

2021 年第一期绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司

绿色债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020)011080】

评级对象: 2021 年第一期绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司绿色债券

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2020 年 12 月 31 日

计划发行: 20 亿元

本期发行: 10 亿元, 其中基础发行额为 5 亿元, 弹性配售额为 5 亿元

存续期限: 10 年, 第 7 年末附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

增级安排: 无

发行目的: 项目投资、补充营运资金

偿还方式: 每年付息一次, 设置本金提前偿还条款

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	35.12	18.67	45.77	32.18
刚性债务	80.63	97.35	166.42	172.98
所有者权益	247.93	133.47	234.89	234.39
经营性现金净流入量	-40.74	-23.43	-34.93	-17.07
合并数据及指标:				
总资产	935.09	975.55	1017.78	1030.77
总负债	575.23	552.48	595.41	608.39
刚性债务	528.13	501.16	559.09	573.59
所有者权益	359.85	423.07	422.37	422.39
营业收入	46.75	41.11	44.78	6.77
净利润	2.28	2.63	2.25	0.11
经营性现金净流入量	-125.29	-81.20	-29.23	-22.30
EBITDA	12.62	12.38	12.53	—
资产负债率[%]	61.52	56.63	58.50	59.02
长短期债务比[%]	597.65	342.47	365.63	384.22
营业利润率[%]	5.05	6.81	5.66	1.29
短期刚性债务现金覆盖率[%]	181.84	109.83	110.94	89.86
营业收入现金率[%]	103.04	106.27	99.47	117.46
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-36.81	-20.10	-9.43	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.52	0.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02	—

注: 发行人数据根据上虞国资审计的 2017-2019 年三年连审及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陆奕璇 luyx@shxsj.com

吴梦琦 wmq@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **良好的外部环境。**近年来上虞区经济总量保持稳步增长, 同时积极推进融杭接甬连沪发展战略, 区域综合竞争力有望进一步提升, 能够为上虞国资的经营发展提供良好的外部环境。
- **定位突出。**上虞国资定位为上虞区国有资产综合管理运作平台, 定位突出, 可得到上虞区政府在政策、资金和业务等方面的支持。
- **区域垄断性。**上虞国资下属的上虞水务、上虞经开、上虞城建等子公司在其业务范围内具有较强的区域垄断优势。
- **多元化经营。**上虞国资业务范围涵盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、商贸、物流仓储等, 多元化经营可在一定程度上提高其经营稳定性。

主要风险:

- **债务偿付压力较大。**上虞国资承担的建设任务较重, 目前已积累较大规模的刚性债务, 负债经营程度已处于偏高水平, 债务偿付压力较重; 同时公司后续仍有较大规模的项目建设支出计划, 面临较大投融资压力。
- **资产流动性较弱。**上虞国资资产主要集中于项目建设成本和土地使用权, 同时区属国有企业占用公司资金规模较大, 资产实际流动性较弱。
- **盈利能力较弱。**上虞国资主营业务盈利能力较弱, 且较高的期间费用对利润侵蚀较大, 公司盈利对政府补助的依赖程度较高。
- **或有负债风险。**上虞国资对外担保规模较大, 被担保对象主要为区属国有企业, 但仍面临一

定的或有负债风险。

- **内部整合和管控压力。**上虞国资成立以来受让多家公司国有股权,存在较大内部整合和管控压力。

➤ 未来展望

通过对上虞国资及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性很强,并给予本期债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2021 年第一期绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司

绿色债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司（以下简称“上虞国资”、“该公司”或“公司”）系于 2015 年经上虞区国有资产监督管理委员会（以下简称“上虞区国资委”）批准设立的国有独资公司，由绍兴市上虞区国有资产经营总公司改制重组设立，初始注册资本为 2.00 亿元。自成立以来，该公司已整合了绍兴市上虞区水务集团有限公司（以下简称“上虞水务”）、绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司¹（以下简称“上虞经开”）、绍兴大通控股集团有限公司（以下简称“大通集团”）和绍兴市上虞城市建设集团有限公司（以下简称“上虞城建”）等多家上虞区属大型国有企业。2017 年，上虞区国资委对公司以货币增资 8.00 亿元，公司注册资本增至 10.00 亿元；截至 2020 年 3 月末，公司实收资本为 3.72 亿元，唯一股东及实际控制人仍为上虞区国资委。

该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，定位为上虞区国有资产综合管理运作平台，目前主业覆盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、工程施工、商品贸易、物流仓储等多个板块。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司申请注册发行总额为 20 亿元的绿色债券已获国家发展和改革委员会发改企业债券[2020]354 号文件通过。本期债券计划发行额为 10 亿元，其中基础发行额为 5 亿元，弹性配售额为 5 亿元；债券期限为 10 年，债券存续期的第 3 至第 10 个计息年度末分别按照债券发行总额的 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的比例偿还债券本金。此外，本期债券第 7 年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。若投资者在第 7 年末行使回售权，则本期债券于存续期的第 7 年末偿还债券总额 15%的本金和本期债券已回售部分的本金，第 8、9、10 年末按投资者行使回售权后债券剩余额度 30%、30%、40%的比例偿还本金。若投资者未行使回售选择权，自本期债券存续期第 7 年

¹ 原名上虞经济开发区投资开发有限公司，2018 年 7 月更为现名。

起，逐年分别按照债券总额 15%、15%、15%、15%的比例偿还债券本金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2021 年第一期绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司绿色债券
总发行规模:	20 亿元
本期发行规模:	10 亿元，其中基础发行额为 5 亿元，弹性配售额为 5 亿元
本期债券期限:	10 年，第 7 年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	在债券存续期的第 3 至第 10 个计息年度末分别按照债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。若投资者在第 7 年末行使回售权，则本期债券于存续期的第 7 年末偿还债券总额 15% 的本金和本期债券已回售部分的本金，第 8、9、10 年末按投资者行使回售权后债券剩余额度 30%、30%、40%的比例偿还本金。若投资者未行使回售选择权，自本期债券存续期第 7 年起，逐年分别按照债券总额 15%、15%、15%、15%的比例偿还债券本金。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。
增级安排:	无

资料来源：上虞国资

(2) 募集资金用途

本期债券基础发行额为 5 亿元，其中 3.75 亿元拟用于绍兴市上虞区水环境综合治理工程项目（简称“水环境整治工程”、“募投项目”或“项目”），1.25 亿元用于补充该公司营运资金。如行使弹性配售选择权，总发行规模为 10 亿元，其中 7.5 亿元拟用于募投项目，2.5 亿元用于补充公司营运资金。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关（文号）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
水环境整治工程	可行性研究报告的批复（虞发改投资[2018]7 号）、项目建议书的批复（虞发改投资[2018]4 号）、项目用地的预审意见（虞土资预[2018]037 号）、项目环境影响报告的审查意见（虞环审[2018]235 号）、建设用地规划许可证（地字第 330682201900002-1 号）等	25.90	15.00

资料来源：上虞国资

水环境整治工程位于绍兴市上虞区，主要对区域内曹娥江及支流范围内、城区主要河道进行水环境整治，同时配套建设农村水环境治理、污水零直排和主城区沿河景观提升工程等。项目业主单位为该公司下属子公司绍兴市上虞区水利建设集团有限公司²（以下简称“上虞水利”），计划建设工期为 2019 年 2 月至 2022 年 2 月，运营期 13 年，总投资 25.90 亿元，计划资金来源为项目资本金 7.90 亿元及拟通过发行债券或向银行借款的方式募集资金³18.00 亿元。截至 2020 年 8 月末，该项目累计已投资约 3.62 亿元。

² 原名绍兴市上虞区水利建设发展有限公司，2019 年 9 月更为现名。上虞水利成立于 2003 年 9 月，原为绍兴市上虞区水处理发展有限责任公司（以下简称“水处理公司”，上虞水务的全资子公司）的全资子公司，2019 年 9 月上虞区国资委同意将水处理公司持有的上虞水利 51% 和 49% 的股权分别无偿划转至上虞水务和该公司。

³ 借款利率暂按年利率 4.5% 计算。

该项目建成后收入来源主要为配套用房出租收入、游船观光收入、特色产品销售收入、自行车出租收入、游客体验收入、停车费收入、充电桩收入、广告费收入和砂石销售收入等。根据该公司对募投项目的收益情况测算报告，运营期 13 年内预计募投项目运营总收入为 33.80 亿元(不含配套用房相关收入)，在本期债券存续期，预计募投项目可实现运营收入 23.29 亿元(不含配套用房相关收入)，其中，预计可实现游船观光收入 2.45 亿元，砂石销售收入 5.91 亿元，特色产品销售收入 3.40 亿元，游客体验收入 4.89 亿元，停车费收入 1.60 亿元，充电桩收入 1.28 亿元，自行车出租收入 0.74 亿元，广告费收入 3.03 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年三季度以来，全球经济缓慢恢复，新冠肺炎疫情反弹、保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长在未来一段时期内仍将面临复杂多变的外部环境，压力依然较大。我国经济恢复在全球范围内表现亮眼，短期内预计将继续稳步修复，同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

2020 年三季度以来，新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到有效控制，部分国家或地区出现明显反弹。全球经济在经历了疫情快速传播下的重创后缓慢恢复，主要经济体的修复步调不一，美欧等发达经济体的经济修复相对于除中国外的新兴经济体较快。全球性的货币政策宽松及强力的财政政策刺激将不可避免地推升全球债务水平，经济疲弱下的主权债务风险，特别是新兴经济体的主权债务风险上升。全球疫情防控形势依然严峻，贸易、投资环境未见好转，保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长仍面临着复杂多变的外部环境。

我国经济稳步修复，在全球范围内表现亮眼，为人民币汇率稳中有升奠定了重要基础。经济供需两端持续改善，供给端的好转仍优于需求端。规模以上工业企业的生产活动已基本恢复到正常状态，其中电气机械及器材、汽车、设备制造等高技术制造业及新产品的生产增长相对较快；需求方面，整体消费在消费升级类商品零售的快速增长带动下重回正增长，而餐饮、石油及制品类的

消费仍较为低迷；房地产开发投资和基建投资增长较快，制造业投资中除医药、计算机、通信和其他电子设备制造业的投资表现相对较好外，其余均疲弱；我国对美国及东盟的出口表现强劲，出口增长持续超预期。但在内外部需求偏弱的情况下，国内工业企业存货规模较高，应收账款周转偏慢，现金流平衡对融资的依赖度上升，整体工业企业面临的经营压力仍较大；同时，我国物价指数同比涨幅下降，失业率仍处于高位，仍对经济的正常发展形成较大压力。

