

绍兴市交通投资集团有限公司 2022 年度跟踪评级 报告

项目负责人：夏 敏 mxia@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 成 chyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1934 号

绍兴市交通投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 绍交 02”、“19 绍兴交投 MTN001”、“19 绍兴交投 MTN002”、“19 绍兴交投 MTN003”、“19 绍兴交投 MTN004”、“21 绍交专项债 01/21 绍专 01”和“22 绍交专项债 01/22 绍专 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持绍兴市交通投资集团有限公司（以下简称“绍兴交投”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 绍交 02”、“19 绍交 MTN001”、“19 绍交 MTN002”、“19 绍交 MTN003”、“19 绍交 MTN004”、“21 绍交专项债 01/21 绍专 01”和“22 绍交专项债 01/22 绍专 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了区域经济实力较强、公司所持经营资产及金融股权优质、公司在绍兴滨海新区的业务较有发展前景、政府支持力度较大、资本实力持续增强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司盈利能力弱，对政府补贴依赖较大、投资活动现金持续净流出，需关注新增投资的收益情况、面临一定的资本支出压力以及对外担保压力较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

绍兴交投（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	787.10	952.01	1,247.59	1,331.93
所有者权益合计（亿元）	316.80	385.34	520.44	509.92
总负债（亿元）	470.30	566.67	727.15	822.01
总债务（亿元）	412.16	503.51	630.96	727.81
营业总收入（亿元）	61.42	59.62	72.73	16.97
经营性业务利润（亿元）	8.38	6.87	7.02	0.01
净利润（亿元）	9.22	7.98	9.34	1.03
EBITDA（亿元）	27.25	29.15	34.41	-
经营活动净现金流（亿元）	-3.39	15.39	14.03	-10.01
收现比(X)	1.01	1.04	1.04	0.96
营业毛利率(%)	26.55	21.62	21.17	15.80
应收类款项/总资产(%)	11.52	8.78	6.16	5.85
资产负债率(%)	59.75	59.52	58.28	61.72
总资本化比率(%)	56.54	56.65	54.80	58.80
总债务/EBITDA(X)	15.12	17.27	18.34	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.24	1.16	1.15	-

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年 1~3 月未经审计的财务报表整理；2、其他应付款、其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务，长期应付款中的有息负债已调整至长期债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

绍兴市交通投资集团有限公司打评分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	7.25	10
	收现比(X)*	1.03	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.79	6
	受限资产占总资产的比重(X)	0.01	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	520.44	10
	总资本化比率(X)	0.55	7
	资产质量	8	8
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正 面

■ **良好的区域经济环境。**绍兴市是国家历史文化名城和著名的风景旅游城市，轻工业发达，民营经济活跃，2021 年实现地区生产总值 6,795 亿元，比上年增长 8.7%，综合实力持续增强，为公司业务发展创造了良好的区域经营环境。

■ **持有优质的经营资产及金融股权。**公司拥有嘉绍跨江大桥、嘉绍跨江大桥南接线、甬金高速公路绍兴段等收费路产以及浙江震元股份有限公司等公司股权，这些优质资产能为公司带来稳定收入。此外，公司还持有绍兴银行股份有限公司、中国绍兴黄酒集团有限公司等公司的优质股权。

■ **绍兴滨海新区的业务较有发展前景。**公司控股子公司绍兴滨海新区发展集团有限公司是绍兴滨海新区重要的基础设施建设和土地开发整理主体，在滨海新区江滨区的开发领域处于核心地位，业务发展较有前景。

■ **政府支持力度较大，资本实力持续增强。**公司是绍兴市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，在资产划拨、资金注入、财政补贴等方面获得了政府的大力支持。2021 年，公司获得了政府补贴 20.89 亿元，同时子公司获得资产划入、收到财政拨款及无偿划入子公司股权使得公司资本公积增长 92.52 亿元。

关 注

■ **盈利能力弱，对政府补贴依赖较大。**公司整体盈利能力较弱，主营业务收入主要来源于收费公路等，利润较低，利润总额对政府补贴依赖较大。

■ **投资活动现金持续净流出，新增投资的收益情况需关注。**近年公司对外投资规模较大，导致公司投资性活动现金净流量持续净流出，其中 2021 年公司投资支付的现金为 41.48 亿元，需关注新增投资的收益情况。

