过租入部分闲置房屋，经过改造装修转租给中小微企业，或者将自有房屋出租给区域内中小微企业，以此来收取租金。2022年公司管理的房产增加，租赁收入有所增加，但受物业、电费、装修改造等成本上升影响，毛利率有所下降。此外，公司开展道路保洁等业务，对公司收入规模构成一定补充。

2022年公司在补贴和资产注入方面继续获得外部支持

公司作为南湖新区主要的基础设施建设平台，2022年公司本部及子公司获得南湖新区管委会给予的补助收入合计5,093.24万元，一定程度提升了公司的利润水平。此外，南湖区国资委将新区公司100%股权无偿划拨至公司，增加公司资本公积16.78亿元，公司资本实力大幅增强。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围新增3家子公司。

资本实力与资产质量

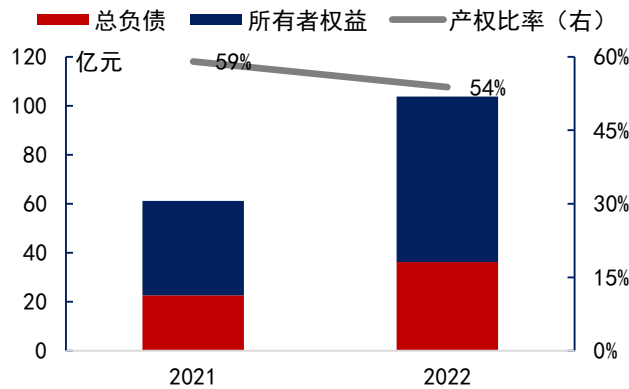
随着南湖新区管委会将新区公司100%股权无偿划拨至公司，以及投资性房地产由成本模式调整为公允价值模式计量，公司资产规模大幅攀升，但应收款项和存货占比较高，整体流动性仍较弱

2022年，由于南湖区国资委将新区公司100%股权无偿划拨至公司，以及投资性房地产由成本模式调整为公允价值模式计量，公司资产规模大幅攀升。截至2022年末，公司所有者权益主要由实收资本、

⁵ 实控人为南湖区国资委。

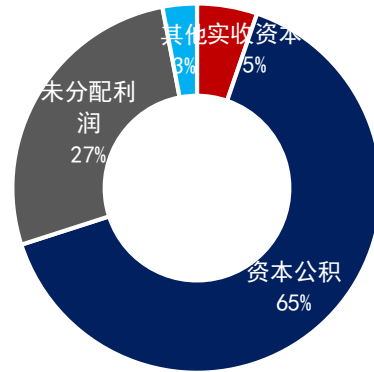
资本公积和未分配利润组成，公司产权比率降至54%，所有者权益对负债的保证程度有所提高。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司资产主要以应收账款、其他应收款、存货及投资性房地产组成，上述资产合计占公司总资产的86.49%。公司应收账款主要为应收东栅公司和南湖基金开发的代建工程及土地整理业务款项，由于合并新区公司且2022年公司委托代建和土地整理业务收入尚未回款，应收账款规模有所增加；此外，需要关注的是，公司应收浙江扣一口酒业有限公司的36.01万元租金收入，因对方发生债务困难被列入失信人名单而面临较大坏账风险。其他应收款主要系与当地政府及其他国有企业的往来款；总体来看，公司应收款项的回收风险可控，但回款时间存在一定不确定性，且对公司资金形成一定占用。公司存货为土地整理成本和工程施工成本，因结算从而规模有所减少。投资性房地产为公司对外出租的工业厂房、办公楼等，对外出租以获得收益，2022年投资性房地产大幅攀升，一方面是由于划入新区公司所致，另一方面是公司投资性房地产由成本模式计量改为公允价值模式计量，导致账面价值由8.75亿元大幅增值至21.03亿元，2022年末其中3.37亿元因贷款抵押受限；未来需关注若区域房地产市场行情变化对公司投资性房地产公允价值波动带来的影响。