为应对前所未有的局面和稳住“经济基本盘”，我国除了持续深入推进供给侧结构性改革、进一步扩大开放、推动构建“双循环”发展新格局等长期战略部署外，各类短期的宏观逆周期调节政策也在为推动经济回归常态提供积极支持。我国积极的财政政策更加积极有为，将在拉动内需修复方面发挥更重要的作用；提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，疫情期间的专项政策正有序退出，政策宽松力度随着经济持续恢复而边际递减，企业部门的债务融资增长速度随之边际放缓；结构性货币政策工具将是主要政策选项，且更加强调直达性和精准调控。金融监管继续强化，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂多变的状态。短期内，在逆周期政策支持下我国经济将继续稳步修复：消费结构升级将持续带动消费恢复；制造业投资疲态难改，房地产开发投资在房企融资收紧的制约下进一步提升的难度大，基建投资在专项债资金加快投放使用的支持下将是固定资产投资回稳的重要动力；出口在外需的边际修复下仍有望保持较快增长；同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战。从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融

资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善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，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 3 月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议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；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《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），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但

我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

上虞区地处杭州湾南岸，交通便利，已形成了以两大经济开发区为产业平台，以机械装备、医药化工、轻工纺织、照明电器等为主导产业的经济格局。近年来，上虞区经济总量保持稳步增长，综合实力不断提升；土地市场景气度较高，土地成交总价整体保持较快增长态势；同时长三角一体化发展及上虞区融杭连甬接沪发展战略的实施或将进一步提升其区域发展综合竞争力。

上虞区地处浙江省绍兴市东部地区，是省级区域交通枢纽中心，绍兴商贸中心以及浙东新商都。截至 2019 年末，上虞区户籍人口为 77.94 万人。上虞区总面积 1403 平方公里，海岸线长 45 公里，整个地貌呈“五山一水四分田”的格局。境内高速公路、高铁、铁路、港口、运河等一应俱全。受益于嘉绍跨江大桥的建成，绍兴市纳入上海两小时交通圈。2013 年 10 月，根据《国务院关于同意浙江省调整绍兴市部分行政区划的批复》（国函[2013]112 号），撤销县级上虞市，设立绍兴市上虞区，以原上虞市的行政区域为上虞区的行政区域。2019 年 1 月，上虞区出台融杭连甬接沪行动计划，为加快实施融杭连甬接沪发展战略和“拥江西进”发展战略，上虞区将进一步完善交通基础设施建设，加快优势产业链构建，加强区域合作，提升投资环境能级，以形成参与长三角一体化发展的区域性优势，提升区域发展综合竞争力。

近年来，上虞区经济保持稳健发展，2017-2019 年全区实现地区生产总值分别为 841.04 亿元、916.52 亿元和 978.11 亿元，分别同比增长 7.2%、7.4%和 7.4%。其中，2019 年上虞区第一产业实现增加值 49.70 亿元，同比增长 2.3%；第二产业实现增加值 504.96 亿元，同比增长 6.9%；第三产业实现增加值 423.45 亿元，同比增长 8.7%；三次产业占地区生产总值的比重为 5.1:51.6:43.3，经济贡献率分别为 1.7%、51.3%和 47.0%。按户籍人口计算，2019 年上虞区人均地区生产总值为 12.54 万元，同比增长 7.5%。

图表 3. 2017-2019 年上虞区主要经济指标情况

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	841.04	7.2%	916.52	7.4%	978.11	7.4%

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
人均地区生产总值（万元）	10.77	7.1%	11.74	7.4%	12.54	7.5%
规模以上工业总产值（亿元）	--	16.2%	1461.06	12.8%	1582.32	6.8%
固定资产投资（亿元）	539.63	2.6%	--	-11.1%	--	11.3%
工业生产性投资（亿元）	291.64	-0.7%	--	--	--	--
社会消费品零售总额（亿元）	334.40	10.8%	342.24	11.2%	377.36	10.3%
城镇常住居民人均可支配收入（元）	55270	8.6%	60042	8.6%	65234	8.6%
农村常住居民人均可支配收入（元）	29641	9.4%	32423	9.4%	35443	9.3%

资料来源：2017-2019 年上虞区国民经济和社会发展统计公报

目前上虞区已形成了机械装备、医药化工、轻工纺织、照明电器等为主导产业的经济格局。2019 年实现规模以上工业总产值 1582.32 亿元，同比增长 6.8%。分行业看，机械装备业实现规模以上产值 277.56 亿元，同比增长 2.3%；医药化工业实现规模以上产值 574.82 亿元，同比增长 9.3%；轻工纺织业实现规模以上产值 182.50 亿元，同比增长 7.5%；照明电器业实现规模以上产值 55.76 亿元，同比下降 1.9%。2019 年，上虞区分别实现规模以上高新技术产业和战略性新兴产业增加值 214.12 和 145.06 亿元，占规模以上工业产值的比重分别为 66.7%和 45.2%，分别较上年提高 2.7 个百分点和 2.5 个百分点。

固定资产投资方面，2017-2019 年上虞区固定资产投资同比增速分别为 2.6%、-11.1%和 11.3%。其中，2019 年投资回暖，交通运输投资、生态环境和公共设施投资、高新技术产业投资同比分别增长 34.2%、23.5%和 49.9%；民间投资同比增长 29.4%。同期，上虞区分别实现社会消费品零售总额 334.40 亿元、342.24 亿元和 377.36 亿元，增速保持两位数增长。其中，2019 年限上社会消费品零售总额 159.10 亿元，同比增长 14.1%。近年来上虞区加快发展电子商务，2019 年新建村级电商服务站 20 个，社区智能投递终端 50 个，新增（跨境）电商主体 303 家，全年实现网络零售额 79.33 亿元，同比增长 21.4%。

受周边热点城市需求外溢及拆迁户持币入市等因素影响，近年来上虞区房地产销售市场保持增长态势。2017 年，上虞区房地产开发投资额为 74.79 亿元，同比增速-18.4%。2017-2019 年，全区分别实现商品房销售面积 117.13 万平方米、120.69 万平方米和 126.78 万平方米，分别同比增长 6.0%、3.0%和 5.1%；2017 年和 2019 年商品房销售额分别为 99.37 亿元和 176.56 亿元，分别同比增长 9.9%和 39.5%。

图表 4. 2017-2019 年上虞区房地产开发和销售主要指标

名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资（亿元）	74.79	-18.4%	--	--	--	--
商品房销售面积（万平方米）	117.13	6.0%	120.69	3.0%	126.78	5.1%
商品房销售额（亿元）	99.37	9.9%	--	--	176.56	39.5%

资料来源：2017-2019 年上虞区国民经济和社会发展统计公报

土地市场方面，近年来上虞区土地市场表现活跃，土地成交面积及成交总价持续增长，但出让均价受出让用地位置等因素影响，有所波动。2017-2019 年全区土地成交面积分别为 192.79 万平方米、216.44 万平方米和 325.05 万平方米；出让总价分别为 35.25 亿元、76.71 亿元和 97.31 亿元；土地成交均价分别为 1828.59 元/平方米、3544.16 元/平方米和 2993.81 元/平方米。2020 年第一季度，上虞区共实现 18 宗土地出让，其中住宅用地出让 1 宗，商业/办公用地出让 11 宗；同期，全区土地成交面积共计 34.89 万平方米，成交总价为 11.03 亿元。

图表 5. 2017 年以来上虞区土地市场交易情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
土地成交面积（万平方米）	192.79	216.44	325.05	34.89
其中：住宅用地	38.36	57.83	107.61	1.50
商业/办公用地	15.47	9.27	12.88	10.01
工业用地	138.50	145.35	203.70	23.38
其它用地	0.46	3.98	0.87	--
土地成交总价（亿元）	35.25	76.71	97.31	11.03
其中：住宅用地	29.72	69.96	85.20	0.75
商业/办公用地	0.74	1.36	3.58	9.38
工业用地	4.77	5.22	8.39	0.90
其它用地	0.02	0.16	0.14	--
土地成交均价（元/平方米）	1828.59	3544.16	2993.81	3162.73
其中：住宅用地	7748.38	12097.38	7918.18	5001.07
商业/办公用地	475.14	1467.12	2777.29	9373.66
工业用地	344.57	359.36	411.83	386.55
其它用地	532.74	405.21	1658.89	--

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营

该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，近年来资产整合工作持续推进，公司合并范围及业务板块几经调整；目前，土地开发业务、以大通商城为主的商品销售业务和保障房销售业务是公司最主要的营业收入来源，水务、工程施工和服务业务等是营业收入的有益补充；公司业务经营具有区域垄断性，同时多元化经营可在一定程度上提升经营稳定性；未来公司仍有较大规模的项目建设支出计划，面临一定的资本支出压力。

该公司为上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，目前主业覆盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、工程施工、商品贸易、物流仓储等多个板块。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 46.75 亿元、41.11 亿元和 44.78 亿元，同期，公司综合毛利率分别为 12.14%、6.29%和 6.33%，其中 2018 年以来公司综合毛利率较低，主要系上虞城建的房屋销售业务呈亏损状态，以及受环保整治影响，污水处理成本大幅上升，致使污水处理业务亏损所致。2020 年第一季度，公司实现营业收入 6.77 亿元，综合毛利率为 8.46%。

图表 6. 2017 以来公司营业收入及毛利率情况⁴（单位：亿元，%）

业务	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水务	4.50	19.39	4.42	-8.95	4.95	-7.64	0.81	-23.70
房屋销售	15.04	6.03	7.74	-4.01	6.98	-18.66	0.22	25.86
工程施工	3.06	9.93	3.46	9.86	4.90	9.45	0.50	3.47
受托代建	7.00	16.53	0.41	5.70	0.78	0.33	0.30	0.07
土地开发	2.31	25.13	8.72	9.44	8.14	12.67	0.84	16.67
服务 ⁵	1.81	3.56	3.22	13.22	4.27	12.39	0.92	3.17
商品销售	8.81	15.20	8.76	16.25	9.37	18.72	2.15	17.02
粮食收储	1.88	-2.43	2.29	-4.00	2.20	-6.15	0.53	-1.84
物流	0.72	7.75	0.71	6.59	0.71	8.19	0.12	13.52
其他	1.61	27.40	1.40	21.40	2.48	32.71	0.38	38.80
合计	46.75	12.14	41.11	6.29	44.78	6.33	6.77	8.46

