

嵊州市投资控股有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]100656】

评级对象： 嵊州市投资控股有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
17 嵊州债	AA+/稳定/AAA/2022年6月24日	AA+/稳定/AAA/2021年6月28日	AA+/稳定/AAA/2021年6月28日	AA+/稳定/AAA/2017年6月28日		
21 嵊州债 01	AA+/稳定/AA+/2022年6月24日	-	-	AA+/稳定/AA+/2021年6月28日		
22 嵊州债 01	AA+/稳定/AA+/2022年6月24日	-	-	AA+/稳定/AA+/2022年3月4日		
22 嵊州 01	AA+/稳定/AA+/2022年6月24日	-	-	AA+/稳定/AA+/2021年7月27日		

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	9.17	18.18	33.10
刚性债务	109.41	134.83	164.32
所有者权益	65.96	61.49	56.50
经营性现金净流入量	0.33	-4.51	2.26
发行人合并数据及指标：			
总资产	707.81	1049.59	1340.70
总负债	403.68	616.03	803.91
刚性债务	367.67	573.81	751.52
所有者权益	304.14	433.57	536.79
营业收入	13.41	20.97	31.14
净利润	2.36	2.28	2.23
经营性现金净流入量	-50.15	-96.43	-7.83
EBITDA	9.41	16.35	20.32
资产负债率[%]	57.03	58.69	59.96
长短期债务比[%]	239.77	163.91	247.05
营业利润率[%]	21.82	21.03	11.13
短期刚性债务现金覆盖率[%]	52.46	56.31	81.06
营业收入现金率[%]	110.01	101.24	98.07
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-34.95	-41.91	-15.43
EBITDA/利息支出[倍]	0.79	0.87	0.75
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03
担保方数据：			
总资产	265.13	258.52	262.56
所有者权益	106.67	116.42	111.35
担保余额	501.67	480.03	634.62
融资性担保放大倍数[倍]	3.24	3.67	4.94

注：发行人数据根据嵊州投控经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中投保经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

分析师

周晓庆 zxq@shxsj.com
 徐丽 xuli@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对嵊州市投资控股有限公司（简称嵊州投控、发行人、该公司或公司）及其发行的 17 嵊州债、21 嵊州债 01、22 嵊州债 01 及 22 嵊州 01 的跟踪评级反映了 2021 年以来嵊州投控在外部环境、政府支持及区域专营等方面保持优势，同时也反映了公司在项目投融资、债务负担、资产变现能力和对外担保等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部环境较好。**跟踪期内，嵊州市经济实现疫后稳步恢复，随着高铁建成通车，嵊州市可进一步融入长三角城市群，为嵊州投控业务开展提供了良好的外部环境。
- **政府支持力度大。**嵊州投控仍为当地基础设施建设和国有资产运营主体，区域地位较为突出，持续获得政府在业务和资金等方面的支持；2021 年公司获得政府较大规模资产注入，自有资本实力提升。
- **具有一定的专营优势。**嵊州投控的砂石销售、广电和供排水等业务在嵊州市范围内保持一定的专营优势，业务稳定性较好。
- **担保增信。**17 嵊州债由中投保提供无条件不可撤销连带责任保证担保，可有效提高被担保债券的到期偿付安全性。

主要风险：

- **项目投融资压力上升。**嵊州投控项目投资力度加大，已投入资金规模较大，受累于结算进度较慢，资金回笼周期较长，同时基建项目后续仍有持续投资需求，后续投融资压力将进一步上升。
- **刚性债务负担较重。**跟踪期内，嵊州投控刚性债务规模增长较快，债务负担已较重，且有一

定规模的融资租赁和信托借款，同时公司短期刚性债务规模较大，公司集中偿债压力也将加重。

- **资产变现能力一般。**跟踪期内，嵊州投控资产仍主要沉淀于项目投入、往来占款以及土地房产等，资产变现能力一般。
- **对外担保风险。**嵊州投控对外担保规模较大且相对集中，存在一定的代偿风险。
- **募投项目收益不达预期风险。**17 嵊州债、21 嵊州债 01 和 22 嵊州债 01 的募投项目运营情况受当地市场环境、供需情况等影响存在波动可能，项目收益规模存在不达预期风险。

➤ 未来展望

通过对嵊州投控及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 17 嵊州债还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级；认为 21 嵊州债 01、22 嵊州债 01 及 22 嵊州 01 还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



嵊州市投资控股有限公司 及其发行的公开发行债券 跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年嵊州市投资控股有限公司公司债券、2021 年嵊州市投资控股有限公司公司债券（第一期）、2022 年嵊州市投资控股有限公司公司债券（第一期）和 2022 年嵊州市投资控股有限公司面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（分别简称“17 嵊州债”、“21 嵊州债 01”、“22 嵊州债 01”及“22 嵊州 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据嵊州投控提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对嵊州投控的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

据《国家发展改革委关于浙江省嵊州市投资控股有限公司发行公司债券核准的批复》（发改企业债券[2017]233 号），该公司于 2017 年 7 月发行了 17 亿元的公司债券（即“17 嵊州债”），期限为 7 年，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照发行总额 20%的比例偿还债券本金，目前待偿还余额为 13.6 亿元，票面利率为 5.35%。债券募集资金中 14 亿元用于建设嵊州市农副产品物流中心项目和嵊州市经济开发区拆迁安置房工程，3 亿元用于补充营运资金。募投项目计划总投资 21.41 亿元，截至 2021 年末，已完成投资 21.41 亿元，募集资金已全部使用完毕。

据《国家发展改革委关于嵊州市投资控股有限公司发行公司债券注册的通知》（发改企业债券[2020]297 号），该公司于 2021 年 8 月发行了待偿还本金余额为 8 亿元的企业债券（即“21 嵊州债 01”），募集资金中 1.55 亿元主要用于嵊州市水联污泥处理有限公司 800T/d 污泥干化焚烧处理工程（简称“污泥处理工程”）、3.30 亿元用于嵊州市农村饮用水达标提标工程（简称“农饮水提标工程”）的建设及 3.15 亿元用于补充公司营运资金，截至 2022 年 4 月末，募集资金已使用 8 亿元，其中 1.55 亿元用于污泥处理工程建设、3.30 亿元用于农饮水提标工程建设及 3.15 亿元用于补充公司营运资金。污泥处理工程计划总投资 2.37 亿元，截至 2022 年 4 月末，已投资 2.31 亿元；农饮水提标工程计划总投资 4.77 亿元，截至 2022 年 4 月末，已基本完工。

据《国家发展改革委关于嵊州市投资控股有限公司发行公司债券注册的通知》（发改企业债券[2020]297 号），该公司于 2022 年 3 月发行了待偿还本金余额为 10 亿元的企业债券（即“22 嵊州债 01”），募集资金中 6 亿元主要用于嵊州市集成电路产业园标准厂房建设项目（简称“集成电路产业园项目”）的建设、4 亿元用于补充公司营运资金，截至 2022 年 4 月末，募集资金已使用 10 亿元，其中 6 亿元用于集成电路产业园项目建设及 4 亿元用于补充公司营运资金。集成电路产业园项目的计划总投资 17.32 亿元，截至 2022 年 4 月末，已投资 0.95 亿元。

经上海证券交易所审核同意并经中国证监会注册（注册批复文号：证监许可[2021]4010号），该公司于2022年1月发行了待偿还本金余额为20亿元的公司债券（即“22嵊州01”），募集用途为置换前期以自有资金偿付的16嵊州01、16嵊州02。截至2022年4月末，募集资金已使用完毕。

目前，该公司本部及主要子公司债券量已较大，截至2022年6月15日公司本部、子公司嵊州城投、嵊州交发、嵊州南投及嵊州经开（含子公司）的待偿还境内债券本金合计分别为145.20亿元、98.80亿元、58.00亿元、50.00亿元和32.93亿元；境外债发行方有本部、嵊州城投和嵊州交发，待偿本金分别为3.50亿美元、1.43亿美元和1.42亿美元。截至2022年6月15日，公司存续债债券详见附录四。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、

产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（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渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

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。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，

提升城镇化发展质量。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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

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。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。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。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，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。2018 年下半年至 2019 年，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，城投企业融资政策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，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，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

（3）区域经济环境

嵊州市地处浙东地带，民营经济发达，已形成了领带服饰、机械电机、电器厨具为支柱的产业格局，但主导产业门槛较低，以中小民营企业为主的结构使得地区经济发展受宏观经济波动影响较大，2021 年以来在一系列统筹疫情防控和经济社会发展的举措