其他资产方面，截至2022年末，公司货币资金余额大幅减少，其中0.01亿元因作为贷款户预留利息而使用受限，受限比例很小。

整体来看，2022年公司资产规模大幅增长，但应收款项和存货占比较高，存货中的土地整理成本和工程施工成本即时变现能力较差，应收款项回收时间存在一定不确定性，对公司资金形成一定占用，公司总体资产流动性仍较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.97	5.75%	10.18	16.65%
应收账款	22.41	21.60%	11.56	18.91%

其他应收款	8.34	8.04%	4.00	6.55%
存货	37.94	36.58%	25.71	42.05%
流动资产合计	75.25	72.55%	51.47	84.17%
在建工程	1.62	1.56%	0.52	0.84%
长期应收款	2.00	1.93%	2.00	3.27%
投资性房地产	21.03	20.27%	3.30	5.39%
无形资产	1.02	0.99%	0.67	1.10%
非流动资产合计	28.48	27.45%	9.68	15.83%
资产总计	103.73	100.00%	61.15	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司销售毛利率有所降低，利润总额略微下降，政府补助对公司盈利形成有益补充

公司在南湖新区区域内开展委托代建、土地整理和房屋租赁等业务，受委托方结算进度和土地出让金额增加影响，2022年公司委托代建和土地整理业务收入均有所增长，带动营业收入实现增长。因2022年公司房屋租赁板块物业、电费及装修改造等成本增加，房屋租赁业务毛利率有所降低，拉低了公司整体销售毛利率。2022年公司获得5,093.24万元政府补助，对公司盈利形成有益补充，公司利润总额略微下降。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	7.67	4.51
营业利润	1.00	0.45
其他收益	0.51	0.00
利润总额	0.99	1.03
销售毛利率	17.61%	18.88%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模有所增加，2023年集中到期债务规模较大，现金短期债务比表现较弱，面临一定短期偿债压力

公司负债中有息部分占比仍较高。由于合并公司和公司加大融资力度，公司债务大幅增加，以银行借款和债券融资为主，债务期限集中于1年以内和3年以上。

经营性负债方面，其他应付款主要为公司与其他单位的往来款；应交税费主要系应交所得税和应交增值税，存续规模较大；递延所得税负债系部分投资性房地产由成本模式计量变更为公允价值模式计量分摊的应纳税暂时性差异。

表14 截至 2022 年末公司主要债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	4.00%-6.90%	10.55	8.85	0.70	1.00	-
债券融资	3.95%-4.80%	12.42	2.08	1.61	1.60	7.13
合计	-	22.97	10.93	2.31	2.60	7.13

注：表中未包括租赁负债和应付票据。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.50	12.40%	2.00	8.81%
应交税费	4.79	13.20%	3.97	17.51%
其他应付款	3.75	10.33%	0.05	0.23%
一年内到期的非流动负债	6.43	17.72%	0.48	2.10%
流动负债合计	19.92	54.91%	6.52	28.72%
长期借款	1.70	4.68%	3.30	14.54%
应付债券	10.34	28.49%	11.93	52.55%
递延所得税负债	3.43	9.44%	0.00	0.00%
租赁负债	0.90	2.48%	0.95	4.19%
非流动负债合计	16.36	45.09%	16.18	71.28%
负债合计	36.29	100.00%	22.69	100.00%
总债务	24.27	66.87%	18.65	82.19%
其中：短期债务	11.33	31.23%	2.48	10.91%
长期债务	12.94	35.65%	16.18	71.28%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务规模有所增加，2022年末资产负债率下降至34.98%，EBITDA利息保障倍数虽有所下降但表现仍尚可。公司一年以内集中到期债务规模大，现金短期债务比大幅下降且表现较弱，需关注公司短期债务偿付情况。