资料来源：上虞国资

（1）水务板块

该公司水务业务主要由子公司上虞水务负责。上虞水务拥有包括制水、供水、排水及污水处理的厂网一体化的体系，主营业务较为突出，产业链较完整，是上虞区唯一的供排水及污水处理经营主体，具有区域专营优势。此外，上虞水务还运营与水务行业相关的建设工程施工、商品销售及水质监测等辅助业务。2017-2019 年，公司分别实现水务业务收入 4.50 亿元、4.42 亿元和 4.95 亿元。

近年来，得益于上虞区工业的持续增长及“五水共治”项目全面实施，上虞水务污水处理量及污水处理业务收入整体呈增长态势。2017-2019 年及 2020 年第一季度，污水处理量分别为 6107 万吨、6363 万吨、6439 万吨和 1360 万吨；同期污水处理业务收入分别为 2.24 亿元、2.10 亿元、2.27 亿元和 0.38 亿元，其中 2018 年同比下降 6.36%，主要系受环境整治影响部分污水排放不达标企业关闭导致污水处理价格较高的工业污水处理量下降所致；2019 年同比增长 8.08%，主要系工业污水处理量增加所致；2020 年第一季度污水处理业务收入同比下降 19.77%，主要系受新冠疫情影响企业延迟复工，工业污水处理量下降所致。价格方面，目前，居民污水处理费为 0.70-0.95 元/吨⁶，非居民污水处理费为 2.00 元/吨，工业污水价格为 2.60-4.00 元/吨。公司污水处理成本包括收集成本和处理成本（两者分别约占总成本 30%和 70%）。收集成本主要为城市污水输送、管网维护和折旧；处理成本主要为设备厂房的折旧、电费及药剂等。由于公司处理污水中包含大量工业污水，处理成本较高，2017-2019 年，公司污水单位处理成本分别为 3.73 元/吨、5.12 元/吨和 5.23 元/吨。2018 年以来污水处理平均成本上升一方面系受环保整治影响，公司加大药剂使用量导致排污药剂费用增加，同时由于污泥填埋费价格上升导致污泥处置费增加，另一

⁴ 表中合计数与各项加总数略有差额，系数据“四舍五入”所致，下同。

⁵ 此处服务包含劳动代理服务和出租服务。

⁶ 根据《绍兴市上虞区发展和改革局文件（虞发改价[2016]61 号）》，调整后的居民生活污水处理收费标准。城区三个街道：百官街道、曹娥街道、东关街道按 0.95 元/吨收取；重点建制镇丰惠镇、松厦镇按 0.85 元/吨收取；其他乡镇仍按 0.7 元/吨收取。

方面系公司将可抵扣增值税计入污水成本处理以及折旧费用增长所致。受上述因素共同影响，2018年以来公司污水处理业务亏损明显，2018-2019年及2020年第一季度该项业务毛利率分别为-54.99%、-48.34%和-51.07%。

上虞水务自来水销售业务主要是在上虞区城乡区域范围内自来水终端销售、自来水用户管道安装与用户服务。上虞水务供水业务在上虞区具有区域垄断性，2019年供水区域新增陈溪高山乡镇，目前供水区域除岭南外，已覆盖全区各乡镇、街道。截至2020年3月末，上虞水务拥有4座水厂，日供水能力达35万吨；服务用户34.1万户，服务人口81万人。价格方面，上虞区居民用水价格实施阶梯式水价制度，居民生活用水价格为2.00-6.00元/吨，对非居民生活用水和特种用水到户价格分别按3.10元/吨和5.10元/吨执行。2017-2019年及2020年第一季度，上虞水务分别实现售水量7990万吨、8243万吨、8417万吨和1619万吨，分别实现售水收入2.13亿元、2.18亿元、2.22亿元和0.40亿元，售水业务的运营整体保持稳定。公司自来水销售成本主要由原水费、折旧、电费、药剂及人工费等组成。由于公司供水区域内的供水管网铺设较早，公司需对供水管网定期维修及改造，近年公司自来水销售成本受折旧成本及人工成本增加影响总体呈上升态势，2017-2019年公司单位售水成本分别为2.39元/吨、2.55元/吨和2.64元/吨。2020年第一季度，公司单位售水成本为3.43元/吨，同比增长29.92%，主要系因春节、冰冻、新冠疫情造成的企业停产休息等因素，自来水的销售量往往为全年最低值，而漏损率为全年最高值，刚性成本上升所致。

截至2020年3月末，上虞水务主要在建项目为供水管道改造工程、上源闸水厂迁建工程和大三角水厂污泥处理设施工程等，计划总投资18.71亿元，已投资11.52亿元；拟建项目主要为5万吨/日工业污水处理异地扩建项目、梁湖中心泵站新建工程和园区1#泵站扩建工程等，预计总投资6.56亿元。

整体来看，上虞水务作为上虞区唯一的供排水及污水处理经营主体，规模优势和区域垄断优势较明显。

（2）工程施工板块

该公司工程施工业务主要系下属子公司绍兴市上虞区宏达公路建设有限公司（以下简称“宏达公路”）和上虞水务承接的上虞区公路养护工作以及管网建设工程。2017-2019年及2020年第一季度，公司工程施工业务分别实现营业收入3.06亿元、3.46亿元、4.90亿元和0.50亿元，其中，2019年该业务收入同比增长41.52%，主要系当期上虞水务新增代建收入所致。

上虞区的公路均由宏达公路养护，主要包括329、104两条国道和上虞区内的所有县道，养护内容系以公路为中心，完成全区范围内道路保洁、坑洞修补、路面大中修、危桥抢修、公路绿化养护及外包工程等。宏达公路每年管理的公路总里程为500多公里，同时还负责养护、绿化的上虞区内桥梁共计215座；每年承担全区农村公路小修保养415公里，平均投资约2000万元。资金平衡方面，宏达公路的国道养护、绿化所需资金主要由浙江省交通厅拨款，县

道费用由上虞区财政拨款。宏达公路于每年 1、2 月份提交本年的公路养护、绿化计划，交由区政府相关部门审核，审核通过后由区财政局现行拨款，项目建设工程中也分批次按照相应的工程实施进度进行拨款。2017-2019 年，宏达公路分别实现营业收入 1.10 亿元、1.63 亿元和 0.95 亿元。其中，2019 年，宏达公路主要建设项目包括 2019 年上虞区县道路面大中修工程陈黑线保险、2019 年上虞区交通安全综合治理大会战交通设施提升工程（2019 年农村公路隐患治理——事故黑点整治）一标段、上虞区 2019 年农村公路（县道）桥梁维修改造工程（三环大桥部分）梁章线章镇段挡墙内侧塘渣填筑及绿化迁种工程等项目，项目总投资 2.00 亿元，已投资 1.00 亿元。2020 年，宏达公路主要建设项目包括绍兴市上虞区公路管理段 2019-2020 年度公路零星维修工程、2019 年上虞区农村公路县道养护工程（皂梁线 K6+400 边坡治理）工程、上虞区公路绿地养护施工等项目，计划总投资 2.00 亿元。

该公司依托下属子公司上虞水务承接上虞区供排水工程、市政工程承包施工、建筑水电安装等市场化业务，同时承接各项上虞区政府水利建设投资代建项目。2017-2019 年和 2020 年第一季度，上虞水务建设工程施工业务分别实现收入 1.61 亿元、1.39 亿元、3.55 亿元和 0.11 亿元，2019 年同比增长 155.40%，主要系上虞经济开发区污水泵站迁建工程和农村污水处理工程等代建项目确认收入所致。2020 年第一季度，系受新冠疫情影响，施工类企业停工影响工程进度，收入同比出现明显下滑。截至 2020 年 3 月末，上虞水务在建的代建工程项目分别为农村生活污水优化提升工程、上虞经济开发区大厂泵站建设工程和曹娥街道建成区河道综合整治工程，其中农村生活污水优化提升工程已完成建设，尚未竣工结算。上虞水务工程施工业务主要合作客户有绍兴市上虞杭州湾滨海新城投资开发建设有限公司（以下简称“上虞杭州湾”）、上虞经开和上虞区丰惠镇人民政府等，回款较有保障。

（3）受托代建业务

该公司受托代建板块运营主体主要为子公司上虞经开和上虞城建，负责上虞区的基础设施代建业务⁷。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司受托代建业务分别实现营业收入 7.00 亿元、0.41 亿元、0.78 亿元和 0.30 亿元。其中，2017 年收入规模较大，主要系为上虞杭州湾建发实现的受托代建收入；2019 年收入同比增长 92.63%，主要系上虞城建代建项目结算较多所致。

上虞经开作为浙江省上虞经济开发区（省级开发区，以下简称“上虞经济开发区”）的主要建设主体，主要负责上虞经济开发区内市政道路、园区配套设施和拆迁安置房等基础设施项目的建设，业务模式分为工程代建、工程施工和自营性工程三种。其中，代建业务模式项下，根据上虞区政府出具的《绍兴市上虞区人民政府关于同意承诺回购上虞经济开发区投资开发有限公司及子

⁷ 该公司原分别依托下属子公司绍兴市上虞杭州湾建设开发集团有限公司（简称“上虞杭州湾建发”）和上虞经开承接杭州湾经开区和上虞经济开发区范围内的基础设施建设；2018 年 9 月因资产置换，上虞杭州湾建发不再纳入公司合并范围；2019 年公司合并上虞城建，受托代建业务运营主体变更为以上虞经开和上虞城建为主。

公司市政项目的批复》(虞政发(2014)53号),上虞经开负责项目的投资建设,项目建成后移交上虞区政府,并由上虞区政府于工程项目竣工结算后按项目的决算价及相应的投资回报支付公司工程代建款项。近三年及一期,受完工项目未结算等影响,上虞经开代建基础设施项目未确认收入。此外,对于可以产生收入的项目,项目竣工后由上虞经开负责运营管理,收取运营收入。截至2020年3月末,上虞经开在建基础设施建设项目主要包括浙江建设职业技术学院上虞分院、科教园区配套道路建设、上虞产教融合创新园一期工程等,概算总投资17.67亿元,已完成投资7.00亿元;拟建项目主要包括科六路建设工程(创十路到五星西路)、创十路建设工程(长海公路至科七路)、科二路建设工程(长海公路到科四路)等,概算总投资4.66亿元。