■ **面临一定的资本支出压力。**公司基础设施建设业务、土地整理业务和文旅业务在建项目较多，投资规模较大，后续或将面临一定资本支出压力。

■ **对外担保压力较大。**截至 2022 年 3 月末，公司的对外担保余额 146.89 亿元，占净资产的 28.81%，虽被担保对象均为区域内其他国有企业，但整体对外担保余额较大，仍面临一定的或有负债风险。

评级展望

中诚信国际认为，绍兴市交通投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

评级历史关键信息

绍兴市交通投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	22 绍交专项债 01/22 绍专 01 (AAA)	2022/03/09	夏敏、唐庶田	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	21 绍交专项债 01/21 绍专 01 (AAA)	2021/06/22	夏敏、唐庶田	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
	19 绍兴交投 MTN004 (AAA)				
	19 绍兴交投 MTN003 (AAA)				
	19 绍兴交投 MTN002 (AAA)				
	19 绍兴交投 MTN001 (AAA)				
AAA/稳定	21 绍交专项债 01/21 绍专 01 (AAA)	2021/01/25	李龙泉、唐庶田	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 绍兴交投 MTN004 (AAA)	2020/06/12	李龙泉、唐庶田	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
	19 绍兴交投 MTN003 (AAA)				
	19 绍兴交投 MTN002 (AAA)				
	19 绍兴交投 MTN001 (AAA)				
AA+/稳定	19 绍兴交投 MTN004 (AA+)	2019/11/06	李敏、杨思艺	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	19 绍兴交投 MTN003 (AA+)	2019/07/09	李敏、杨思艺、李转波	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140000 2018_01	阅读全文
AA+/稳定	19 绍兴交投 MTN002 (AA+)	2018/09/21	李敏、尹梦芳、杨思艺、李转波	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140000 2018_01	阅读全文
AA+/稳定	19 绍兴交投 MTN001 (AA+)	2018/09/21	李敏、尹梦芳、杨思艺	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140000 2018_01	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
绍兴交投	1,247.59	520.44	58.28	72.73	2.83	14.03
宁波交投	1,020.77	437.84	57.11	304.50	3.06	26.97

注：“宁波交投”为“宁波交通投资控股有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券 余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 绍交专项债 01/22 绍专 01	AAA	AAA	2022/03/09	10.00	10.00	2022/04/18~2029/04/18	利率条款,票面利率选择权,回售条款,弹性配售选择权
21 绍交专项债 01/21 绍专 01	AAA	AAA	2021/06/22	10.00	10.00	2021/03/01~2028/03/01	利率条款,票面利率选择权,回售条款,弹性配售选择权
19 绍兴交投 MTN004	AAA	AAA	2021/06/22	10.00	10.00	2019/11/27~2024/11/27	利率条款,票面利率选择权,回售条款,交叉违约条款
19 绍兴交投 MTN003	AAA	AAA	2021/06/22	10.00	10.00	2019/07/22~2024/07/22	利率条款,票面利率选择权,回售条款,交叉违约条款
19 绍兴交投 MTN002	AAA	AAA	2021/06/22	5.00	5.00	2019/04/11~2024/04/11	利率条款,交叉违约条款

							款
19 绍兴交投 MTN001	AAA	AAA	2021/06/22	5.00	5.00	2019/03/06~2024/03/06	利率条款,交叉违约条款
17 绍交 02	AAA	AAA	2021/06/22	10.00	10.00	2017/11/02~2022/11/02	利率条款,票面利率选择权,回售条款,超额配售选择

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“17 绍交 02”募集资金 10.00 亿元，拟用于绍诸高速公路诸暨延伸线工程的建设及补充流动资金。截至 2022 年 3 月末，募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

“21 绍交专项债 01/21 绍专 01”募集资金 10.00 亿元，拟用于杭州亚运会棒（垒）球体育文化中心项目的建设及补充流动资金。截至 2022 年 3 月末，募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

“22 绍交专项债 01/22 绍专 01”募集资金 10.00 亿元，拟用于杭州亚运会棒（垒）球体育文化中心项目的建设及补充流动资金。截至 2022 年 5 月末，募集资金已使用 6.60 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑

较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组

合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

绍兴市地处浙江省中北部，是国家历史文化名城和著名的风景旅游城市，2021 年区域经济和财政实力继续增强，为公司业务发展提供了良好的外部展业环境

绍兴市位于浙江省中北部，东连宁波市，南临台州市和金华市，西接杭州市，北隔钱塘江与嘉兴市相望，是国家历史文化名城和著名的风景旅游城市。截至 2021 年末，全市常住人口 533.7 万人，城镇化率为 71.5%。