公司资金需求主要来自项目建设及债务的还本付息，公司在建项目尚需一定资金投入，且考虑到公司短期债务规模较大，截至2022年末，公司共获得银行授信额度13.20亿元，其中未使用授信额度2.25亿元，剩余额度不大，2022年公司经营活动现金类呈现大幅净流出，公司短期内存在一定的流动性缺口，面临一定的还本付息压力。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	34.98%	37.11%
现金短期债务比	0.53	4.11
EBITDA 利息保障倍数	1.68	1.92

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现尚可，组织架构和人员配置可以满足日常经营活动需要

环境方面，根据公司提供的说明，截至2023年6月6日，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据公司提供的说明，截至2023年6月6日，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。2023年3月，公司因违规建筑被责令拆除9处建筑物，建筑总面积为8,407.22平方米。

治理方面，公司按照《公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定，制定了《公司章程》，建立了法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司组织架构和人员配置可以满足日常经营活动需要。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计13.28亿元，占期末净资产的比重达19.69%，为对控股股东南湖投资及当地国有企业的保证担保，未设置反担保措施，公司仍面临一定的或有负债风险。

表17 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
	1.70	2025.05.10	否
嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司	1.70^	2023.05.15	否
	6.30	2026.01.30	否
	1.58	2024.06.29	否
嘉兴科技城投资发展集团有限公司	2.00*	2023.02.13	否
合计	13.28	--	--

注：表中^对应担保南湖投资已进行续贷，仍将由公司承担担保责任；*所对应担保已正常到期。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司由嘉兴市国资委间接控制100.00%股权，主要在南湖新区开展业务。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南湖区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与南湖区政府的联系非常紧密。公司主要管理人员由南湖区国资办任命，南湖区政府对公司具有绝对的经营管理控制力，公司业务主要来源于南湖区政府相关单位委托，近年得到大力外部支持，未来与南湖区政府的关系较为稳定。

(2) 公司对南湖区政府非常重要。公司从事工程代建和土地整理等业务，虽经营规模一般，政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的，但公司是发债主体，若违约将对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

嘉服集团经营情况良好，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升本期债券的安全性

嘉服集团对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并出具了担保函。保证担保的范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。如本期债券分期发行，则嘉服集团保证担保的范围为各期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。在本期债券到期时，如嘉兴创意不能全部兑付债券本息，嘉服集团应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求嘉服集团承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求嘉服集团履行保证责任。嘉服集团承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求嘉服集团承担保证责任的，嘉服集团免除保证责任。

嘉服集团成立于2002年，由嘉兴市国资委投资设立，成立时名称为嘉兴市商贸资产经营投资有限公司，注册资本为3,815万元，后历经更名、增资和股权变动，嘉服集团更为现名，截至2022年末，嘉服集团注册资本和实收资本均为10.00亿元，嘉兴市国资委持有其90%股权，浙江省财务开发有限责任公司持有其10%股权。嘉服集团承担着嘉兴市国有资产投资与经营管理任务，主要业务包括商贸流通、毛纺织、融资租赁、城市基础设施建设、租赁等。

2022年嘉服集团实现营业收入12.52亿元，同比下降21.79%，销售毛利率较上年下降6.51个百分点。截至2022年末，嘉服集团总资产为371.70亿元，负债规模有所减少，资产负债率降至52.75%。

表18 嘉服集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
城市基础设施建设	0.04	-	0.01	100.00%
商贸流通	5.19	-	3.22	6.55%

毛纺	2.12	-	2.20	10.07%
融资租赁	0.90	-	1.03	74.14%
租赁	1.16	-	1.32	60.80%
其他	3.11	-	2.50	42.56%
合计	12.52	23.42%	10.28	29.93%

注：其他包括租赁业务水电费、提供劳务、市民卡服务、停车费等；未获取嘉服集团 2022 年毛利率明细

资料来源：嘉服集团提供和嘉服集团 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表19 嘉服集团主要财务指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
总资产	371.70	375.97
所有者权益	175.61	164.33
总债务	--	134.08
资产负债率	52.75%	56.29%
现金短期债务比	--	0.52
营业收入	12.52	10.28
其他收益	0.46	0.50
利润总额	0.34	2.00
销售毛利率	23.42%	29.93%
EBITDA	--	5.86
EBITDA 利息保障倍数	--	1.30
经营活动现金流净额	3.00	1.94