上虞城建自2008年开始承担上虞区基础设施建设任务,业务模式包括委托代建方式和工程施工方式等,其中代建项目由政府授权委托建造,资金由公司自筹,建成后按照协议进行结算,一般在项目完工后3~5年进行结算。2017-2019年,上虞城建实现受托代建项目收入分别为0.02亿元、0.41亿元和0.96亿元,受结算代建项目量影响,近年来收入持续增长。2019年上虞城建完工的代建项目主要为三环东路快速路工程、美丽示范街二期等,总投资6.11亿元,累计已回笼资金2.06亿元。截至2019年末,上虞城建主要在建及拟建基础设施建设项目为老旧小区改造三年项目、老旧小区建设改造工程、“污水零直排”建设工程、美丽示范街创建三期和曹娥江人行景观桥等,计划总投资20.77亿元,累计已投资1.35亿元。

后续上虞经开和上虞城建在建及拟建项目建设资金投入较大,面临一定投融资压力。

(4) 土地开发业务板块

该公司土地开发业务板块主要由上虞城建和上虞经开及其下属子公司承担⁸。2017-2019年及2020年第一季度,公司土地开发业务分别实现营业收入2.31亿元、8.72亿元、8.14亿元和0.84亿元,其中2018年土地开发收入大幅增长主要系当年上虞城建新增土地开发收入所致。此外,2019年公司新增土地指标收入0.68亿元,系下属子公司绍兴市上虞区财源土地开发整理有限公司(以下简称“财源土整”)与绍兴市上虞区自然资源和规划分局(以下简称“上虞资源规划局”)签署协议约定由财源土整负责地块的整治工作,形成合格的水田、旱田、旱改水等土地指标,资金来源于公司自筹,完工验收后上虞资源规划局进行回购,回购价格为:旱地不少于12万/亩,水田不少于13万/亩、旱改水不少于6万/亩。当年该业务毛利率为9.60%。

上虞经开根据上虞区政府和上虞经开区管委会统一规划进行上虞经济开发区范围内的土地整理开发;与上虞区政府和上虞区国土部门签订有《合作土地开发协议》。土地开发所需资金由上虞经开自行筹集,土地整理完成后移交

⁸ 该公司土地开发业务板块原主要由上虞杭州湾建发和上虞经开及其下属子公司承担,上虞杭州湾建发划出公司后,该业务主要由上虞城建和上虞经开及其下属子公司承担。

国土部门进行挂牌出让。上虞经开于每季度末根据当期土地出让情况并经上虞区财政局及绍兴市自然资源和规划局上虞分局确认，结转确认当期土地整理收入及成本。2017-2019 年及 2020 年第一季度，上虞经开分别实现土地整理收入 1.58 亿元、3.43 亿元、5.41 亿元和 0.84 亿元。截至 2020 年 3 月末，上虞经开账面待开发土地面积合计 987.30 亩，以商住用地为主，账面价值为 38.00 亿元；已整理完成待出让的土地面积约为 9621.31 亩。

上虞城建是负责上虞城区“城中村”拆迁改造工作的主要主体，根据政府规划对“城中村”进行拆迁改造，资金来源为银行贷款和土地结算款，业务模式为拆迁区域地块“五通一平”后移交政府出让，土地出让后，政府按实际开发整理成本加成一定比例进行结算。2017 年，上虞城建未实现土地出让收入。2018-2019 年，上虞城建土地开发收入分别为 5.29 亿元和 2.74 亿元，其中 2019 年土地出让收入大幅下降，主要系当年土地结算收入减少所致。截至 2019 年末，上虞城建持有已开发、待出让土地 38 宗，面积 3157.48 亩，合计成本 56.99 亿元。

总体看，上虞经开和上虞城建已整理完成待出让的土地规模较大，未来实现出让可带来较多收入和资金流入，但实际出让进度受政府土地出让计划、外部供求以及政策调控等因素影响，尚存一定的不确定性。

(5) 房屋销售板块

该公司房屋销售业务主要由子公司上虞城建和上虞经开运营，主要为上虞区保障房建设及销售。

上虞城建承担了上虞区保障性住房的建设任务，根据政府规划，自 2010 年开始上虞区每年的保障房建设指标为 1030 套（其中经适房 300 套、公租房 700 套、廉租房 30 套）；未来保障房建设规划由中央到浙江省、绍兴市、上虞区，分级落实。上虞城建作为保障性住房的业主，负责保障性住房项目报批、建设、分配（政府限价房）、销售（市场化房源）和管理；保障房销售模式为直接销售。2017-2019 年，上虞城建分别实现保障房销售业务收入 15.04 亿元、8.41 亿元和 6.98 亿元，其中 2017 年收入规模较大，主要系 2017 年集中销售并确认百官街道城北区块拆迁安置房销售收入所致。截至 2019 年末，上虞城建的 7 个保障房项目均已完工，包括 1 个租赁型保障房项目和 6 个对外出售的保障房项目。其中租赁型项目为上虞凤凰公寓项目，总投资 4.25 亿元，均由财政出资，目前已全部出租，2019 年租金收入 0.08 亿元⁹；6 个出售项目合计投资 56.29 亿元，截至 2019 年末出售房屋 8325 套，剩余 1013 套待出售，合计回笼资金 35.53 亿元，根据房屋预计售价及剩余可售面积估算，预计尚可回笼资金 9.8 亿元。

上虞经开主要负责上虞经济开发区内安置房项目建设任务。目前，上虞经开承建的安置房项目主要包括曹娥老区三角站、下沙、联丰、娥二、孝女庙村

⁹ 保障建筑面积内月租金标准 5 元/平方米，超出应保障建筑面积部分租金为 8 元/平方米。

地块征迁改造项目和光明居委征迁改造项目；截至 2020 年 3 月末，上述项目建筑面积合计 89.90 万平方米，概算总投资 94.64 亿元，已完成投资 77.95 亿元。2017-2019 年及 2020 年第一季度，上虞经开承建的安置房项目尚未竣工验收，未确认安置房建设收入。

(6) 服务业务板块

该公司服务业务收入主要包括劳动代理服务及出租服务收入，其中出租服务主要为绍兴市上虞区商贸国有资产有限公司（简称“商贸国资公司”）和绍兴市上虞区粮食收储有限公司（简称“粮储公司”）提供的经营性租赁业务收入，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司分别实现出租服务收入 0.85 亿元、1.05 亿元、1.52 亿元和 0.35 亿元。

劳动代理服务主要由子公司绍兴市上虞大众劳动事务代理（所）有限公司（以下简称“大众劳务”）经营。大众劳务的劳动服务主要包括代理缴纳工资、五险一金业务和人事代理两项服务，人事代理服务包括档案管理、劳务派遣等服务。根据客户需求，具体开展业务时，与用人单位主要有以下两种合作模式：

(1) 仅提供代理缴纳五险一金业务，不提供人事代理服务；(2) 既提供代理缴纳五险一金业务也提供人事代理服务。截至 2020 年 3 月末，大众劳务共有劳务派遣代理人员 3061 人，代理单位 227 家，涉及国有企业、机关事业单位和民营企业等。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现劳动代理服务收入 0.96 亿元、0.97 亿元、1.44 亿元和 0.34 亿元。

(7) 商品流通板块

该公司商品流通板块主要由商品销售业务和粮食收储业务两部分组成。

商品销售业务主要由该公司下属子公司大通集团负责经营，系大通商城运营收入。目前大通商城拥有 5 层营业楼，营业面积为 3.10 万平方米，下设 11 家专业商场、52 个销售区域。大通商城运营模式包括联营、经销、租赁等，目前主要以联营模式为主，即公司与供应商签订联营合同，以销定进，约定合同扣率和费用承担方式，大通商城根据供应商的销售额和约定扣率收取毛利额收益，以及费用承担方式获取的收益。除此之外，兼有部分经销模式，随着百货商场购物中心化和商业街区开业，租赁模式比例有一定提高。2018-2019 年及 2020 年第一季度，大通集团分别实现营业收入 7.97 亿元、8.07 亿元和 1.85 亿元，毛利率分别为 20.26%、20.66%和 20.36%。

该公司粮食贸易主要是粮食收储业务，由粮储公司经营。2019 年及 2020 年第一季度，粮储公司通过春、夏二季农村调研，协助产粮乡镇落实粮食订单各 7.53 万吨，其中早稻订单为 3.43 万吨，晚稻订单为 4.10 万吨，订单受益农户分别为 1071 户和 1011 户；2019 年发放粮食预购定金 791 万元，为 96 户种粮大户解决生产资金不足的困难。由于粮储公司是政策性粮食收储公司，不以盈利为主要目的，运营时以收购的新粮替代旧粮使粮食存储量保持相对稳定，销售的粮食主要为旧粮，卖出的价格往往低于当年收购价，因此盈利能力弱，

甚至亏损，政府每年会给予相应的财政补贴，2018-2019 年公司收到省级和市级粮食收储补贴共计 0.36 亿元和 0.43 亿元。2017-2019 年，公司粮食收储业务收入分别为 1.88 亿元、2.29 亿元和 2.20 亿元，毛利率分别为-2.43%、-4.00%和-6.15%。

（8）物流板块

该公司物流板块主要的经营实体为子公司绍兴信诚物流有限公司（简称“信诚物流”），信诚物流主要提供安保服务、停车服务及货运信息服务等。目前，信诚物流拥有办公房屋建筑面积约 1 万平方米，货棚等仓储空间 1.35 万平方米；内有双向环行车道的停车场 2.30 万平方米，可同时停放各类货车 200 余辆；中心出入口设有 3 个通道，布有红外线自动报警系统、110 联动系统、闭路电视监控系统等安保设施和大型地磅。2017-2019 年，公司物流板块收入分别为 0.72 亿元、0.71 亿元和 0.71 亿元，毛利率分别为 7.75%、6.59%和 8.19%，该业务收入及盈利保持在相对稳定水平。

管理

该公司实际控制人为上虞区国资委，股权结构清晰。公司成立以来治理结构逐步完善，能为其稳定发展提供保障。同时，公司根据自身经营管理以及业务发展需要，设置了相关职能部门，基本能够满足公司日常经营管理的需要。公司内部管理制度较完善，但公司自成立以来受让多家公司国有股权，存在较大内部整合和管控压力。

1. 产权关系与公司治理

（1） 产权关系

该公司为国有独资公司，上虞区国资委为其唯一股东和实际控制人。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 10.00 亿元，实收资本为 3.72 亿元，其产权结构详见附录一。