依托于良好的地理位置，绍兴市近年来维持着良好的经济优势。2019~2021 年，绍兴市实现地区生产总值（GDP）分别为 5,781 亿元、6,001 亿元和 6,795 亿元，比上年增长 7.2%、3.3%和 8.7%。2021 年，绍兴市第一产业增加值 227 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 3,228 亿元，增长 10.7%；第三产业增加值 3,340 亿元，增长 7.4%。2021 年，绍兴全市生产总值（GDP）6,795 亿元，按可比价格计算，

同比增长 8.7%，增速居全省第三位，分别高于全国、全省 0.6、0.2 个百分点；两年平均增长 6.0%。

固定资产投资方面，2019~2021 年，绍兴市固定资产投资增速分别为 10.2%、6.7%和 12.3%，其中 2021 年，民间投资增长 12.5%，生态环保、城市更新和水利设施投资增长 7.8%，高新技术产业投资增长 30.0%，制造业投资增长 23.9%，交通投资下降 1.9%。房地产开发投资 1,027 亿元，比上年增长 14.0%，两年平均增长 11.5%。其中，住宅投资 782 亿元，增长 14.2%。商品房销售面积 1,121.53 万平方米，销售额 1,734 亿元，分别比上年下降 10.2%、4.5%，两年平均分别增长 0.7%、13.8%。

2021 年绍兴市规模以上工业利润总额 586 亿元，比上年增长 13.3%。其中，化学纤维制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、纺织业分别增长 108.1%、92.4%、39.3%。规模以上工业营业收入 7,739 亿元，比上年增长 21.2%，营业收入利润率 7.6%。

截至 2021 年末，绍兴市金融机构本外币存款余额 12,291 亿元，比上年末增长 12.4%。其中，住户存款 5,705 亿元，增长 8.4%。金融机构本外币各项贷款余额 11,717 亿元，增长 15.6%。其中，中长期贷款余额 7,259 亿元，增长 21.1%，短期贷款余额 4,076 亿元，增长 6.4%。

近年来绍兴市积极推进传统产业改造提升试点，印染化工产业跨区域集聚提升实质性推进，目前已形成以轻纺工业为主，酿造为特色，纺织、机械、食品三大工业为支柱的工业体系。同时，绍兴市积极构建现代化产业体系，深入实施数字经济“一号工程 2.0 版”，加快重点区域 5G 网络建设，开发集成 1,000 款以上工业 APP，连接 150 万台工业设备产品，打造全省工业互联网发展先行区；加快绍兴国家集成电路产业创新中心等重大项目建设；推动数字技术应用，实施智能化改造规上企业全覆盖五年行动，完成智能化改造企业 300 家以上，新增应用工业机器人 2,000 台；制定实施新兴产业发展新三年行动计划，推进“双十双百”集群制造

行动计划，争创国家级化工先进制造业集群、国家级印染产业创新中心；围绕“2+7+N”体系，启动滨海新区等省级高能级战略平台创建，加快建设集成电路、高端生物医药、先进高分子材料省级“万亩千亿”平台，迭代升级特色小镇2.0版。

旅游业方面，2021年末，绍兴市拥有A级景区85处，其中5A级景区1处（鲁迅故里·沈园景区），4A级景区18处，3A级景区39处。2021年，绍兴市全市共接待游客2,757.8万人次，比上年增长5.1%，实现旅游总收入380.8亿元，增长15.8%。其中，接待国内游客2,757.1万人次，国内旅游收入380.6亿元，分别增长5.1%、15.8%。绍兴市当选“第二批国家文化和旅游消费试点城市”。

随着经济规模的逐步提升，绍兴市财政实力进一步增强。2021年，绍兴市一般公共预算收入603.8亿元，较上年增长11.1%，一般公共预算支出714.5亿元，较上年增长7.1%，主要用于社会保障与就业、医疗卫生、教育、一般公共服务等民生方面。同年度，绍兴市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为84.51%，财政自给能力尚可。

政府性基金收支方面，受房地产行业调控政策和当地土地市场供需情况影响，政府性基金收入快速增长，2021年绍兴市政府性基金收入1,154.77亿元，较上年增长38.43%；同期，绍兴市政府性基金支出1,166.77亿元，较上年增长23.60%。

表 1：2019-2021 年绍兴市公共财政收支情况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	528.37	543.52	603.80
其中：税收收入	418.40	443.87	490.86
政府性基金收入	716.16	834.24	1,154.77
一般公共预算支出	640.87	667.16	714.50
政府性基金支出	774.94	943.95	1,166.77
公共财政平衡率	82.45	81.46	84.51