资料来源：嘉服集团 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

嘉服集团地处嘉兴市，嘉兴市经济发展势头好，工业实力强劲，为其发展提供了良好外部环境，嘉服集团持续在资产注入以及财政补贴上获得外部支持；同时中证鹏元也关注到了嘉服集团基础设施建设板块业务收入规模较小，机场和火车站等自营项目未来收益存在一定不确定性，商贸流通和毛纺等市场化业务盈利能力较弱，以工程投入为主的存货和在建工程占比较大，部分资产因抵质押担保、用于资产支持证券基础资产等原因而受限，资产流动性仍较弱，且对外担保带来一定的或有负债风险。

经中证鹏元综合评定，嘉服集团主体长期信用等级为AA+，其为本期债券提供的全额不可撤销连带责任保证担保可为本期债券本息的偿付提供有效保障。

十、结论

嘉兴市民营经济发达，高新技术和数字经济等产业发展水平高，作为嘉兴市科技创新核心区，南湖区工业经济发展向好，数字经济全省领先，对外贸易表现强劲，经济总量持续提升，2022年实现地区生产总值770.41亿元，同比增长2.5%，为公司发展提供了良好的外部环境。公司是南湖区基础设施建设主体之一，主要负责南湖新区范围内工程代建、土地整理和房屋租赁等业务，公司存货中尚有一定规模未

结算的土地整理成本和代建施工成本，收入具有一定的可持续性。与此同时，公司总债务规模继续增长，经营现金流表现较弱，债务短期化程度高，面临一定的短期偿债压力，总体来看公司抗风险能力尚可。此外，嘉服集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升本期债券的安全性。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20嘉创债/20嘉兴创意债”的信用等级为AA+。

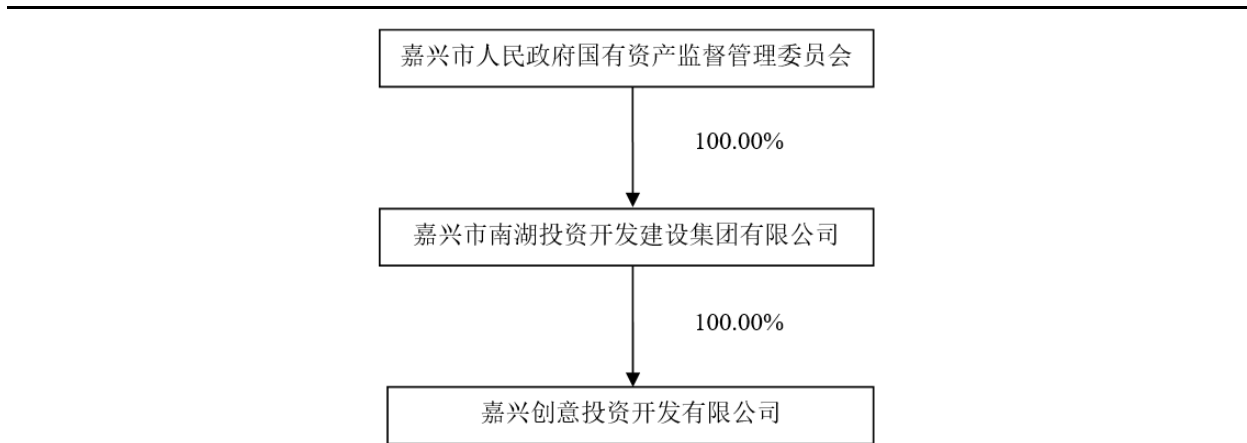
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	5.97	10.18	3.45
应收账款	22.41	11.56	7.70
应收票据及应收账款	22.41	11.56	7.70
存货	37.94	25.71	25.87
流动资产合计	75.25	51.47	44.29
固定资产	0.36	0.36	0.37
在建工程	1.62	0.52	0.00
投资性房地产	21.03	3.30	3.39
非流动资产合计	28.48	9.68	8.18
资产总计	103.73	61.15	52.47
短期借款	4.50	2.00	0.00
应付账款	0.01	0.00	0.00
应交税费	4.79	3.97	3.69
其他应付款	3.75	0.05	1.20
一年内到期的非流动负债	6.43	0.48	1.20
流动负债合计	19.92	6.52	6.10
长期借款	1.70	3.30	2.20
应付债券	10.34	11.93	7.93
非流动负债合计	16.36	16.18	10.13
负债合计	36.29	22.69	16.23
其中：短期债务	11.33	2.48	1.20
总债务	24.27	18.65	11.33
所有者权益	67.44	38.46	36.24
营业收入	7.67	4.51	7.32
营业利润	1.00	0.45	0.84
其他收益	0.51	0.00	0.00
利润总额	0.99	1.03	1.05
经营活动产生的现金流量净额	-8.02	1.05	-0.45
投资活动产生的现金流量净额	-1.48	-0.43	-4.10
筹资活动产生的现金流量净额	4.13	6.10	4.78
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	17.61%	18.88%	17.75%
资产负债率	34.98%	37.11%	30.93%
短期债务/总债务	46.69%	13.28%	10.59%
现金短期债务比	0.53	4.11	2.88
EBITDA（亿元）	2.01	1.63	1.45