（2） 公司治理

该公司按照《中华人民共和国公司法》、《国有企业监事会暂行条例》的规定组建法人治理结构，并设立了董事会、监事会和经营层。公司不设股东会。公司设董事会，成员为 3 人，其中非职工代表董事 2 人，非职工代表董事由上虞区国资委委派，职工代表董事由公司职工代表大会民主选举产生。公司设监事会，成员为 5 人，其中非职工代表 3 人，由上虞区国资委委派产生；职工代表 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生。监事会设主席一名，由上虞区国资委从监事会成员中指定。监事任期每届三年，监事任期届满，连选可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。

该公司高级管理人员具有丰富的行业从业和企业管理运作经验，为公司发展奠定了一定的基础。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要为向关联方绍兴市汤浦水库有限公司采购原水，以及向绍兴市上虞众联环保有限公司支付污泥填埋费等，2018 年及 2019 年关联交易发生额分别为 0.56 亿元和 0.53 亿元。

此外，截至 2019 年末，该公司分别向上虞杭州湾和绍兴市上虞杭州湾工业园区投资发展有限公司（以下简称“杭州湾投发公司”）¹⁰提供关联担保 29.28 亿元和 3.00 亿元；应收关联方杭州湾投发公司、绍兴市上虞海发农艺园林有限公司和绍兴市上虞园通市政工程有限公司款项 4.60 亿元、3.00 亿元和 0.98 亿元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理以及业务发展需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常经营管理的需要，公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司建立了较完善的内部管理制度，但公司自成立以来受让多家公司国有股权，存在较大内部整合和管控压力。

财务管理方面，该公司制定了《财务管理制度》、《预算管理制度》等一系列财务制度，实行会计工作的统一管理，确保会计操作和财务管理的规范进行，并通过明确内部各岗位职责，规范工作流程和权限管理等措施，筹措及管理、运作资金，并保障资金使用的安全性。

预算管理方面，该公司制定了《预算管理制度》。公司实行全面预算管理，全面预算涵盖公司经营的各个环节，公司的各项经济活动全部纳入预算管理。总经理全面负责预算管理工作，承担制定预算目标、审批预算方案、监督预算执行、考核各预算单位等职责；财务管理部为预算管理的日常执行部门，各业务部门与职能部门为预算单位，承担相应预算职责，并由各预算单位预算管理负责人与预算单位经理负责。

投资管理方面，该公司制定了《投资管理办法》，规范投资行为。根据业务性质不同，公司将投资活动分为市场化业务投资和政府重点项目投资。投资活动须坚持遵循遵守国家法律法规，符合国家产业政策、政府重点项目以完成政

¹⁰ 上虞杭州湾建发的二级子公司。

策性任务或既定任务为首要目标、获取投资收益与控制投资风险相结合等原则，按照投资环节规范执行投资活动。

融资管理方面，该公司制定了《融资管理办法》来规范公司的融资行为。公司债务举借遵循适度举债、平衡有余、优化结构，注重实效、明确责任、防范风险和依法决策的原则。举借资金须严格按照举借债务规定的用途及相关资金使用办法使用，严禁挪作他用；资金的实际拨付和使用，均应按照公司资金使用管理办法和财务负责人联签办法进行。财务部门对即将到期的债务，应提前筹措资金，及时偿还，避免逾期债务发生。严禁出现因不能按期兑付而影响信用的情况。

担保管理方面，对于该公司内部的企业提供担保，由公司财务管理部初步审核并报公司有权审批人审批同意，然后提交公司董事会审议，公司董事会审议通过后，即可对公司内部企业提供担保。对外担保实施过程中，结合被担保人的资信情况，严格审查担保合同约定的各项义务性条款，并要求被担保人按季度提供财务报表、还本付息情况等资料。财务管理部指定专员负责对外担保事项的统一管理。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的本部 2020 年 5 月 28 日以及主要子公司上虞经开 2020 年 4 月、宏达公路、粮储公司和上虞城建等 2020 年 5 月《企业信用报告》，公司本部及主要子公司无银行信贷违约、迟付利息情况。

根据国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公开平台 2020 年 6 月 10 日的查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

3. 发展战略

该公司将继续围绕上虞区整体发展目标，进一步推动基础设施、载体配套、民生保障、环境提升等重点工程建设，保障重点项目落地，推进产业与城区发展深度融合。未来三年，公司将通过整合资源、运作资本等途径，逐步完成从资产管理型向资本运作型、从政府公益型向市场主导型、从资源优势型向能力优势型的转变，实现资本、人才和经验积累。

财务

该公司主营业务盈利能力较弱，且较高的期间费用对利润侵蚀较大，盈利对政府补助的依赖程度较高；作为上虞区重要的基础设施项目建设主体，公司承担的建设任务较重，资金投入量大，已积累较大规模的刚性债务，其负债经营程度已处于较高水平，同时短期刚性债务规模持续增长，公司即期债务偿付压力加重；公司主业现金回笼情况较好，但非筹资性现金流持续呈净流出状态，

难以对债务偿付形成保障；公司资产主要集中于项目建设成本和土地使用权，同时区属国有企业占用公司资金规模较大，公司整体资产实际流动性较弱。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）¹¹对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定¹²。

2018 年 8 月，根据上虞区国资委《绍兴市上虞区人民政府办公室关于同意绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司增资控股绍兴大通控股集团有限公司的批复》虞政办发[2018]187 号文件，上虞区国资委同意该公司增资控股大通集团，大通集团注册资本由 1.18 亿元增至 2.41 亿元，增资后公司持有其 51% 的股权。2018 年 9 月，根据上虞区国资委《关于将国有优质资产置换绍兴市上虞杭州湾建设开发集团有限公司部分国有股权的通知》虞国资委[2018]107 号文件，上虞区国资委将区内 15 处土地及 22 处房产等优质国有资产注入公司，用于置换公司持有的上虞杭州湾建发 82% 的股权。截至 2018 年 9 月 28 日，公司已完成对大通集团增资控股，大通集团纳入公司合并范围；已完成上虞杭州湾建发股权划转，公司仅持有上虞杭州湾建发 18% 的股权，不再纳入合并范围。

2019 年 10 月 1 日，根据上虞区国资委《关于将绍兴市上虞城市建设集团有限公司国有股权无偿划转至绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司的通知》虞国资委[2019]54 号文件，上虞区国资委将其持有的上虞城建 51% 的国有股权无偿划转至该公司，剩余 49% 仍由上虞区国资委继续持有，公司成为上虞城建的控股股东，上虞城建纳入公司合并范围。除上述事项外，2019 年公司因新设和无偿划入新增子公司 8 家，同时因无偿划出、注销、丧失控制权减少子公司 9 家。截至 2019 年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共 8 家；2020 年第一季度，公司合并范围未发生变化。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

该公司承担的土地整理及基础设施、保障房等建设任务较重，资金投入量大，已积累较大规模的刚性债务，负债经营程度处于较高水平。2017-2019 年末，公司负债总额分别为 575.23 亿元、552.48 亿元和 595.41 亿元，其中刚性债务分别为 528.13 亿元、501.16 亿元和 559.09 亿元，占债务总额的比重均在 90% 以上；同期末资产负债率分别为 61.52%、56.63% 和 58.50%。

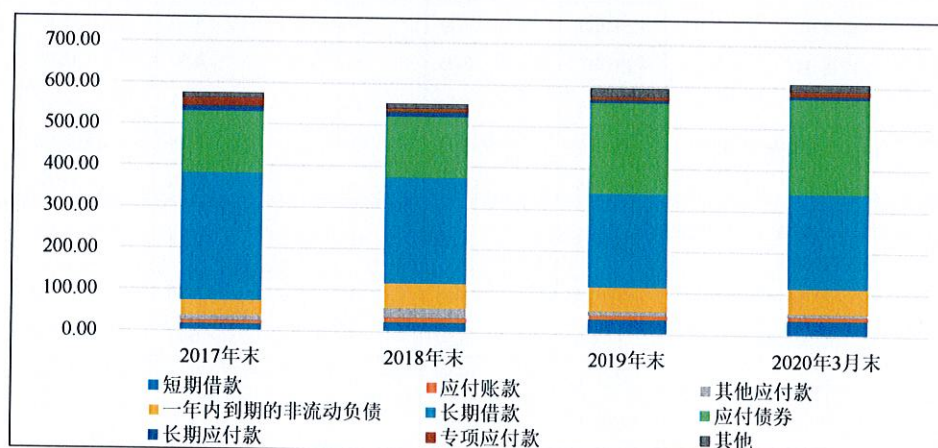
¹¹ 原名华普天健会计师事务所（特殊普通合伙），2019 年 5 月改为现名。

¹² 本报告 2017-2019 年财务数据使用容诚审字[2020]310Z0633 号。

2017-2019 年末, 该公司长短期债务比分别为 597.65%、342.47%和 365.63%, 债务期限结构仍偏长期。从具体构成看, 公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款¹³和长期应付款构成。2019 年末, 公司应付账款余额为 9.57 亿元, 主要是应付浙江省建工集团有限责任公司、绍兴市上虞区曹娥街道三角站股份经济合作社等单位拆迁款和工程款, 较上年末下降 10.43%, 主要系上虞经开当期支付征迁款以及因绍兴市上虞曹娥江旅游开发投资有限公司 (以下简称“曹娥江旅开”) 不再纳入合并范围导致应付账款转出所致; 其他应付款余额为 10.57 亿元, 主要为公司与上虞区属其他单位的往来款, 包括应付绍兴市上虞绿地农艺园林有限公司 (以下简称“上虞绿地园林”) 往来款 0.88 亿元、绍兴市上虞区崧厦供销合作社往来款 0.60 亿元, 涉及单位分布较为分散, 期末余额较上年末下降 56.76%, 主要系本期偿还杭州湾上虞经济技术开发区管理委员会往来款 5.04 亿元和浙江上虞经济开发区发展总公司往来款 2.21 亿元所致; 长期应付款余额为 15.36 亿元, 较上年末下降 24.62%, 主要系部分融资租赁款和永赢资产管理有限公司借款到期偿付所致, 其中专项应付款余额 7.95 亿元, 较上年末下降 9.99%, 主要为虞东河湖综合整治工程待付款项、百官街道拆迁补偿款等。此外, 2019 年末其他流动负债余额为 6.71 亿元, 较上年末增加 6.52 亿元, 主要系当年子公司上虞水务发行的两期短期融资债券。