推动下，嵊州市经济实现疫后稳步恢复。随着高铁建成通车，嵊州市可进一步融入长三角城市群，有利于对外经济交流发展。

嵊州市地处浙江省东部，隶属绍兴市，北靠杭州，东邻宁波，属长江三角洲经济区，茶叶产量名列浙江省首位、全国前茅。嵊州市区位优势较为明显，位于杭州、宁波、温州、金义四大都市圈的十字交叉点上。嵊州市公路交通较为发达，南北向的104国道、上三高速和东西向的甬金高速、37省道嵊义线贯穿全境，目前杭绍台高速和甬金高速嵊州南互通已建成通车。铁路方面，杭台高铁于2022年1月正式开通运营，在嵊州城南新区（现高铁新城）设有高铁站，补齐了嵊州市铁路交通短板，有效助推嵊州融入杭州、宁波和金义三大都市圈的一小时经济圈内，此外，金甬铁路亦预计于2023年建成。

跟踪期内，在一系列统筹疫情防控和经济社会发展的举措推动下，嵊州市经济实现疫后稳步恢复。2021年，嵊州市实现地区生产总值658.39亿元，同比增长7.2%；其中第一、二、三产业增加值分别为41.81亿元、294.64亿元和321.95亿元，增速分别为2.5%、8.5%和6.8%。整体来看，嵊州市经济发展状况较好，但经济总量在绍兴市各区、县中仍处于较后的位置。

图表 1. 近年来嵊州市主要经济指标及增速（单位：%）

指标	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	589.15	6.3	601.27	2.7	658.39	7.2
其中：第一产业增加值（亿元）	39.19	2.3	42.02	2.1	41.81	2.5
第二产业增加值（亿元）	283.67	6.5	259.37	-1.2	294.64	8.5
第三产业增加值（亿元）	266.28	6.6	299.88	7.6	321.95	6.8
规模以上工业产值（亿元）	486.04	3.3	482.71	0.5	543.73	17.7
固定资产投资（亿元）	233.83	2.5	202.02	-7.9	229.76	13.7
社会消费品零售总额（亿元）	286.20	9.5	266.74	-6.8	285.41	7.0
进出口总额（亿元）	85.97	-24.9	81.11	-5.5	73.28	-9.7
城镇居民人均可支配收入（元）	61271	8.7	63748	4.0	69692	9.3

资料来源：绍兴市统计年鉴、嵊州市国民经济和社会发展统计公报、嵊州市及绍兴市统计局

图表 2. 近年来绍兴市主要区县生产总值及增速（单位：亿元，%）

城市	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
柯桥区	1504.27	7.6	1516.73	1.9	1747.98	9.6
越城区	944.08	7.6	1008.52	4.2	1185.26	8.8
诸暨市	1312.36	7.5	1362.36	3.6	1546.62	9.8
上虞区	978.11	7.4	1043.82	4.6	1135.68	7.2
嵊州市	589.15	6.3	601.27	2.7	658.39	7.2
新昌县	451.46	6.3	461.46	2.7	517.40	8.2

资料来源：根据公开资料整理

跟踪期内，嵊州市工业产值增幅明显回升，2021年全市规模以上工业总产值为543.73亿元，同比增长17.7%。领带服饰、机械电机、电器厨具三大产业仍然是当地三大主导产业，2021年领带服饰、机械电机、电器厨具三大产业分别实现规模以上工业总产值

97.79 亿元、179.94 亿元和 104.90 亿元，占规模以上工业产值的比重分别为 18.0%、33.1% 和 19.3%，同比增速分别为 12.6%、34.9%和 33.3%，得益于国内疫情得到有效控制，景气度大幅回升。此外，嵊州市正在针对传统产业推进产业改造升级，2021 年全市规模以上战略性新兴产业和数字经济核心产业增加值分别增长 20.4%和 23.0%，占规上工业增加值的比重分别为 34.7%和 6.2%。总体来看，嵊州市经济发展对支柱产业依赖较高，行业转型升级仍需较长时日，目前主导产业规模尚小、行业门槛较低，地方产业发展受宏观经济影响较大。

跟踪期内，受上期基数和基建投资拉动影响，嵊州市固定资产投资增速大幅回升，据初步统计，2021 年，嵊州市实现固定资产投资 229.76 亿元，同比上升 13.7%，其中工业和基础设施投资分别同比增长 20.0%和 33.5%，房地产投资同比微增 0.6%。跟踪期内，受区域房地产景气度及持续调控政策影响，2021 年嵊州市商品房销售面积和销售额分别为 111.14 万平方米和 108.46 亿元，分别同比下降 14.5%和 5.3%。

2021 年，在住宅/综合用地出让规模大幅下滑的影响下，嵊州市土地出让总价急剧减少。2021 年嵊州土地出让面积为 214.52 万平方米，同比下降 11.81%，其中住宅用地出让面积为 58.46 万平方米，同比下降 49.76%。从出让均价来看，2021 年土地出让均价为 2850.35 元/平方米，受商住用地出让单价下滑影响，同比下降 39.42%。综合出让面积和单价，2021 年全市土地出让总价为 61.15 亿元，同比大幅下降 46.57%。

图表 3. 近年来嵊州市土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年
土地出让总面积（万平方米）	285.38	243.26	214.52
其中：工业用地出让面积（万平方米）	62.01	80.58	137.15
住宅/综合用地出让面积（万平方米）	188.78	116.35	58.46
商业/办公用地出让面积（万平方米）	22.61	37.48	15.00
其他用地出让面积（万平方米）	11.98	8.85	3.91
土地出让总价（亿元）	97.71	114.45	61.15
其中：工业用地出让总价（亿元）	4.00	3.54	5.93
住宅/综合用地出让总价（亿元）	81.46	87.79	47.81
商业/办公用地出让总价（亿元）	11.65	22.08	5.15
其他用地出让总价（亿元）	0.60	1.04	2.26
土地出让均价（元/平方米）	3423.77	4704.94	2850.35
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	644.99	438.86	432.73
住宅/综合用地出让单价（元/平方米）	4314.91	7545.68	8177.47
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	5153.72	5892.1	3432.13
其他用地出让单价（万元/平方米）	500.32	1173.45	5772.38

资料来源：中指数据库

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为嵊州市主要国有资产运营及基础设施建设主体，具体业务由各子公司负责。随着市内资源整合划拨以及自身发展所需，公司经营性业务逐步开拓，涉及物业租赁、砂石销售、商品销售等多项业务。公司收入来源较为分散，2021 年随土地出让、受托代建结算收入增加以及砂石销售业务扩张使得整体收入规模增长较大。

公司市政项目投入规模较大，但项目结算进度滞后，加之后续仍有大额项目建设需求，公司面临较重的项目投融资压力。

该公司是嵊州市主要国有资产运营及基础设施建设主体，主要由下属各子公司具体负责，本部主要进行统筹管理和资金调度。公司承担嵊州市城市基础设施建设、土地开发整理、保障房建设、供排水等职责，此外还拓展了市场经营、商品销售和物业租赁等各类市场化业务，以做大业务体量。2021年，公司实现营业收入31.14亿元，同比增长48.49%，主要系当年土地出让、受托代建结算收入增加以及砂石销售业务扩张所致。随着各项经营性业务开展，公司营业收入构成较为分散，2021年，公司土地出让、受托代建、商品销售和工程施工业务收入占比分别为18.96%、16.11%、12.04%和11.39%，其中商品销售收入有所下降，主要系当年部分商品采用净值法计量。此外，公司另有房屋销售、视听维护、宾馆服务、物业出租、食品销售、垃圾清运等业务，对营业收入形成良好补充，2021年其他收入规模大幅增长46.87%至8.82亿元，占营业收入比重为28.32%。

图表 4. 公司 2019-2021 年营业收入及毛利率变化趋势（单位：亿元，%）¹

类别	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	13.41	100.00	20.97	100.00	31.14	100.00
受托代建	1.85	13.82	2.14	10.19	5.02	16.11
工程施工	2.36	17.62	2.60	12.42	3.55	11.39
土地出让	2.13	15.90	2.72	12.98	5.91	18.96
供排水	1.10	8.23	1.20	5.73	1.39	4.46
砂石销售	0.88	6.57	1.18	5.63	2.72	8.72
商品销售	1.16	8.69	5.12	24.42	3.75	12.04
其他	3.91	29.18	6.01	28.64	8.82	28.32
毛利率	21.45		22.15		22.01	
受托代建	18.64		16.26		16.35	
工程施工	26.76		30.16		29.14	
土地出让	16.67		16.67		16.67	
供排水	23.81		29.90		22.96	
砂石销售	3.61		-7.39		7.78	
商品销售	0.62		4.02		7.89	
其他	31.72		42.99		36.18	

资料来源：嵊州投控

（1）基础设施建设业务

基础设施建设业务方面，该公司主要承接主体包括嵊州市城市建设投资发展集团有限公司（简称“嵊州城投”）、嵊州市城南建设投资有限公司（简称“嵊州南投”）、嵊州市交通发展有限公司（简称“嵊州交发”）和嵊州市经济开发区投资有限公司（简称“嵊州经开”）等，其中嵊州城投、嵊州南投和嵊州经开分别主要投建嵊州市老城区、城南新区、开发区等范围内的城市基础设施工程和市内其他重要的市政基建项目，嵊州交发