资料来源：绍兴市财政局，中诚信国际整理

跟踪期内，公司股权结构稳定，治理结构较为完善

跟踪期内，公司股权结构未发生变动，截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿

元，控股股东和实际控制人均为绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“绍兴市国资委”）。同时，2021年以来，经绍兴市国资委批复同意，公司累计新增2名监事，公司由董事会、监事会、总经理组成的法人治理结构体系亦未有变化。

跟踪期内，公司医药业务板块平稳发展，受疫情影响较小，是公司收入的重要组成部分

公司医药生产和流通板块由子公司绍兴市文化旅游集团有限公司（以下简称“文旅集团”）下属的浙江震元股份有限公司（证券代码000705，以下简称“浙江震元”）负责。浙江震元是国家中医药管理局在全国中药行业首家推荐且公开发行上市的一家集科、工、贸于一体的大型医药综合上市公司，业务主要涵盖医药工业、医药流通、健康服务和第三方物流等。浙江震元的医药产品以内销为主，主要销售区域集中在华东地区。

医药工业方面，公司的医药制造业务主要由浙江震元制药有限公司经营，其是国家高新技术企业，在生物发酵、药物合成等领域拥有较强的技术优势和相当的工业化生产经验，拥有一批国内市场技术领先的原料药、制剂产品，主要产品有丁二磺酸腺苷蛋氨酸、氯诺昔康、醋酸奥曲肽、美他多辛、泮托拉唑钠、伏格列波糖、托烷司琼、克拉霉素、制霉素、罗红霉素、硫酸西索米星、硫酸奈替米星等原料药及制剂。2021年医药工业板块实现收入6.35亿元，同比下降11.01%，其中：原料药方面，实现营业收入1.54亿元，同比下降13.24%；制剂产品实现营业收入4.76亿元，同比下降10.77%。

医药商业方面，公司主要承接原绍兴医药采购供应站的业务，主要职能是向药品生产企业或医药公司采购药品，批发给绍兴当地的医疗机构或药品零售企业。同时，公司积极搭建健康新零售供应链，2021年末零售连锁门店累计达150家。借力手机微商城、直播带货、健康消费券、震元健康频道等电商新模式，借助线下现有的门店资源，促进线上线下融合发展。2021年公司医疗商业板块实现收入

29.77 亿元，同比增长 9.2%，其中，商业批发业务和商业零售业务分别实现营业收入 19.78 亿元和 9.13 亿元，同比分别增长 6.8%和 13.21%。

表 2：近年浙江震元收入情况（亿元）

分类	2019	2020	2021
医药工业收入	7.34	7.14	6.35
医药商业收入	25.09	27.26	29.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：近年浙江震元医药工业收入情况（亿元、%）

工业收入 分类	2019		2020		2021	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
原料药	1.83	5.66	1.77	5.16	1.54	4.26
制剂	5.45	16.82	5.33	15.50	4.76	13.17

注：占比为占浙江震元营业收入比例。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司运营的收费公路具有一定区位优势，资产质量优良，2021 年通行费收入全面恢复

截至 2022 年 3 月末，公司运营的收费道路为嘉绍跨江大桥、嘉绍跨江大桥南接线、甬金高速公路绍兴段及绍兴至诸暨高速公路延伸线四条高速

公路，合计收费里程为 120.75 公里。2021 年，公司实现通行费收入 17.48 亿元，同比大幅增长 42.49%。2022 年 1~3 月，公司实现通行费收入 3.47 亿元。

甬金高速公路绍兴段全长 73.6 公里，于 2005 年 12 月建成通车，通车后宁波至金华的路程缩短了 91 公里，主要车流为往返宁波港的大型客货车、集装箱车辆。嘉绍跨江大桥全长 10.1 公里，嘉绍跨江大桥南接线全长 16.0 公里，于 2013 年 7 月正式建成通车。绍兴至诸暨高速公路延伸线全长 21.05 公里，于 2017 年 12 月正式建成通车。2021 年各运营路段车辆通行量均稳步增长，通行费收入均呈增长态势。

表 4：公司运营收费公路情况（公里）

分类	持股比例	通车里程	收费期限
甬金高速公路绍兴段	50%	73.6	2005-2030
嘉绍跨江大桥项目	55%	10.1	2013-2028
嘉绍跨江大桥南接线项目	100%	16.0	2013-2028
绍兴至诸暨高速公路延伸线	100%	21.05	2017-2042
合计	-	120.75	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：近年公司控股路产通行费收入情况表（万辆、亿元）