EBITDA 利息保障倍数	1.68	1.92	1.85
---------------	------	------	------

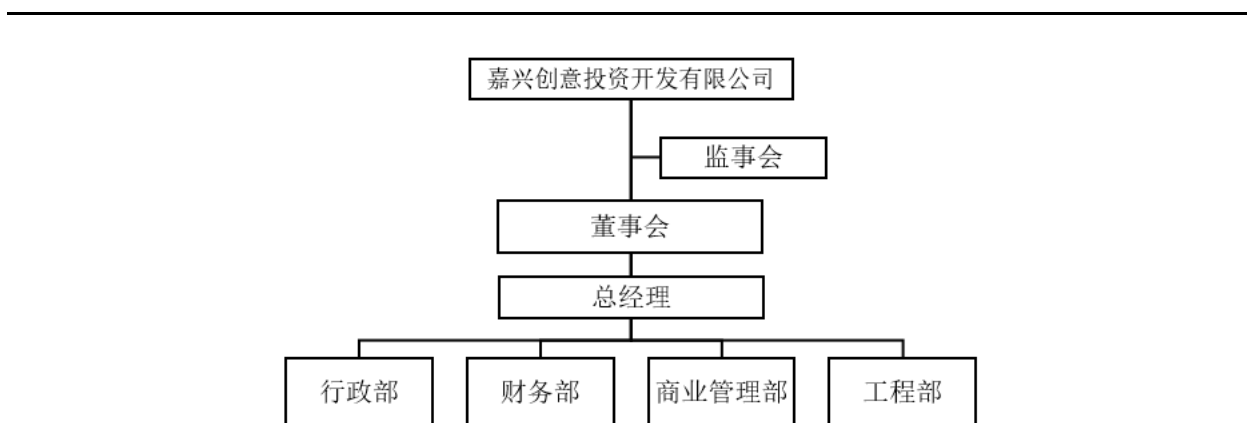
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
嘉兴市禾禹水利建设投资有限公司	100.00%	项目开发及投资
嘉兴市禾盛市政绿化有限公司	100.00%	公共设施管理
嘉兴东裕投资有限公司	99.00%	项目开发及投资
嘉兴市南湖新区开发建设有限公司	100.00%	公共设施管理
嘉兴市秀水社区服务有限公司	70.00%	项目开发及投资

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在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。

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。