2020 年 3 月末, 在刚性债务的推动下, 该公司负债总额较上年末增长 2.18% 至 608.39 亿元; 资产负债率为 59.02%, 较上年末上升 0.52 个百分点。同期末, 公司应付账款余额为 8.39 亿元, 较上年末下降 12.26%, 主要系本期上虞水务和上虞城建支付部分工程款所致; 其他流动负债余额为 2.71 亿元, 较上年末下降 59.54%, 主要系 19 上虞水务 CP001 本息到期偿付所致; 其他应付款余额为 8.09 亿元, 较上年末下降 23.47%, 减量主要为上虞绿地园林和舜业农发往来款; 专项应付款为 10.98 亿元, 较上年末增长 38.18%, 主要系本期子公司绍兴市上虞虞安投资管理有限公司收到财政拨付的城南医院专项资金 2.50 亿元所致。

图表 7. 2017 年末以来公司负债构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 上虞国资

¹³ 不含应付利息和应付股利, 下同。

B. 刚性债务

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 559.09 亿元和 573.59 亿元，分别较上年末增长 11.56% 和 2.18%；同期末，股东权益与刚性债务比率分别为 75.55% 和 73.64%，分别较上年末下降 8.87 个百分点和 1.91 个百分点，股东权益对刚性债务的保障程度趋弱；短期刚性债务余额分别为 103.28 亿元和 105.47 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 110.94% 和 89.86%，公司货币资金存量可为即期债务偿付提供一定保障。

从具体构成看，2019 年末公司银行借款¹⁴余额为 311.41 亿元，包括短期借款 35.95 亿元、一年内到期长期借款 48.07 亿元和长期借款 227.39 亿元。公司主要采用保证借款和抵质押借款的方式，抵押物主要为房产和土地使用权。同期末，公司应付债券余额为 234.01 亿元，其中一年内到期的应付债券（含计入其他流动负债中的短期融资债券 6.49 亿元）为 14.61 亿元，中长期债券 219.40 亿元，较上年末增长 49.97%；长期应付款中融资租赁借款等余额为 7.41 亿元，较上年末下降 35.81%。

根据到期债务期限分布情况，2020-2022 年，该公司需偿还债务规模分别为 98.95 亿元、123.90 亿元和 107.46 亿元，公司持续面临较大的债务集中偿付压力。

截至 2020 年 5 月末，该公司尚在存续期内的债券待偿本金余额为 228.99 亿元和 5.40 亿美元。公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 8. 截至 2020 年 5 月末公司存续期内债券概况

债项名称	发行主体	发行金额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	待偿余额 (亿元)	发行时间
16 上虞 01	上虞国资	30.00	5	4.15, 目前 4.88	27.50	2016.7.19
16 上虞 02	上虞国资	5.00	5	4.05	5.00	2016.8.24
16 上虞 03	上虞国资	15.00	5	3.80, 目前 4.78	11.50	2016.8.24
17 虞资 01	上虞国资	30.00	5	5.85	30.00	2017.9.27
18 上虞国资 MTN001	上虞国资	6.00	5	5.50	6.00	2018.4.20
19 虞资 01	上虞国资	10.00	5	4.90	10.00	2019.6.20
19 虞资 03	上虞国资	18.00	5	4.50	18.00	2019.8.13
19 虞纤 01	上虞国资	6.00	5	4.55	6.00	2019.11.12
19 上虞国资美元债	上虞国资	3 亿美元	3	4.18	3 亿美元	2019.11.27
20 虞资 01	上虞国资	10.00	5	3.80	10.00	2020.4.13
20 上虞国资（疫情防控债）PPN001	上虞国资	5.00	3	3.58	5.00	2020.3.15
20 上虞国投 MTN001	上虞国资	5.00	3	3.20	5.00	2020.5.27
17 上虞水务 MTN001	上虞水务	6.50	5	6.17	6.50	2017.8.29
17 上虞 01	上虞水务	10.00	5	5.98	10.00	2017.7.20
17 上虞 02	上虞水务	5.00	5	5.94	5.00	2017.7.28
19 上虞水务 CP002	上虞水务	2.50	1	4.00	2.50	2019.12.05
20 上虞水务 CP001	上虞水务	4.00	1	3.01	4.00	2020.4.28

¹⁴ 含地方政府转贷 9.00 亿元。

债项名称	发行主体	发行金额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	待偿余额 (亿元)	发行时间
财通上虞水务污水处理 收费收益权绿色资产支 持专项计划	上虞水务	8.50	8.66	4.35	7.78	2019.10.31
16 虞经开债	上虞经开	18.90	7	4.76	11.34	2016.4.8
19 虞经开债	上虞经开	15.00	5	4.8	15.00	2019.12.9
20 上虞 01	上虞经开	5.00	5	4.00	5.00	2020.3.19
14 虞城建债	上虞城建	18.00	7	6.80	7.20	2014.08.07
18 虞城建境外债	上虞城建	2.40 亿美元	3	6.70	2.40 亿美元	2018.12.20
19 虞城 01	上虞城建	10.00	5	4.18	10.00	2019.11.26
20 上虞停车场债 01	上虞城建	10.00	7	3.89	10.00	2020.4.20
上虞“汤浦小城镇综合” 资产收益权	上虞城建	0.10	3	7.00	0.10	2018.2.12
上虞“谢塘小城镇环卫” 资产收益权	上虞城建	0.10	3	7.00	0.10	2018.2.13
上虞“下管小城镇交通” 资产收益权	上虞城建	0.10	3	7.00	0.10	2018.2.22
上虞“丁宅小城镇道路” 资产收益权	上虞城建	0.20	3	7.00	0.20	2018.2.9
上虞“梁湖小城镇乡容” 资产收益权	上虞城建	0.0917	3	7.00	0.0917	2018.3.28
上虞“梁湖小城镇乡容” 资产收益权	上虞城建	0.0254	3	7.00	0.0254	2018.4.3
上虞“梁湖小城镇乡容” 资产收益权	上虞城建	0.0527	3	7.00	0.0527	2018.4.17

资料来源：Wind 及上虞国资

(2) 或有负债

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额为 116.51 亿元，担保比率为 27.58%，其中对绍兴市上虞区交通集团有限公司¹⁵（以下简称“上虞交通集团”）、上虞杭州湾、绍兴市上虞区交通投资有限公司¹⁶和杭州湾投发公司的担保余额分别为 45.50 亿元、29.28 亿元、8.00 亿元和 3.00 亿元，被担保方主要是上虞区属企业，与公司在同区域内国资体系中，但公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

(3) 现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映公司土地整理、水务以及商品销售等主营业务的现金收支及往来情况。2017-2019 年，公司主营业务收到的现金分别为 48.17 亿元、43.69 亿元和 44.54 亿元；同期营业收入现金率分别为 103.04%、106.27%和 99.47%，主业现金回笼情况较好。此外，近三年公司项目建设投入规模较大，同时受公司与企业事业单位往来款影响，其经营活动产生的现金流

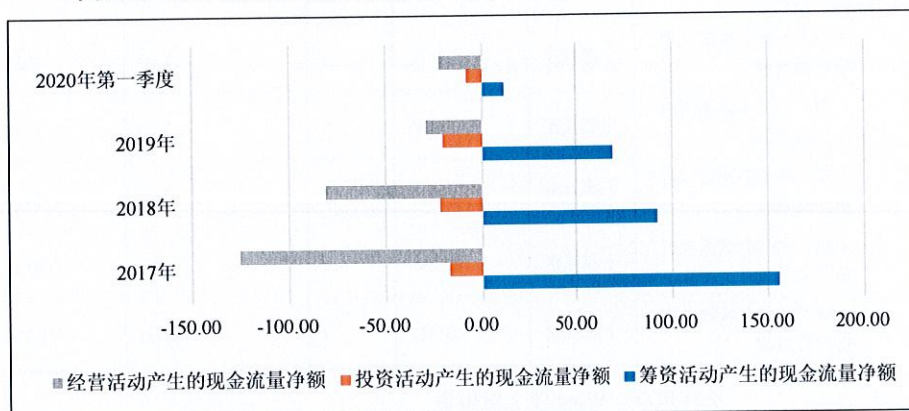
¹⁵ 绍兴市上虞区交通集团有限公司成立于 2013 年 7 月，注册资本 10 亿元，上虞区国资委是其唯一股东和实际控制人，主要从事上虞区的交通基础设施投资与建设，交通建设工程施工等。

¹⁶ 上虞交通集团的全资子公司。

持续呈大额净流出状态，2017-2019 年净流出量分别为 125.29 亿元、81.20 亿元和 29.23 亿元，其中 2019 年净流出量有所缩减主要系往来款净流入所致。由于公司资产整合工作的推进以及上虞水务在建项目的投入，公司投资活动现金流持续呈净流出状态，2017-2019 年投资性现金流净额分别为-17.47 亿元、-22.23 亿元和-20.75 亿元。公司主要依靠外部融资弥补经营和投资环节的现金流出，2017-2019 年筹资活动产生的现金净流入量分别为 155.80 亿元、92.45 亿元和 69.39 亿元。

2020 年第一季度，该公司项目建设投入规模较大，加之往来款净流出，当期经营活动现金流量净额为-22.30 亿元，营业收入现金率为 117.46%，收现情况较好；同期投资活动现金流量净额为-8.44 亿元，筹资活动现金流量净额为 11.43 亿元。

图表 9. 2017 以来公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据上虞国资提供的财务数据绘制

该公司 EBITDA 主要由费用化利息支出、利润总额和固定资产折旧构成，2017-2019 年分别为 12.62 亿元、12.38 亿元和 12.53 亿元，由于公司刚性债务规模较大，而利润规模有限，公司 EBITDA 对刚性债务的保障程度弱。近年来，公司经营活动产生的现金流持续呈净流出状态，无法对公司债务提供有效保障。

图表 10. 2017-2019 年公司现金流与 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.64	0.52	0.57
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.02	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-180.08	-78.33	-23.13
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-32.31	-15.78	-5.51
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-205.20	-99.78	-39.55
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-36.81	-20.10	-9.43

注：根据上虞国资提供的财务数据计算、绘制

(4) 资产质量分析

该公司作为上虞区内唯一一家专业从事国有资本投资运营的大型投资性国有企业，得到政府在资产和资金方面的持续注入，受益于此，近年来公司保

持较强的资本实力。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司所有者权益分别为 359.85 亿元、423.07 亿元、422.37 亿元和 422.39 亿元，同期末资本公积占比分别为 81.48%、75.50%、76.38%和 76.42%，主要系政府注入的土地、房产和货币资金资产。