运营路段名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	通行量	通行费收入	通行量	通行费收入	通行量	通行费收入	通行量	通行费收入
甬金高速公路绍兴段	1,359.49	4.39	1,604.99	3.86	1,700.67	5.14	397.27	1.10
嘉绍跨江大桥项目	2,706.49	7.22	3,103.78	5.83	3,622.65	8.51	709.33	1.62
嘉绍跨江大桥南接线项目	2,220.52	2.82	2,751.26	2.27	2,779.98	3.22	538.61	0.63
绍兴至诸暨高速公路延伸线	304.09	0.30	431.43	0.31	517.20	0.61	114.36	0.11
合计	6,590.59	14.73	7,891.46	12.27	8,620.50	17.48	1,759.57	3.46

注：受四舍五入影响，合计数存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

道路收费标准方面，2020 年浙江省高速公路客车通行费征收标准无变化。此外，按照 2019 年 5 月国务院办公厅印发的《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“方案”），从 2020 年 1 月 1 日起，将货车通行费计费方式由按重量调整为按车（轴）型收费。

表 6：浙江省高速公路客车通行费征收标准

客车车型	车次费 (元/车辆)	车公里费率 (元/车公里)
≤9 座(车长小于 6 米)	5	0.40

10-19 座(车厂小于 6 米)	5	0.40
≤39 座(车长不小于 6 米)	10	0.80
≥40 座(车长不小于 6 米)	15	1.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：浙江省高速公路货车通行费征收标准

货车类别	分类标准	车公里费率 (元/车公里)
1 类	2 轴 (车长小于 6 米且最大允许总质量 小于 4500KG)	0.450
2 类	2 轴 (车长不小于 6 米或最大允许总质 量不小于 4500KG)	0.841
3 类	3 轴	1.321

4 类	4 轴	1.639
5 类	5 轴	1.675
6 类	6 轴（含以上）	1.747

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

参股路段方面，公司对杭绍台高速公路绍兴金华段持股 45.76%，其他股东主要是下属区县的交通投资集团等，该项目全长 112.8 公里，计划总投资 288.30 亿元，资本金为 100.91 亿元，公司的项目资本金 46.17 亿元将由政府通过发行政府还贷公路专项债及其他预算内的资金予以保障，公司代为履行出资。截至 2022 年 3 月末，该项目已完成投资 290.43 亿元，暂未进行竣工决算；其中杭绍台高速先行段（鉴湖枢纽至镜岭互通段）已于 2020 年 6 月 28 日通车，2020 年 7 月 5 日 24 时正式收费运营；回山尖山段于 2020 年 12 月 22 日通车，城区段于 2022 年 2 月正式完成，杭绍台高速公路绍兴金华段达到全线贯通。2021 年该路段车流量 531.52 万辆次，全年营收 2.74 亿元；2022 年 1~3 月车流量 127.31 万辆次，实现营收 0.89 亿元。

同时，公司参股了浙江杭绍甬高速公路，项目估算总投资约 314.41 亿元，其中部分项目按政府投资项目实施，建设资金 20.29 亿元由绍兴市政府筹措；其余部分采用 PPP 模式，涉及总投资 294.12 亿元，资本金为总投资额的 20%（其中 12% 为社会资本方出资）。具体看，资本金中社会资本方出资部分，第一大股东为浙江省交通投资集团有限公司，持股 60.00%，绍兴交投持股 10.30%，拟出资 3.64 亿元。截至 2022 年 3 月末，绍兴交投已出资 2.37 亿元。

公司还参股了杭绍台铁路，该项目属 PPP 项目，由五个股东组成，浙江省交通投资集团有限公司代表浙江省政府出资，持股 13.6%，中国铁路发展基金股份有限公司持股 15%，台州市铁路建设投资有限公司持股 10.2%，绍兴交投持股 10.2%，台州杭绍台高铁投资管理合伙企业（有限合伙）持股 51%。项目全长 266.9 公里，总投资 448.91 亿元，其中资本金 123.65 亿元，建设期为 4 年；绍兴交投拟出资 12.61 亿元，资金来源于沿线政府（包括市本级、上