¹ 其中供排水收入包括自来水费收入和污水处理收入，商品销售收入含沥青及混合料销售收入。

主要负责嵊州市区域内的道路交通基础设施建设项目以及大型交通项目出资。公司承接的基建项目主要采用代建模式运营，根据公司与嵊州市人民政府签订的《嵊州市基础设施工程采用受托代建模式建设协议》，公司按照嵊州市政府的规划，进行嵊州市内的基础设施建设，建设资金由公司通过自有资金、外部融资等渠道自行筹措，待项目完成竣工结算后再由市财政局分期拨付项目结算款，结算金额以项目成本加成一定比例的方式确定，加成比例一般为10%-20%，结算期一般为3-10年。

2021年，该公司基础设施建设项目投入114.72亿元，较上年增长13.07亿元，主要投向城南拆迁改造工程、交通基础设施建设工程等项目。其中“在建工程”科目核算在建项目，“其他非流动资产”主要核算已完工待结算项目支出；截至2021年末，入账“在建工程”和“其他非流动资产”科目的项目投入合计约461亿元，其中已完工项目账面金额约157亿元。

截至2021年末，该公司主要在建基建项目主要包括城南拆迁改造工程、交通基础设施建设工程和水利水电建设工程等，计划总投资规模334.22亿元，截至2021年末已完成投资211.89亿元，尚有122.33亿元待投资。公司拟建项目主要包括嵊州市白莲堂未来社区和艇湖新兴产业园基础设施EPC建设项目等，计划总投资规模48.64亿元。

图表 5. 截至 2021 年末公司主要在建、拟建代建项目情况（单位：亿元）²

项目名称	开发周期	计划总投资	截至 2021 年末已投资额
城南城中村改造	2016.11-2022.6	69.21	69.21
农村公路改造提升工程	2018.8-2022.12	40.82	3.01
小城镇环境综合整治项目	2017.1-2020.12	25.60	22.71
艇湖区块配套工程	2019.5-2022.12	20.00	19.79
527 国道黄泽至甘霖段	2017.12-2023.11	17.67	10.20
市港头滞洪区改造工程	2016.12-2021.6	12.88	10.95
经济开发区时尚产业园市政配套工程	2015.12-2022.12	12.46	3.94
嵊州市鹿山街道棚户区改造（小佛村拆迁）项目	2019.04-2020.12	12.00	14.34
经济开发区浦口区块基础设施配套工程	2015.12-2022.12	9.18	1.84
嵊州市老城区道路提升改造工程	2017.6-2022.6	7.89	3.13
高铁站场等拆迁款	2019.1-2022.5	13.44	14.33
浦东大道至罗小线	2016.10-2022.4	5.21	5.45
嵊州市鹿山街道棚户区改造（中央宅）项目	2020.10-2023.5	5.20	3.65
杨港路东延工程	2016.12-2022.10	4.89	4.89
普田大道至浙甬路	2015.10-2022.4	4.75	3.42
嵊州市长泰东路提升改造工程	2020.10-2022.5	3.86	3.88
嵊州市剡湖街道棚户区改造（璇泽墅）项目	2019.8-2022.12	3.54	1.64
甬金互通西接线	2015.4-2022.12	3.47	2.13
罗柱岙至小佛段工程	2012.9-2021.3	3.43	3.47
四明江综合治理工程	2016.8-2022.12	3.30	3.42
嵊州大道提升改造工程	2017.10-2022.10	3.07	2.72
港航项目	2017.4-2021.6	2.11	3.14
艇湖科技城建设项目	2021.9-2025.10	8.00	0.00
曹娥江清风船闸与航道工程	2021.5-2025.4	6.73	0.29
嵊州市三溪水库工程	2021.9-2027.12	35.51	0.34
在建项目小计	--	334.22	211.89

² 城中村改造项目尚无确定的建设周期和总投资规模，此处所列总投资规模按已投资规模数填列。

项目名称	开发周期	计划总投资	截至 2021 年末已投资额
艇湖新兴产业园基础设施 EPC 建设项目	2021.4-2026.2	17.41	--
嵊州市白莲堂未来社区	2021.12-2024.12	31.23	--
拟建项目小计	--	48.64	--

资料来源：嵊州投控

2021 年，该公司环城南路改造工程、南六路市政工程等项目完成结算，合计确认代建收入 5.02 亿元，毛利率为 16.35%，公司已结算项目资金基本可于当年回笼，但已完工和在建项目众多，累积垫资规模很大，而项目结算进度滞缓，公司未来持续面临较大的资金筹措压力。

(2) 土地出让业务

该公司承担了嵊州市区范围内的部分土地开发整理业务职能。受政策和公司规划整体影响，主要开发嵊州市经开区工业用地。业务模式为公司开发整理土地后交由土储中心挂牌，获得土地出让金后，根据公司投入成本加成一定比例进行结算。公司近年来已平整土地主要系在建项目的配套用地，随着转入在建工程核算或挂牌出让等方式，规模逐渐减少，截至 2021 年末，账面约有 15 亿元平整土地支出尚未结算。2021 年度公司 1 宗位于小碛区块的土地出让，面积 6.11 万平方米。同年公司确认土地出让收入 5.91 亿元，毛利率为 16.67%。

近年来，该公司通过招拍挂及外购获得了较大规模的土地资产。截至 2021 年末，公司入账存货的已有权证土地账面价值 164.99 亿元，较上年末增长 13.96%，其中通过招拍挂及外购取得的土地账面价值 163.33 亿元，通过政府注入取得的土地账面价值 1.67 亿元；另有部分土地暂未办理权证，账面价值 14.86 亿元。公司存量土地规模较大，大部分系商用、住宅用地，且有较多地块位于市区、经济开发区和城南新区等区域，随着城市建设及新区开发，具有一定变现价值。

(3) 经营性业务

➤ 供排水业务

该公司供排水业务主要依托子公司嵊州市水务集团有限公司（简称“水务公司”）进行。公司现拥有多座自来水厂，各类口径供水管网长度为 1005 公里；污水处理主要通过嵊州市排水管理有限公司和绍兴市嵊新首创污水处理有限公司实施，排水管网长度为 75.50 公里，一期日处理能力 15 万吨，2010 年起运营；二期日处理能力 7.5 万吨，2018 年 6 月起试运行，合计日处理能力已达 22.5 万吨。

图表 6. 近年来公司水务业务情况

项目	2019年	2020年	2021年
供水情况：			
供水管网长度（公里）	850	987	1005
全年供水量（万m ³ ）	4080	3669	4013
全年售水量（万m ³ ）	3664	3119	3219
其中：居民生活售水量（万m ³ ）	1876	1659	1696

项目	2019年	2020年	2021年
工业及其他售水量 (万m ³)	1788	1460	1523
平均日供水量 (万m ³)	11.0	10.0	11.0
平均售水价格 (元/m ³)	2.95	2.95	2.95
污水处理情况:			
全年污水处理量 (万m ³)	5631.00	5515.00	6474.00

资料来源：嵊州投控

2021年，该公司实现自来水费收入为1.20亿元，同比增长12.62%，主要系公司新收购一座自来水厂。根据《关于同意调整城市供水价格的通知》（嵊发改价[2019]45号），居民生活用水价格方面，月用水量在20立方米以下的为2.00元/立方米，月用水量在21-30立方米的为3.20元/立方米，月用水量在31立方米及以上的为4.20元/立方米；未进行一户一表改造的合表用户按第一档用水量2.00元/立方米执行；同时非居民用水价格为3.40元/立方米，特种行业用水价格为6.00元/立方米。污水处理费方面，2017年水务公司与嵊州市住建局签订了委托代征污水处理费协议，将收到的污水处理费全部上缴财政专户，公司根据排污量*0.47元/吨向财政申请补贴，2021年公司实现污水处理收入0.19亿元，同比增长38.41%，主要系往年收入记账调整所致。2021年度，公司供排水业务毛利率22.96%，同比下降6.94个百分点，主要系2021年公司新设剡溪自来水公司，前期成本较大所致。

图表 7. 嵊州市供排水价格情况（单位：元/吨）

类别	自来水价	污水处理费	合计	执行范围
一、居民生活用水	2.00	0.95	2.95	居民、儿童福利院、敬老院、幼儿园、小学、中学等教育用水。
二、一户一表	2.00	0.95	2.95	
居民	3.20	0.95	4.15	
居民	4.20	0.95	5.15	
三、非经营性用水	3.40	1.40	4.80	国家机关、事业单位、社会团体、部队、狱政等用水。
四、经营性用水	3.40	1.80	5.20	工业、商业服务业等用水。
	3.40	2.60	6.00	医药、化工、造纸、化纤、印染等工业用水。
五、特种行业用水	6.00	1.80	7.80	高尔夫球场、桑拿、水疗等用水。