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 935.09 亿元、975.55 亿元和 1017.78 亿元，同期末流动资产占比分别为 85.58%、74.55%和 78.67%，公司资产以流动资产为主。从具体构成来看，2019 年末，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款¹⁷和存货构成。其中，货币资金余额为 114.48 亿元，较上年末增长 21.98%，其中受限资金为 3.41 亿元，受限规模较小；其他应收款余额为 162.14 亿元，较上年末略降 0.98%，主要包括应收绍兴市上虞区建设发展有限公司¹⁸（以下简称“上虞建发”）88.27 亿元、浙江省上虞经济开发区管理委员会 26.45 亿元、绍兴市上虞区市政工程管理中心 6.67 亿元、上虞经济开发区（曹娥街道）财政办公室 6.08 亿元和绍兴市上虞区舜茂投资有限公司 4.99 亿元往来款等；存货余额为 518.31 亿元，主要为开发成本（土地整理和基础设施项目建设等成本）487.25 亿元、开发产品 22.48 亿元、库存商品 4.69 亿元和工程施工 3.60 亿元，较上年末增长 11.11%，主要系土地整理和基础设施项目建设等开发成本和开发产品增加所致。此外，同期末，公司应收账款余额 3.65 亿元，主要为应收绍兴市上虞区自然资源和规划分局土地指标费 0.72 亿元、谢塘站污水费 0.16 亿元、绍兴市公安局上虞区分局工程款 0.13 亿元和绍兴市上虞区财政局农村污水运营补贴 0.13 亿元，较上年末增长 104.32%，主要系上述款项增加所致。

2019 年末，该公司非流动资产余额为 217.10 亿元，较上年末下降 12.55%，主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。2019 年末，公司可供出售金融资产余额为 42.31 亿元，较上年末增长 4.80%，主要为对上虞杭州湾建发和宁波保税区虞科稳健投资合伙企业（有限合伙）¹⁹的投资，期末投资余额分别为 31.63 亿元和 5.48 亿元；投资性房地产余额为 37.35 亿元，较上年末增长 7.17%，全部为公司自持房产；固定资产余额为 41.68 亿元，较上年末增长 1.38%，主要为房屋建筑物和供水设施；无形资产余额为 37.91 亿元，较上年末下降 54.81%，主要系原子公司绍兴市上虞区海涂投资开发有限公司出表相应资产减少 11.54 亿元，以及上虞水务无形资产中的土地使用权 38.89 亿元转入存货所致；此外，同期末公司长期股权投资余额为 18.75 亿元，较上年末增长 79.03%，主要系对曹娥江旅开²⁰丧失控制权后出表转入长期股权投资所致。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 1030.77 亿元，较年初略增 1.28%，资产结构未发生重大变化。其中，货币资金余额为 94.71 亿元，较上年末下降

¹⁷ 不含应收股利和应收利息，下同。

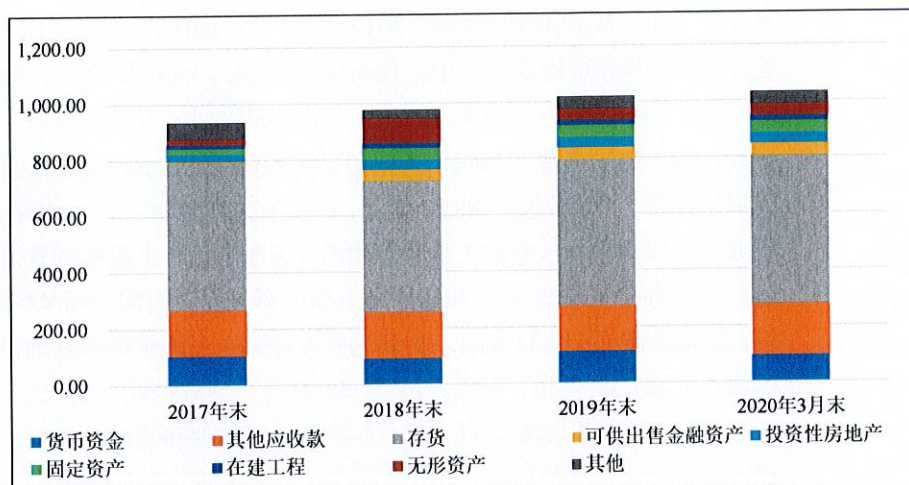
¹⁸ 由上虞区财政局全资持股，经营范围为城市基础设施建设和社会公益事业项目投资经营。

¹⁹ 宁波保税区虞科稳健投资合伙企业（有限合伙）成立于 2016 年 11 月 16 日，出资人包括浙江虞华投资管理有限公司、杭州之江新实业投资管理有限公司和上虞城建。

²⁰ 2019 年公司丧失对曹娥江旅开控制权后，仍持有 49%股权。

17.27%，其中受限资金为 2.88 亿元，现金比率为 75.43%，即期支付能力尚可；其他应收款余额为 183.25 亿元，较上年末增长 13.02%，主要系公司本部和上虞水务应收上虞建发往来款增加所致；长期应收款余额为 20.05 亿元，较上年末增长 10.75%，主要系上虞水务代绍兴市上虞区水利局支付的工程款增加所致，该工程属于政府工程，由地方财政每年度支付。

图表 11. 2017 年以来公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据上虞国资提供的财务数据绘制

(5) 流动性/短期因素

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 970.58%、582.48%、626.15%和 644.27%，处于较高水平；截至 2020 年 3 月末，公司受限资产余额为 54.80 亿元，主要为货币资金以及用于抵押借款的土地资产和房屋建筑物，占资产总额的比例为 5.32%。其中货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产受限金额分别为 2.88 亿元、24.79 亿元、16.00 亿元、2.71 亿元和 8.43 亿元，占上述各科目总额的比重分别为 3.04%、4.71%、42.84%、6.54%和 22.36%。整体看，公司资产主要集中于土地使用权和项目建设成本，其易变现性受当地土地市场景气度及政府结算安排等因素影响较大。此外，区属企业占用公司资金规模较大，不利于公司资金周转，公司整体实际资产流动性较弱。

图表 12. 截至 2020 年 3 月末公司受限资产明细

项目	期末账面价值 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	2.88	3.04	借款质押、保证金
存货	24.79	4.71	借款抵押
投资性房地产	16.00	42.84	借款抵押
固定资产	2.71	6.54	借款抵押
无形资产	8.43	22.36	借款抵押
合计	54.80	5.32	--

资料来源：上虞国资

2019 年末和 2020 年 3 月末，该公司现金比率分别为 89.61%和 75.43%；2020 年 3 月末公司未受限货币资金余额为 91.83 亿元，是短期刚性债务的 0.87 倍，目前公司储备有一定货币资金，可为即期债务偿付提供一定保障。

图表 13. 公司资产流动性指标

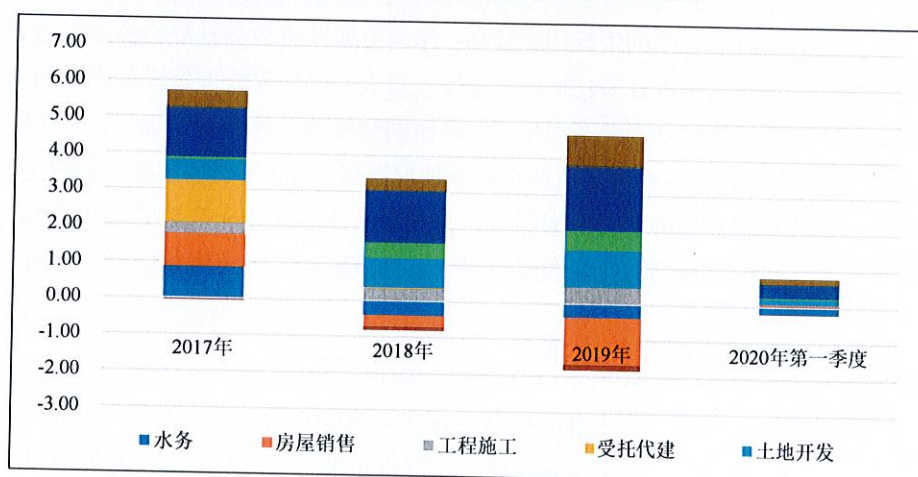
主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	970.58	582.48	626.15	644.27
现金比率 (%)	127.51	75.24	89.61	75.43
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	181.84	109.83	110.94	89.86

资料来源：上虞国资

3. 公司盈利能力

该公司营业毛利主要来源于商品销售、土地开发和工程施工业务。2017-2019 年，公司分别实现营业毛利 5.68 亿元、2.58 和 2.83 亿元，同期，综合毛利率分别为 12.14%、6.29%和 6.33%。分业务板块看，2017-2019 年，公司水务业务毛利率分别为 19.39%、-8.95%和-7.64%，其中 2018 年以来呈亏损状态主要系受环保整治等因素影响，污水处理成本上升所致；2018 年上虞经开未确认受托代建业务收入，2017-2019 受托代建业务毛利率分别为 16.53%、5.70%和 0.33%，其中 2017 年毛利率较高，系杭州湾建发的受托代建业务毛利较高所致；工程施工业务毛利率分别为 9.93%、9.86%和 9.45%，相对稳定；土地开发业务毛利率分别为 25.13%、9.44%和 12.67%，毛利率主要受土地出让区位、价格等因素影响有所波动；商品销售业务毛利率分别为 15.20%、16.25%和 18.72%，持续增长。

图表 14. 2017 年以来公司营业毛利构成情况（单位：亿元）



注：根据上虞国资提供的财务数据计算、绘制

2017-2019 年，该公司期间费用分别为 10.20 亿元、8.85 亿元和 9.20 亿元，期间费用率分别为 21.81%、21.53%和 20.55%，期间费用率保持在较高水平。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，2017-2019 年公司财务费用分别为 5.07 亿元、2.27 亿元和 2.10 亿元；管理费用分别为 3.74 亿元、4.82 亿元和 5.28 亿元，随着公司业务规模的扩大，职工薪酬、折旧摊销、租赁费以及运