资料来源：嵊州投控（截至2021年末）

➤ 工程施工业务

该公司工程施工业务实施主体包括子公司嵊州交发、嵊州城投及其下属公司。公司工程施工项目主要有道路养护、污水管网、农村基建和有线电视及配套设施等，主要通过竞标方式承接，一般与客户按工程进度结算，客户主要为嵊州市内的政府机关。由于公司施工项目待工程竣工验收移交后确认收入，受施工进度以及客户结算进度影响，年度收入呈现一定波动。2021年，公司实现工程施工业务收入3.55亿元，同比增长36.54%，同期毛利率为29.14%。截至2021年末，公司账面约有2.14亿元工程施工支出尚未结算（计入“合同资产”科目）。

➤ 砂石销售业务

为统一管理市内砂石资源以及建立健全砂石资源集中开发经营模式，嵊州市政府陆续将市内砂石资源及开采权划入公司旗下，公司整体砂石资源和经营能力进一步丰富和增强，近年来逐步进行砂石开采销售，业务规模持续增长。2021年，政府将嵊州市部分乡镇 44576.87 万吨砂石资源及澄潭江干流 113.12 万吨沙砾等资产注入公司，评估价合计 30.51 亿元，整体砂石资源和经营能力进一步丰富和增强。2021 年主要由于砂石开采点及销量增加，公司砂石销售量为 262.66 万吨，同比增长 140.58 万吨；同期实现砂石销售业务收入亦实现大幅增长，全年实现收入 2.72 亿元，同比增长 130.11%；同期毛利率为 7.78%，较上年增长 15.17 个百分点，主要系当期主要采砂点较易开采，成本较低，同时销售价格有所提高。

目前该公司下属经营砂石销售业务的主体有嵊州市砂石资源管理有限公司（简称“砂石公司”）、嵊州经开和嵊州市水利水电发展有限公司（简称“嵊州水利水电公司”），分别于 2017 年、2020 年和 2021 年开展该项业务，至 2021 年各自砂石销售收入占总砂石销售收入比重分别为 63.92%、29.75%和 6.33%。其中，砂石公司由于业务开展时间较早，已建成五百多亩砂石采选加工厂，成为主要运营主体，业务模式也较为成熟，包括自行开采和外包，其中外包模式下，由砂石公司提供砂石采选加工场地，全部生产加工过程外包。结算模式上，砂石公司主要采取预收货款的方式销售货物，回款周期较短。砂石公司下游客户主要为嵊州市及周边地区各类建材公司，2021 年前五大客户分别为嵊州市城东新城建设发展有限公司、嵊州市路通水泥制品有限公司、浙江金益建设有限公司、嵊州玫瑰生态建设工程有限公司和绍兴永盛建材有限公司。

➤ 商品销售业务

该公司商品销售业务实施主体包括嵊州城投、嵊州市汇通实业有限公司和嵊州市交通资产管理有限公司，销售模式基本采用赊销的方式，主要销售商品分别为沥青、钢材等。公司商品销售业务上游主要为贸易企业，下游主要为建筑企业。2021 年，公司实现商品销售收入 3.75 亿元，同比下降 33.33%，主要系部分商品采用净值法计量所致；同期毛利率为 7.89%，较上年增长 3.87 个百分点，主要系毛利率较高的沥青及混合料销售收入占比加大，盈利能力有所提升。

➤ 其他业务

该公司经营业务还涉及房屋销售、视听维护、宾馆服务、粮食销售、出租以及食品销售等，业务主要由下属各子公司开展。公司其他经营性业务单项规模有限，但 2020 年以来持续发展，收入保持增长态势，2021 年其他业务收入 8.82 亿元，同比增长 46.76%，主要系房屋销售和垃圾清运服务增长所致。

房屋销售业务方面，该公司房地产在售主要为静湖雅苑，共建成安置房 132 套，实际投入资金约 4000 万元。该项目定价在当地商品房市场价格的基础上下浮一定比例，定向出售给符合安置条件的拆迁户，截至 2021 年末，公司静湖雅苑安置房的剩余账面价值 988.73 万元，近三年累计确认收入 3843.06 万元，累计结转成本 1134.91 万元。2021 年，公司房屋销售实现收入 2.43 亿元，毛利率为 16.67%，主要包括嵊州城投保障房拍

卖收入 1.19 亿元、嵊州南投保障房拍卖收入 0.96 亿元以及静湖雅苑销售收入 0.25 亿元。公司安置房项目销售受当地房地产市场政策环境、供需情况等影响较大，项目收益规模及投资回收期存在不达预期风险。

视听维护费业务由嵊州广电公司负责，2021 年实现视听维护费收入 0.60 亿元，毛利率为 14.29%。宾馆服务业务主要来自公司经营的嵊州宾馆，2021 年实现宾馆服务收入 0.80 亿元，毛利率为 57.49%。2021 年，公司物业租赁规模下降，物业出租业务收入同比减少 21.45%。殡仪服务业务由该公司子公司嵊州市天伦园开发有限公司经营，2021 年实现殡仪服务收入 0.21 亿元，毛利率为 42.86%。此外，食品销售业务由公司子公司嵊州市益嘉配送有限公司负责，主要从事学校、政府机关等食堂粮油配送，2021 年实现食品销售收入 1.15 亿元，毛利率为 16.43%。垃圾清运服务由子公司嵊州市环卫实业有限公司负责，2021 年实现垃圾清运服务收入 0.75 亿元，毛利率 54.08%，当年收入增长较快主要系原其他单位的业务移交给公司负责。

管理

跟踪期内，该公司实际控制人仍为嵊州市财政局，治理结构较为稳定。

该公司系经嵊州市人民政府批准设立的国有控股的有限责任公司，控股股东和实际控制人为嵊州市财政局。跟踪期内，嵊州市财政局持有的本公司 10% 股权被无偿划转至股东浙江省财务开发有限责任公司；截至 2022 年 5 月末，嵊州市财政局持有公司 90% 的股权，浙江省财务开发有限责任公司持股 10%。此外，跟踪期内，除公司在股东安排下对高级管理人员有所调整外，公司运作总体平稳，法人治理结构、组织架构和管理制度等方面未有重大变化。2022 年 5 月，公司董事长、法定代表人及总经理变更为支浩权。支浩权 1981 年生，历任嵊州市人民政府办公室综合科副科长、社会事业科科长、综合科科长兼党组成员、党组成员、副主任，以及嵊州市交通投资发展集团有限公司总经理。此外，2022 年 1 月公司董事及监事亦有所变动，但对公司经营影响较小。

该公司作为嵊州市主要的基础设施建设及国有资产运营主体，与关联方嵊州市财政局、嵊州市投资发展有限公司等嵊州市政府部门及市属企业存在较大规模的资金往来情况。2021 年末，公司应收关联方 12.59 亿元，其中嵊州市财政局往来款项 6.42 亿元、浙江盛天建设开发有限公司 5.80 亿元，均计入“其他应收款”科目；应付关联方 1.58 亿元，主要为取得的嵊州市投资发展有限公司拆借款 1.18 亿元。公司与关联方交易规模小，2021 年主要与浙江交投嵊兴矿业有限公司采购原石及销售砂石，贸易金额合计为 0.25 亿元，另向嵊州嵊甬矿业有限公司支付加工费 0.05 亿元。

根据该公司本部提供的 2022 年 6 月 1 日《企业信用报告》，公司本部已结清贷款中有 1 笔关注类贷款，系国家开发银行将平台公司贷款列入关注类贷款所致，该笔贷款本息已还清，无违约情况发生；公司本部未结清贷款均为正常类贷款。根据嵊州南投提供的 2022 年 6 月 16 日《企业信用报告》，嵊州南投已结清、未结清贷款均为正常类贷款。根据嵊州交发提供的 2022 年 5 月 30 日《企业信用报告》，嵊州交发未结清贷款均为正

常类贷款；已结清贷款中有 1 笔不良/违约类贷款和 17 笔关注类贷款³。根据嵊州城投提供的 2022 年 6 月 1 日《企业信用报告》，嵊州城投未结清贷款均为正常类贷款，已结清贷款中有 17 笔关注类贷款⁴。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台的 2022 年 6 月 16 日信息查询结果，近年来该公司本部无其他重大不良行为记录。

财务

跟踪期内，随着项目建设的推进，该公司负债规模快速增长，债务负担已重；但得益于政府资产注入以及财政拨款等，公司权益资本有所增厚，负债率有所控制。公司资产主要沉淀于项目投入、土地房产以及往来占款，跟踪期内随着大规模外部融资款陆续到位，公司流动性指标有所改善，但后续随项目资金逐步消耗仍有回落压力。公司主业盈利有所提升，但费用负担较重，主要仍依赖政府补助和公允价值变动收益实现盈利。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所⁵对该公司的 2021 年财务报表进行了审计，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及其补充规定。公司根据财政部企业会计准则修订文件进行了相应调整。

2021 年，嵊州市政府将 9 家公司无偿划入公司，同时公司新设 3 家子公司，购入嵊州市新闻传媒有限公司、嵊州大成交通投资有限公司、嵊州市茶场有限公司和嵊州市刻诚农机有限公司四家股权；注销 1 家子公司、无偿划出江苏库弗消防工程有限公司、嵊州市财务开发有限公司和嵊州市禹溪煤气有限公司。截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共有 109 家，其中直接持股 5 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

随着项目建设持续推进，外部融资大幅增加，2021 年末该公司负债总额同比增长 30.50%至 803.91 亿元；得益于政府大量资产的注入，资产负债率有所控制，较上年末上升 1.27 个百分点至 59.96%。从期限结构看，公司负债主要为中长期负债，与公司业

³ 根据嵊州交发提供的说明，不良/违约类贷款系因 2007 年中国工商银行浙江省分行年末利润调整和计提风险拨备要求，对嵊州交发经审批展期后的贷款分类结果由关注调整为次级，产生不良贷款信息，该贷款展期后按期还本付息，实际无不良记录；关注类贷款系因按照当时银行的相关规定，对政府类平台贷款一律调整为关注类，实际贷款正常，均已正常结清。

⁴ 根据中国光大银行杭州朝晖支行、中国银行股份有限公司嵊州支行、交通银行股份有限公司绍兴嵊州支行、中国农业银行股份有限公司嵊州市支行分别出具的说明文件，嵊州城投以往在相关银行取得的借款均被列入为关注类贷款，主要系上述银行按当时相关规定，对政府类平台贷款一律调为关注类所致，上述关注类贷款实际均正常回收。

⁵ 原名为华普天健会计师事务所（特殊普通合伙），于 2019 年 5 月变更登记为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。

务投资周期长、资金回笼进度慢的经营特点较为匹配，2021 年长短期债务比有所上升，为 247.05%。

从债务结构来看，该公司负债集中于刚性债务，也即债务增量的主要来源；2021 年末刚性债务为 751.52 亿元，同比增长 30.97%，占负债总额的比重为 93.48%，比重较上末年提升 0.33 个百分点，增量主要来源于发行债券和金融机构借款。公司融资渠道较为多元化，金融机构借款和债券直接融资是目前主要的融资方式，2021 年末占刚性债务的比重分别为 46.99%和 47.31%，此外公司还通过非银金融机构发行各项非标金融产品。从期限结构看，公司债务仍以长期为主，2021 年末公司长期刚性债务占刚性债务的比重为 73.11%，但短期债务规模已较大，年末为 202.08 亿元，即期债务偿付存在压力。

该公司金融机构借款包括银行、融资租赁及信托借款，2021 年末金融机构借款总额为 353.11 亿元，较上年末增长 9.75%。从借款渠道看，2021 年末公司银行借款为 279.06 亿元、融资租赁借款 63.21 亿元、信托及证券公司等其他金融机构借款 10.84 亿元。从期限结构看，期末公司金融机构借款中短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款占比分别为 33.43%、18.15%和 48.42%。从借款方式看，公司借款主要采取保证、质押、抵押等方式，2021 年末占金融机构借款的比重分别为 77.56%、6.52%和 6.22%，担保方主要为公司本部及下属子公司，质押物主要为公司银行存单，抵押物主要为公司拥有的土地使用权。从借款成本看，年末公司银行借款成本主要位于 4.10%-6.90%区间，融资租赁、信托等其他金融机构借款成本主要位于 4.50%-8.80%区间。从债务主体看，公司金融机构借款举债主体主要为嵊州交发、嵊州城投和嵊州经开等子公司，2021 年末子公司借款占比为 96.74%。随着子公司逐步打通直融渠道以及融资市场环境较为宽松，2021 年末公司债券直接融资余额 355.55 亿元（含一年内到期部分 7.31 亿元），较上年末大幅增长 69.39%。此外，公司还通过地方金交所发行非标金融产品、区域其他平台拆入少量借款，2021 年末融资余额为 34.93 亿元，借款主体主要为嵊州南投和嵊州经开等子公司。具体来看，公司通过浙江金融资产交易中心股份有限公司、北京金融资产交易所有限公司和浙江建融投资发展有限公司等发行金融产品进行融资，截至 2021 年末待偿还余额合计为 30.05 亿元；公司向嵊州市投资发展有限公司取得拆借款，期末余额为 1.18 亿元；向国开发展基金取得项目借款，余额为 1.53 亿元，向嵊州部分村镇信用合作社等借款合计 2.16 亿元。以上对外融资均计入“长期应付款（含一年内到期）”。根据公司测算，2022-2024 年公司需偿还到期债务本息分别约为 222.60 亿元、111.07 亿元和 191.66 亿元，中短期内偿付压力很大。公司拟通过发行债券、金融机构借款以及财政结算回款等方式筹集偿债资金，但同时未来公司在建项目仍需较大的资金投入，预计债务仍有扩张压力。

除刚性债务外，该公司负债主要还由应付账款、合同负债、其他应付款和专项应付款组成，2021 年末占负债总额的比重分别为 0.81%、0.46%、2.23%和 2.07%。应付账款主要为公司应付项目工程款和机器设备购买款，2021 年末余额为 6.48 亿元，同比增长 39.32%。公司预收工程款等主要因执行新会计准则，由预收账款转入合同负债科目，合同负债新增 3.74 亿元，而预收款项降至 0.14 亿元。其他应付款主要是与嵊州市当地企事业单位的往来款，年末余额为 17.92 亿元，随往来款增加而同比增长 32.98%；2021 年末主要包括应付嵊州市水利水电局 2.04 亿元、嵊州市甘霖镇财政管理小组 1.62 亿元、

嵊州市浦口街道蒋林头村股份经济合作社 1.16 亿元、浙江赞成经贸有限公司 0.87 亿元和嵊州经济开发区管委会 0.86 亿元。此外，公司还有一定规模的专项应付款，形成于公司收到的建设项目政府拨款，年末为 16.61 亿元，随着项目进展拨付资金而较上年末上升 28.93%。

截至 2021 年末，该公司对外担保金额为 67.31 亿元，担保比率为 12.54%；其中对嵊州市城南城中村改造有限公司（简称“城南城中村公司”）、嵊州市城东新城建设发展有限公司和嵊州市城北建设投资发展有限公司提供的担保金额分别为 19.91 亿元、25.92 亿元和 15.18 亿元，占比分别为 29.59%、38.51%和 22.55%。公司担保规模较大，且较为集中，存在一定的或有损失风险。

图表 8. 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保金额
嵊州市城北建设投资发展有限公司	151750.00
嵊州市城东新城建设发展有限公司	259167.80
嵊州市城南城中村改造有限公司	199145.19
嵊州市国有资产经营管理有限公司	2995.00
嵊州市新农村建设有限公司	60000.00
合计	673057.99

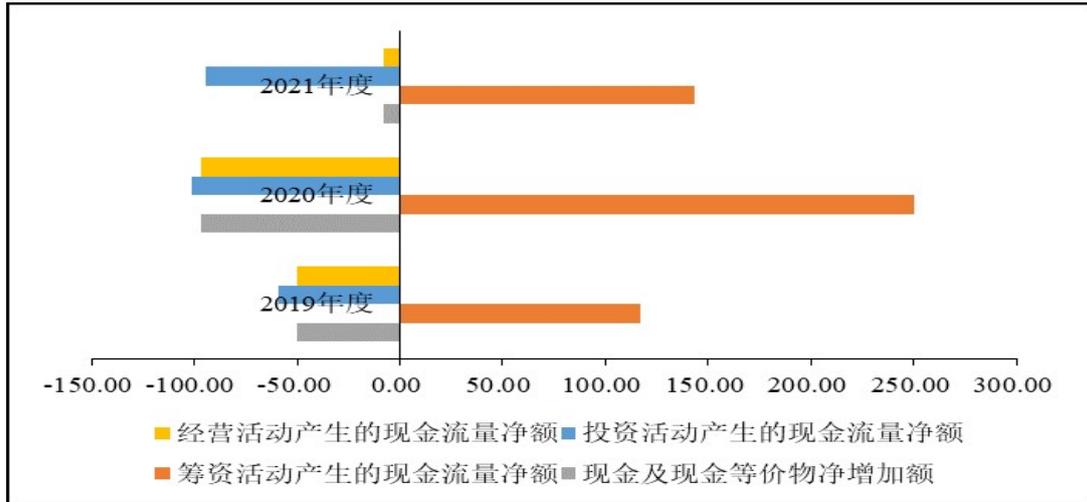
资料来源：嵊州投控

（2）现金流分析

该公司经营性现金流主要反映了除基础设施建设以外的主营业务收支、往来款和财政补贴情况。2021 年，公司业务收现情况尚可，当年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 30.54 亿元，营业收入现金率为 98.07%。公司经营性业务现金支出通过“购买商品、接受劳务支付的现金”核算，2021 年购地支出较少，流出金额明显缩减，大幅下降 69.56%至 35.21 亿元，故公司经营活动产生的现金流量净流出收窄至 7.83 亿元。