营服务支出等增加导致管理费逐年增长。公司主营业务盈利能力较弱，且较高的期间费用对其利润形成较大侵蚀。但公司下属多家子公司在上虞区内承担重要的职能，可得到政府持续的支持，2017-2019 年分别收到政府补助 7.01 亿元、8.80 亿元和 8.52 亿元，同期公司分别实现净利润 2.28 亿元、2.63 亿元和 2.25 亿元。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 6.77 亿元，同比下降 17.75%；综合毛利率为 8.46%，较上年同期下降 4.26 个百分点。收入及毛利率下滑主要系受疫情影响，大通商城销售收入下降，而员工工资和资产折旧等成本仍较高所致。同期，期间费用为 2.45 亿元，期间费用率为 36.13%，期间费用高企。2020 年第一季度，公司收到政府补助收入 2.09 亿元，实现净利润 0.11 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，近年来资产整合工作持续推进，公司合并范围及业务板块几经调整；目前，土地开发业务、以大通商城为主的商品销售业务和保障房销售业务是公司最主要的营业收入来源，水务、工程施工和服务业务等是营业收入的有益补充；公司业务经营具有区域垄断性，同时多元化经营可在一定程度上提升经营稳定性；未来公司仍有较大规模的项目建设支出计划，面临一定的资本支出压力。

该公司主营业务盈利能力较弱，且较高的期间费用对利润侵蚀较大，盈利对政府补助的依赖程度较高；作为上虞区重要的基础设施项目建设主体，公司承担的建设任务较重，资金投入量大，已积累较大规模的刚性债务，其负债经营程度已处于较高水平，同时短期刚性债务规模持续增长，公司即期债务偿付压力加重；公司主业现金回笼情况较好，但非筹资性现金流持续呈净流出状态，难以对债务偿付形成保障；公司资产主要集中于项目建设成本和土地使用权，同时区属国有企业占用公司资金规模较大，公司整体资产实际流动性较弱。

2. 外部支持因素

该公司是上虞区从事国有资本投资运营的核心企业，目前主业覆盖水务、土地开发、基础设施代建、安置房建设、商贸、物流仓储等板块，业务地位突出，下属多家子公司在上虞区内承担重要的职能，可得到上虞区政府的持续支持。2018 年末公司实收资本由 2.00 亿元增至 3.72 亿元；2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别收到政府补助 7.01 亿元、8.80 亿元、8.52 亿元和 2.09 亿元，为盈利的实现提供了重要支撑。

同时，该公司已与多家商业银行开展合作，整体信用状况良好。截至 2020

年3月末,公司获得的银行总授信额度为457.55亿元,尚未使用授信额度122.37亿元。

本期债券偿付保障分析

1. 经营性收入较有保障

目前,该公司主业覆盖水务、土地开发、基础设施代建、安置房建设、商贸、物流仓储等板块,业务地位突出;下属多家子公司在其业务范围内具有较强的区域垄断优势,收入较有保障,同时公司多元化经营可在一定程度上提高其经营稳定性。2017-2019年公司分别实现营业收入46.75亿元、41.11亿元和44.78亿元;分别实现净利润2.28亿元、2.63亿元和2.25亿元。同时,公司主营业务收现情况较好,近三年营业收入现金率分别为103.04%、106.27%和99.47%。

2. 融资能力较强

凭借较强的资本实力及资源优势,该公司具有较强的融资能力,公司与金融机构合作关系稳定,历史信用状况良好,目前仍有一定规模的可用授信,截至2020年3月末,公司合并口径的银行授信总额为457.55亿元,尚未使用授信额度122.37亿元,可对其资金周转提供一定支持。

3. 募投项目收益

募投项目建成后收入来源主要为配套用房出租收入、游船观光收入、特色产品销售收入、自行车出租收入、游客体验收入、停车费收入、充电桩收入、广告费收入和砂石销售收入等。根据该公司对募投项目的收益情况测算报告,在本期债券存续期,预计募投项目可实现运营收入23.29亿元(不含配套用房相关收入),能够为本期债券偿付提供资金来源。

评级结论

上虞区地处杭州湾南岸,交通便利,已形成了以机械装备、医药化工、轻工纺织、照明电器等为主导产业的经济格局。近年来,上虞区经济总量保持稳步增长,综合实力不断提升。此外,上虞区土地市场景气度较高,土地成交总价整体保持较快增长态势;同时长三角一体化发展及上虞区融杭连甬接沪发展战略的实施或将进一步提升其区域发展综合竞争力。

该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业,近年来资产整合工作持续推进,公司合并范围及业务板块几经调整;目前,土地开发业务、以大通商城为主的商品销售业务和保障房销售业务是公司最主要的营

业收入来源，水务、工程施工和服务业务等是营业收入的有益补充；公司业务经营具有区域垄断性，同时多元化经营可在一定程度上提升经营稳定性；未来公司仍有较大规模的项目建设支出计划，面临一定的资本支出压力。

该公司主营业务盈利能力较弱，且较高的期间费用对利润侵蚀较大，盈利对政府补助的依赖程度较高；作为上虞区重要的基础设施项目建设主体，公司承担的建设任务较重，资金投入量大，已积累较大规模的刚性债务，其负债经营程度已处于较高水平，同时短期刚性债务规模持续增长，公司即期债务偿付压力加重；公司主业现金回笼情况较好，但非筹资性现金流持续呈净流出状态，难以对债务偿付形成保障；公司资产主要集中于项目建设成本和土地使用权，同时区属国有企业占用公司资金规模较大，公司整体资产实际流动性较弱。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

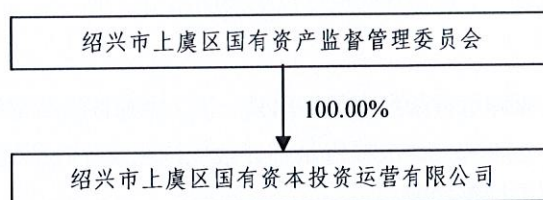
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

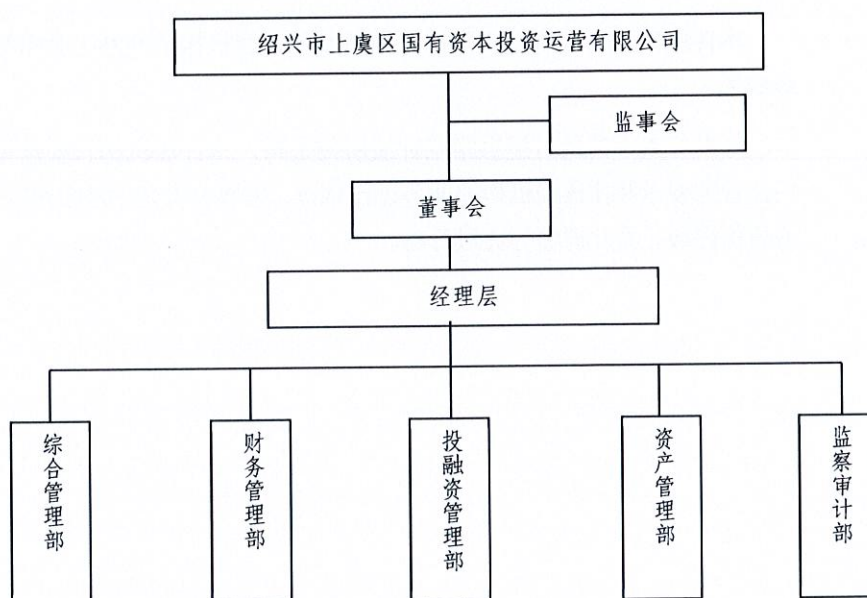
公司股权结构图



注：根据上虞国资提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据上虞国资提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据				
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)
绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司（单体）	上虞国资	--	污水处理、供水；基础设施建设； 土地开发；工程建设等	166.42	234.89	--	-0.71	-34.93
绍兴市上虞区水务集团有限公司（合并口径）	上虞水务	100.00	供水、污水处理、水利工程建设	57.33	83.47	9.46	-0.27	2.56
绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司（合并口径）	上虞经开	100.00	土地开发、工程建设	147.34	101.34	5.68	1.48	-15.58
绍兴市上虞城市建设集团有限公司（合并口径）	上虞城建	51.00	土地整理开发、受托代建项目建设、 安置房建设销售、商品销售等	106.49	168.69	21.08	1.34	15.84
绍兴市上虞区宏达公路建设有限公司	宏达公路	100.00	工程建设	5.33	0.94	0.95	0.01	-0.16
绍兴市上虞区粮食收储有限公司	粮储公司	100.00	粮食收储	2.87	5.62	2.20	-0.22	1.07

注：根据上虞国资提供资料整理、计算

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	935.09	975.55	1,017.78	1,030.77
货币资金 [亿元]	105.12	93.85	114.48	94.71
刚性债务[亿元]	528.13	501.16	559.09	573.59
所有者权益 [亿元]	359.85	423.07	422.37	422.39
营业收入[亿元]	46.75	41.11	44.78	6.77
净利润 [亿元]	2.28	2.63	2.25	0.11
EBITDA[亿元]	12.62	12.38	12.53	—
经营性现金净流入量[亿元]	-125.29	-81.20	-29.23	-22.30
投资性现金净流入量[亿元]	-17.47	-22.23	-20.75	-8.44
资产负债率[%]	61.52	56.63	58.50	59.02
长短期债务比[%]	597.65	342.47	365.63	384.22
权益资本与刚性债务比率[%]	68.14	84.42	75.55	73.64
流动比率[%]	970.58	582.48	626.15	644.27
速动比率[%]	328.65	208.65	220.55	225.16
现金比率[%]	127.51	75.24	89.61	75.43
短期刚性债务现金覆盖率[%]	181.84	109.83	110.94	89.86
利息保障倍数[倍]	0.47	0.33	0.33	—
有形净值债务率[%]	170.72	163.08	155.13	158.42
担保比率[%]	19.34	16.01	26.98	27.58
毛利率[%]	12.14	6.29	6.33	8.46
营业利润率[%]	5.05	6.81	5.66	1.29
总资产报酬率[%]	1.28	0.82	0.72	—
净资产收益率[%]	0.75	0.67	0.53	—
净资产收益率*[%]	0.69	0.47	0.42	—
营业收入现金率[%]	103.04	106.27	99.47	117.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-180.08	-78.33	-23.13	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-32.31	-15.78	-5.51	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-205.20	-99.78	-39.55	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-36.81	-20.10	-9.43	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.52	0.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02	—

注：表中数据依据上虞国资经审计的 2017-2019 年三年连审及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理计算，其中指标计算涉及的 2016 年数据来源于华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的会审字【2017】3361 号审计报告。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 发行人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 发行人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 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 发行人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 发行人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 发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性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券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。