该公司投资活动现金流出主要反映了公司市政基础设施建设的支出，2021 年项目支出规模有所下降，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比微降 3.36%至 88.60 亿元，加之一定规模的股权投资及购买银行理财产品等支出，当年投资环节现金净流出收窄至 94.42 亿元。公司仍主要通过外部融资弥补资金缺口，2021 年筹资环节现金流净流入 143.43 亿元，同比下降 42.61%。

图表 9. 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 嵊州投控

2021年, 该公司 EBITDA 增长 24.28%至 20.32 亿元。但由于公司借款规模较大, EBITDA 对债务的保障程度总体较低, EBITDA 无法完全覆盖当年利息支出。公司非筹资性现金流难以对债务偿付提供稳定保障。

图表 10. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.79	0.87	0.75
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-50.69	-54.76	-3.37
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-16.10	-20.49	-1.18
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-110.01	-112.02	-43.98
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-34.95	-41.91	-15.43

资料来源: 嵊州投控

(3) 资产质量分析

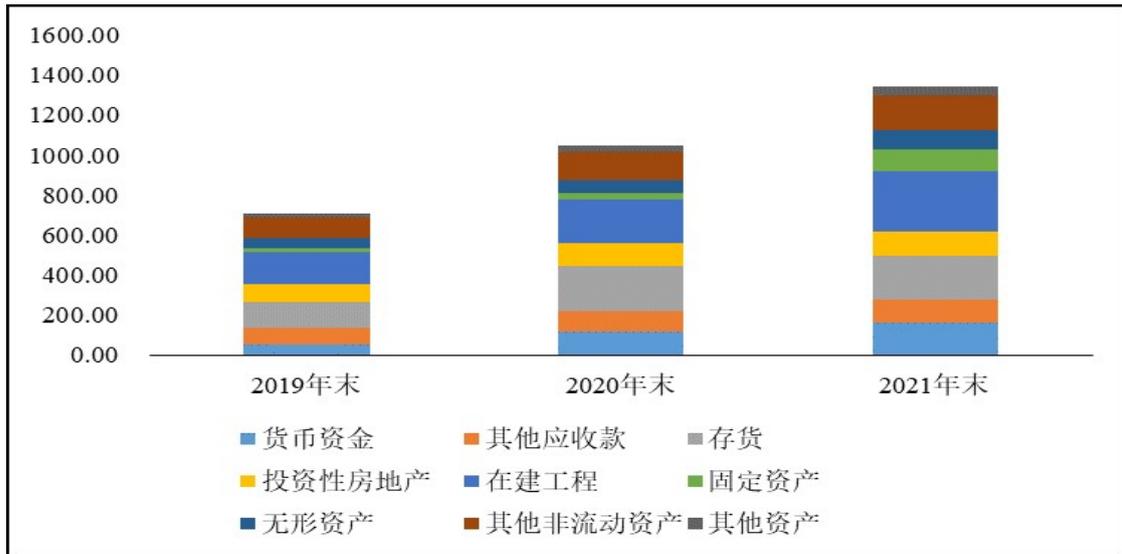
受益于较大规模政府资产注入, 2021 年末该公司权益资本规模大幅提升, 年末所有者权益总额同比增长 23.81%至 536.79 亿元; 其中资本公积为 505.42 亿元, 同比增长 25.91%, 也为所有者权益增量的主要来源, 年末资本公积占所有者权益的比重为 94.16%。从资本公积变动来看, 2021 年, 公司收到财政拨款增加 5.60 亿元, 收到水库资产划入增加 77.05 亿元, 收到砂石资产等增加 30.51 亿元, 股权划转微减 0.04 亿元, 土地收回和注销减少 9.32 亿元, 房屋资产注入增加 2.73 亿元及收回减少 1.06 亿元。2021 年末公司未分配利润由于利润积累增长 2.55%至为 14.56 亿元。其他综合收益主要形成于投资性房地产首次转换时公允价值大于原账面价值部分, 2021 年末为 10.94 亿元, 较上年末微降 0.52%, 主要系当年部分房屋资产收回或注销所致。

跟踪期内, 该公司资产总额保持增长, 2021 年末为 1340.70 亿元, 同比增长 27.74%, 增量主要来自土地资产购置、项目建设投入和政府资产注入。公司资产仍以非流动资产为主, 2021 年末占资产总额比重为 61.77%, 较上年末上升 4.30 个百分点。

2021 年末该公司流动资产余额为 512.54 亿元，较上年末增长 14.82%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，占年末资产总额的比重分别为 12.10%、8.45%和 16.21%。随着对外融资和财政拨款，年末货币资金余额较上年末增长 37.29%至 162.23 亿元，其中可动用货币资金 128.23 亿元，现金储备较为充裕。其他应收款主要由公司与市财政及市属企事业单位等资金往来形成，年末增长 11.83%至 113.29 亿元，主要包括应收嵊州市城中村改造投资有限公司 25.37 亿元、城南城中村公司 21.01 亿元、嵊州市城东新城建设发展有限公司 16.96 亿元、嵊州市国有资产经营管理有限公司 7.20 亿元和嵊州市财政局 6.42 亿元，未来回款时间不确定。由于转入其他科目、土地资产收回注销结转成本及重分类至合同资产，存货余额较上年末略降 1.84%至 217.38 亿元，仍以招拍挂方式大量购入土地为主，包括土地使用权约 183 亿元、土地平整投入约 15 亿元和林木资产约 2 亿元等。

2021 年末，该公司非流动资产规模为 828.16 亿元，较上年末增长 37.29%，主要包括投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产，占年末资产总额的比重分别为 9.12%、8.31%、22.70%、7.19%和 12.82%。其中在建工程主要系公司的基础设施建设项目投入，包括城中村改造拆迁工程、道路、水库、桥梁建设工程等，2021 年末为 304.35 亿元，随着项目集中投建迅速增加，较上年末增长 37.86%。其他非流动资产主要系已完工但暂未结算的基建项目的投入，2021 年末余额为 171.95 亿元，较上年末增长 22.11%，主要由于项目完工转入以及部分科目重分类实现持续增长。随着政府注入房屋资产、公允价值变动及其他科目转入，2021 年末投资性房地产增长 4.62%至 122.30 亿元，主要为住宅和商务办公类型，建筑面积合计 165.23 万平方米。固定资产主要为公司持有的房屋、设备、道路、水库等资产，年末余额为 111.45 亿元，主要系政府注入水库资产评估作价 77.05 亿元所致。由于收到大量政府注入的砂石资源开采权，无形资产账面价值较上年末增长 44.39%至 96.35 亿元，其中河道砂石资源开采权 85.52 亿元，占比达 88.76%。此外，因执行新会计准则，将长期应收款调整至其他非流动金融资产和其他非流动资产科目，同时将可供出售金融资产主要调整至其他权益工具投资、其他非流动金融资产和债权投资等多个科目，可供出售金融资产和长期应收款减至 0，其他权益工具投资和其他非流动金融资产分别新增 11.55 亿元和 1.61 亿元；其他权益工具投资主要系公司投资的企业股权，大多为政府安排下以注资的形式支持嵊州市当地市政项目建设，主要包括对浙江绍兴高速公路有限公司、嵊州市产业发展投资有限公司、绍兴银行股份有限公司等的投资，年末余额分别为 6.45 亿元、3.00 亿元和 1.09 亿元；其他非流动金融资产主要系对一些基金投资，年末主要投向为绍兴市嵊贝股权投资合伙企业（有限合伙），投资额 1.00 亿元。

图表 11. 2019-2021 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：嵊州投控

(4) 流动性/短期因素

该公司债务结构偏长期以及流动资产规模较大，相关流动性指标处于较好水平，2021 年，公司大规模外部融资款陆续到位，年末流动比率回升至 221.27%，较上年末上升 30.04 个百分点。公司流动资产主要沉淀于土地使用权及市属企事业单位占款，前者变现能力受当地房地产市场及政策和规划影响，后者回收情况不确定，流动资产总体变现能力一般。2021 年，货币性资产对债务偿付保障程度有所提升，年末现金比率及短期刚性债务现金覆盖率分别升至 70.72%和 81.06%，但后续随项目资金逐步消耗仍有回落压力。

图表 12. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率 (%)	225.16	191.23	221.27
现金比率 (%)	44.77	50.62	70.72
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	52.46	56.31	81.06

资料来源：嵊州投控

截至 2021 年末，该公司受限资产合计账面价值 97.82 亿元，占资产总额的 7.30%。公司受限资产主要包括质押借款及保证金受限、冻结的货币资金 33.99 亿元，用于抵押借款的存货 30.11 亿元、投资性房地产 23.73 亿元等。

图表 13. 截至 2021 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	33.99	20.95	借款质押、保证金、资金冻结
投资性房地产	23.73	19.40	借款抵押
无形资产	4.43	4.60	借款抵押
存货	30.11	13.85	借款抵押
固定资产	4.48	4.02	借款抵押
在建工程	1.07	0.35	借款抵押

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
合计	97.82	--	--

资料来源：嵊州投控

3. 公司盈利能力

2021年，该公司毛利规模6.86亿元，同比增长47.53%，来源分布和上年大致相似，物业租赁、工程施工、土地出让和受托代建业务毛利占比分别为20.00%、15.08%、14.36%和11.96%。2021年公司综合毛利率为22.01%，较上年微降0.14个百分点；其中上述业务毛利率分别为88.77%、29.14%、16.67%、16.67%和16.35%。

该公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2021年期间费用为15.25亿元，主要系公司有息债务规模扩张及子公司数量众多规模扩张导致管理成本增加，当期管理费用增长6.88%至3.91亿元，财务费用增长81.60%至10.72亿元；公司当年获得财政贴息9.60亿元，直接冲减利息支出。与收入规模相比，公司期间费用发生额较大，2021年期间费用率为48.98%，较上年上升0.99个百分点。

持续的财政补助是该公司利润的重要补充。2021年，公司收到政府补助8.92亿元，包括基础设施维护补贴、农贸市场运营补助及公共交通运营补贴等，预计政府补助具有一定可持续性。此外，受益于投资性房地产评估增值，2021年公司实现公允价值变动净收益3.52亿元，同比下降37.25%，未来公允价值变动仍存在较大不确定性。2021年，公司实现净利润2.23亿元，同比下降2.22%；总资产报酬率为1.38%，较上年提高0.10个百分点；净资产收益率为0.46%，较上年下降0.26个百分点，资产收益水平较低。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司为嵊州市主要国有资产运营及基础设施建设主体，承担了区域内重大政府项目建设任务。随着市内资源整合划拨以及自身发展所需，公司经营性业务逐步开拓，涉及物业租赁、砂石销售、商品销售等多项业务。公司主营业务收现情况尚好，2021年公司实现营业收入31.14亿元；同期公司营业收入现金率为98.07%。公司债务以中长期为主，与基建项目长周期投入的匹配度较好。受益于资产划入，公司权益资本增厚，财务杠杆得以控制。2021年末，公司所有者权益达536.79亿元；资产负债率为59.96%。

2. 外部支持因素

该公司作为嵊州市基础设施建设及国有资产经营主体，在业务和资金等方面可持续获得地方政府大力支持。2021年，公司获得政府较大规模资产注入，年末所有者权益较上年末增长23.81%至536.79亿元，自有资本实力得以提升；当年公司收到政府补助8.92亿元，收到财政贴息9.60亿元。

该公司与多家银行保持了较好的合作关系。截至2021年末，公司拥有银行授信额度381.01亿元，其中已使用额度287.15亿元，尚未使用的授信额度为77.14亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

“17 嵊州债”由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2021 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，其中国家开发投资公司为其控股股东。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 14. 截至 2021 年末中投保股权结构

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计：		39.93	88.74

资料来源：中投保

截至 2021 年末，中投保经审计的合并口径资产总额为 262.56 亿元，净资产为 111.35 亿元；当年实现营业总收入 23.81 亿元，其中已赚保费 4.45 亿元，投资收益 11.99 亿元，净利润 8.07 亿元。

中投保是经国务院批准特例试办、财政部和原国家经贸委共同发起组建，国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。2021 年，中投保锚定“十四五”规划，稳步推进“一体两翼”业务架构布局，“一体”即信用增进，“两翼”即资产管理和金融科技，当年，随着公共融资类担保业务储备项目大量落地，中投保担保业务规模显著回升；中投保代偿率控制在较低水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，历史追偿效果较好。资产管理方面，中投保成立了包括中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）等在内的资产管理业务平台，通过加强合规经营，增强主动管理能力，借助良好的信誉加大产品开发和资金渠道开拓力度，使得其资产管理规模维持在一定水平。金融科技方面，中投保与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司联手打造的网金社（现更名为“三潭科技”）借助股东背景，在金融科技领域有所创新，并已在普惠金融行业形成一定的业务优势。在确保担保业务正常开展的前提下，中投保开展了一定规模的资金业务，目前主要分布于定期存款、基金、债券、股权投资、理财计划、委托贷款等，近年来，中投保根据《融资担保公司资产比例管理办法》有关

规定逐步调整投资组合，提高货币资金、定期存款等 I 级资产占比，同时压降信托计划、委托贷款等。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力较强。随着担保业务的扩张以及投资业务种类的增加，中投保仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保提供的担保进一步增强了“17 嵊州债”的安全性。

跟踪评级结论

嵊州市地处浙东地带，民营经济发达，已形成了领带服饰、机械电机、电器厨具为支柱的产业格局，但主导产业门槛较低，以中小民营企业为主的结构使得地区经济发展受宏观经济波动影响较大，2021 年以来在一系列统筹疫情防控和经济社会发展的举措推动下，嵊州市经济实现疫后稳步恢复。随着高铁建成通车，嵊州市可进一步融入长三角城市群，有利于对外经济交流发展。

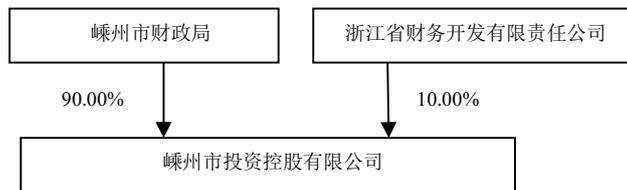
跟踪期内，该公司仍为嵊州市主要国有资产运营及基础设施建设主体，具体业务由各子公司负责。随着市内资源整合划拨以及自身发展所需，公司经营性业务逐步开拓，涉及物业租赁、砂石销售、商品销售等多项业务。公司收入来源较为分散，2021 年随土地出让、受托代建结算收入增加以及砂石销售业务扩张使得整体收入规模增长较大。公司市政项目投入规模较大，但项目结算进度滞后，加之后续仍有大额项目建设需求，公司面临较重的项目投融资压力。

跟踪期内，随着项目建设的推进，该公司负债规模快速增长，债务负担已重；但得益于政府资产注入以及财政拨款等，公司权益资本有所增厚，负债率有所控制。公司资产主要沉淀于项目投入、土地房产以及往来占款，跟踪期内随着大规模外部融资款陆续到位，公司流动性指标有所改善，但后续随项目资金逐步消耗仍有回落压力。公司主业盈利有所提升，但费用负担较重，主要仍依赖政府补助和公允价值变动收益实现盈利。此外，“17 嵊州债”由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步增强了“17 嵊州债”偿付的安全性。

本评级机构仍将持续关注：（1）嵊州市经济发展情况、主导产业运行情况；（2）该公司代建业务后续投资以及项目结算、资金回笼情况；（3）嵊州市当地房地产市场变动情况及其对公司土地出让、土地存量价值变动的影响；（4）公司经营性业务未来运营情况；（5）公司融资渠道、成本及即期债务偿付安排；（6）公司对外担保风险；（7）担保方中投保的信用质量变化情况。

附录一：

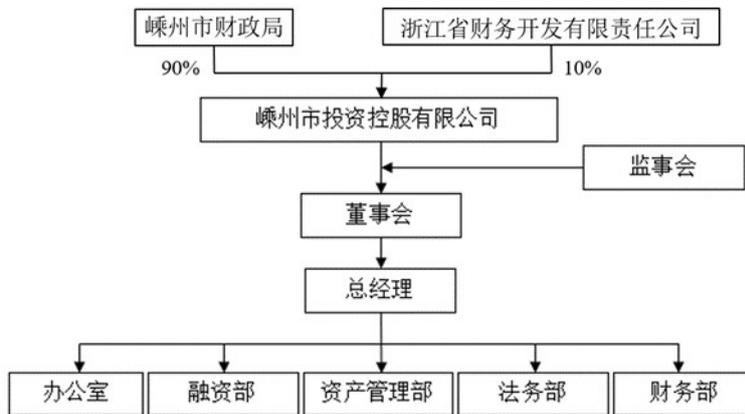
公司股权结构图



注：根据嵊州投控提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据嵊州投控提供的资料绘制（截至 2021 年末）

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	2021年(末)主要财务数据					备注
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)	
嵊州市投资控股有限公司	嵊州投控	本部	基础设施建设、国有资产经营	164.32	56.50	0.01	-1.02	2.26	
嵊州市城市建设投资发展集团有限公司	嵊州城投	100.00	基础设施项目建设和开发	318.25	360.86	17.87	1.96	-6.27	数据为合并报表口径
嵊州市交通投资发展集团有限公司	嵊州交发	100.00	交通基础设施建设	162.53	254.38	12.46	2.47	-8.31	数据为合并报表口径
嵊州市经济开发区投资有限公司	嵊州经开	70.00	开发区土地整理及基础设施建设	109.24	105.81	5.10	0.70	7.62	数据为合并报表口径

注：根据嵊州投控提供资料整理

附录四：
发行人存续期内债券概况

发债主体	证券简称	发行日期	发行规模 (亿元)	当期票面 利率 (%)	当前余额 (亿元)	到期日期
嵊州投控	17 嵊州债	2017-07-19	17.00	5.35	10.20	2024-07-20
	19 嵊州 01	2019-04-26	10.00	3.93	10.00	2024-05-07
	19 嵊州 02	2019-07-12	10.00	6.49	10.00	2024-07-17
	19 嵊州 03	2019-09-20	10.00	6.05	10.00	2024-09-25
	嵊州投控 6% B2023	2020-01-15	1.00 亿美元	6.00	1.00	2023-01-15
	20 嵊州投资 PPN001	2020-01-16	5.00	5.50	5.00	2023-01-20
	20 嵊州投资 PPN002	2020-04-27	5.00	3.98	5.00	2023-04-29
	嵊州投控 4.08% B20230624	2020-06-24	2.50 亿美元	4.08	2.50	2023-06-24
	21 嵊州 01	2021-01-12	15.00	4.63	15.00	2026-01-14
	21 嵊州 02	2021-04-23	15.00	4.45	15.00	2026-04-27
	21 嵊州债 01	2021-07-30	8.00	4.60	8.00	2028-08-05
	21 嵊州投资 PPN001	2021-09-16	10.00	4.20	10.00	2024-09-22
	21 嵊州投资 MTN001	2021-12-28	15.00	3.88	15.00	2024-12-29
	22 嵊州 01	2022-01-05	15.00	3.87	15.00	2029-01-10
	22 嵊州 02	2022-01-13	5.00	3.77	5.00	2025-01-17
	嵊州城投	22 嵊州债 01	2022-03-24	10.00	3.80	10.00
22 嵊州投资 PPN001		2022-04-15	2.00	3.68	2.00	2027-04-18
19 嵊州债 01		2019-08-14	10.00	4.90	10.00	2026-08-15
19 嵊州债 02		2019-11-01	8.00	5.18	8.00	2026-11-04
20 嵊城 01		2020-05-27	13.00	4.49	13.00	2025-05-29
20 嵊城 02		2020-07-30	12.00	4.50	12.00	2025-08-03
20 嵊城 03		2020-12-17	15.00	5.27	15.00	2025-12-23
21 嵊州城投 PPN001		2021-03-29	12.00	4.74	12.00	2026-03-30
21 嵊城 01		2021-05-27	8.80	4.50	8.80	2026-06-01
21 嵊州城投 PPN002		2021-07-21	10.00	4.48	10.00	2024-07-23
嵊州交发	22 嵊州城投 PPN001	2022-01-06	10.00	4.10	10.00	2025-01-07
	城投集团 2.7% N20250316	2022-03-16	1.43 亿美元	2.70	1.43	2025-03-16
	20 嵊交 01	2020-07-24	8.00	4.50	8.00	2023-07-29
	G20 嵊交 1	2020-10-28	6.00	4.88	6.00	2030-10-30
	21 嵊交 01	2021-01-28	12.00	4.79	12.00	2024-02-02
	21 嵊州交通 PPN001	2021-02-25	3.80	5.30	3.80	2024-03-01
	G21 嵊交 1	2021-03-25	4.00	4.78	4.00	2031-03-29
	21 嵊州交通 PPN002	2021-04-23	5.00	4.75	5.00	2024-04-27
	21 嵊州交通 PPN003	2021-08-25	7.20	4.48	7.20	2024-08-27
	21 嵊州交通 PPN004	2021-09-23	5.00	4.50	5.00	2024-09-27
	21 嵊州交通 PPN005	2021-11-03	1.00	4.50	1.00	2024-11-05
嵊州南投	嵊州交发 3.5% N20250425	2022-04-25	1.42 亿美元	3.50	1.42	2025-04-25
	22 嵊州交投 MTN001	2022-06-10	6.00	3.50	6.00	2027-06-13
	19 嵊南 01	2019-09-10	7.60	6.60	7.60	2026-09-11
嵊州南投	20 嵊南 01	2020-01-08	9.40	6.00	9.40	2027-01-10
	20 嵊南 02	2020-09-29	4.40	4.90	4.40	2023-10-09

	21 嵊南 01	2021-04-09	8.60	4.75	8.60	2024-04-13
	21 嵊州城南 PPN001	2021-06-07	5.00	4.60	5.00	2026-06-09
	21 嵊州城南 PPN002	2021-12-15	6.00	4.57	6.00	2024-12-17
	22 嵊南债 01	2022-03-16	9.00	4.25	9.00	2029-03-18
嵊州经开	21 嵊州经开 PPN001	2021-12-02	10.00	4.60	10.00	2024-12-06
	21 嵊经 01	2021-01-22	8.00	4.89	8.00	2024-01-26
艇湖产业园公司	19 嵊经 01	2019-12-26	5.65	6.50	5.65	2024-12-26
	20 嵊经 01	2020-06-12	9.28	4.97	9.28	2025-06-16

资料来源：Wind，嵊州投控（截至 2022 年 6 月 15 日）

附录五：

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]	2019年	2020年	2021年
资产总额 [亿元]	707.81	1,049.59	1,340.70
货币资金 [亿元]	53.19	118.16	162.23
刚性债务[亿元]	367.67	573.81	751.52
所有者权益 [亿元]	304.14	433.57	536.79
营业收入[亿元]	13.41	20.97	31.14
净利润 [亿元]	2.36	2.28	2.23
EBITDA[亿元]	9.41	16.35	20.32
经营性现金净流入量[亿元]	-50.15	-96.43	-7.83
投资性现金净流入量[亿元]	-58.69	-100.85	-94.42
资产负债率[%]	57.03	58.69	59.96
长短期债务比[%]	239.77	163.91	247.05
权益资本与刚性债务比率[%]	82.72	75.56	71.43
流动比率[%]	225.16	191.23	221.27
速动比率[%]	118.75	95.00	124.71
现金比率[%]	44.77	50.62	70.72
短期刚性债务现金覆盖率[%]	52.46	56.31	81.06
利息保障倍数[倍]	0.62	0.69	0.61
有形净值债务率[%]	158.36	168.60	183.20
担保比率[%]	28.57	18.58	12.54
毛利率[%]	21.45	22.15	22.01
营业利润率[%]	21.82	21.03	11.13
总资产报酬率[%]	1.26	1.48	1.38
净资产收益率[%]	0.99	0.62	0.46
净资产收益率*[%]	1.00	0.62	0.46
营业收入现金率[%]	110.01	101.24	98.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-50.69	-54.76	-3.37
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-16.10	-20.49	-1.18
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-110.01	-112.02	-43.98
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-34.95	-41.91	-15.43
EBITDA/利息支出[倍]	0.79	0.87	0.75
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03

注：表中数据依据嵊州投控经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算。

附录六：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019年	2020年	2021年
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	106.67	116.42	111.35
总资产（亿元）	265.13	258.52	262.56
货币资金（亿元）	57.68	12.42	27.57
风险准备金（亿元）	12.68	29.94	26.45
营业收入（亿元）	22.97	38.95	23.81
担保业务收入	1.78	2.16	9.99
营业利润（亿元）	9.70	12.52	10.32
净利润（亿元）	8.31	8.34	8.07
平均资本回报率（%）	8.95	3.82	8.21
风险准备金充足率（%）	2.53	8.11	5.62
融资性担保放大倍数（倍）	3.24	3.67	4.94
担保发生额（亿元）	87.70	192.03	-
期末担保余额(亿元)	501.67	480.03	634.62
当期担保代偿率（%）	0.28	0.15	0.00
代偿回收率（%）	2.76	1.90	0.37
担保损失率（%）	0.00	1.00	0.84

注 1：根据中投保经审计的 2019-2021 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：融资性担保放大倍数由中投保计算并提供。

附录七：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	2	
		市场竞争	4	
		盈利能力	5	
		公司治理	1	
	财务风险	财务政策风险	5	
		会计政策与质量	2	
		现金流状况	9	
		负债结构与资产质量	2	
		流动性	8	
		个体风险状况		4
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		4
外部支持	支持因素调整方向		上调	
主体信用等级			AA⁺	

附录八：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2010年6月23日	AA/稳定	蒋卫、姚可	-	报告链接
	评级结果变化	2016年6月28日	AA/稳定	周晓庆、郭羽佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
		2020年3月6日	AA+/稳定	郭羽佳、邵一静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年3月4日	AA+/稳定	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AA+/稳定	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (17嵊州债)	历史首次评级	2017年6月28日	AAA	周晓庆、郭羽佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AAA	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21嵊州债01)	历史首次评级	2021年6月28日	AA+	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AA+	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (22嵊州债01)	历史首次评级	2022年3月4日	AA+	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AA+	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (22嵊州01)	历史首次评级	2021年7月27日	AA+	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AA+	周晓庆、徐丽	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录九：

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%
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%
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和担保方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

担保方各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
当期担保代偿率	当期代偿金额/当期解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录十：

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级	含义	
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。