虞区、新昌县和嵊州市等）。截至 2022 年 3 月末，绍兴交投已出资 12.61 亿元。杭绍台铁路于 2021 年 12 月 27 日正式售票运营。

公司文化旅游板块稳步发展，收入呈增长趋势，该板块收入对公司营业收入形成一定补充，但在建项目规模较大，存在一定资本支出压力

公司的文化旅游业务由子公司文旅集团负责运营，主要负责绍兴市文化和旅游项目建设、景区运营、绍兴市古城保护以及酒店运营等。2021 年，公司实现文化旅游板块收入 5.07 亿元，同比增长 10.72%，2021 年疫情影响有所削减，文化旅游业务收入有所增长。2022 年 1~3 月，公司文化旅游板块收入 1.18 亿元。

目前，文旅集团下辖包括鲁迅故里、沈园、兰亭、周恩来祖居、蔡元培故居、秋瑾故居等六大景区和十八个景点。鲁迅故里景区、沈园景区为 5A 级旅游景区，兰亭景区、东湖景区、大禹陵及会稽山景区、名人故里景区为 4A 级旅游景区。其中，鲁迅故里景区被中央文明办、国家旅游局确定为“精神文明教育基地”，该景区实行免费开放。

2020 年，文旅集团景区接待游客总人次为 321.44 万人次，同比增长 26.84%。2022 年 1~3 月，文旅集团景区接待游客总人次为 20.24 万人次。同时，公司还从事酒店经营业务，运营的酒店包括绍兴饭店和绍兴国际大酒店，均位于绍兴市越城区中心地带，2021 年文旅集团实现酒店经营收入 0.99 亿元。2022 年 1~3 月实现酒店经营收入 0.14 亿元。此外，公司还利用下属旅游资产开展了旅游服务及广告会展业务，并将景区内自持物业对外出租。

此外，为了促进景区的发展，公司对所属景区及配套设施等进行了提升改造，同时也投资建设了较多文旅相关项目，根据项目不同，资金来源于政府性项目建设资源封闭式运行、古城保护基金或自筹。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建文旅项目总投资 147.34 亿元，已投资 68.95 亿元，其中有 4.98

亿来自于政府补贴和古城保护基金。

表 8：截至 2022 年 3 月末公司在建的主要文旅项目（亿元）

项目名	建设周期	总投资	已投资
镜湖游乐园工程	2017-2020	16.90	14.15
兰亭整治工程二期	2017-2021	2.88	2.56
会稽山大禹开发	2013-2021	23.03	20.03
绍兴饭店二期提升工程	2017-2022	7.80	5.25
阳明故里综合开发项目	2019-2025	73.00	14.20
青藤书屋及其周边	2020-2023	8.73	4.55
古城入口改造提升项目	2021-2025	15.00	8.21
合计	-	147.34	68.95

注：部分项目建设期可能与实际有出入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

滨海开投系绍兴市滨海新区江滨区域主要的土地开发整理及基础设施建设主体，业务具有一定的区域垄断性

公司控股子公司绍兴滨海新区发展集团有限公司（以下简称“滨海发展集团”）作为滨海新区重要的基础设施建设主体，其子公司浙江滨海新区开发投资有限公司（以下简称“滨海开投”）主要负责绍兴滨海新区江滨区范围内的基础设施建设和土地开发整理业务。

2019 年 9 月 26 日，公司发布了《绍兴市交通投资集团有限公司关于子公司股权变动的公告》，公告称公司在滨海开投中 52.54% 股权、绍兴市上虞区交通投资有限公司在滨海开投中 38.73% 股权以及绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司在滨海开投中的 8.73% 股权转让至滨海发展集团，且滨海发展集团新增为公司一级子公司，纳入公司合并范围。滨海发展集团主要负责绍兴滨海新区江滨区内的基础设施建设、国有资产运营，截至 2022 年 3 月末，滨海发展集团注册资本为 39.00 亿元，其中公司持股比例为 51.62%。

土地开发整理方面，2019 年绍兴滨海新区管理委员会（简称“滨海新区管委会”）成立后，与滨海开投签订了《土地开发整理协议》，约定在滨海新区范围内，公司通过自有资金进行相关地块的土地整理；待地块开发完成并验收合格后移交至滨海新区

管委会，滨海新区管委会按照土地整理成本的一定比例支付公司土地整理收益，公司按照整理成本和整理收益作为土地整理开发收入。公司实际收到回款一般是土地出让后 1~2 年内。土地出让方面，受政府规划及出让条件影响，近年公司土地出让面积波动较大，2021 年土地出让面积为 3,615 亩，已投资 3.82 亿元；同期，公司确认土地出让返还收入 4.36 亿元，已全部回款。截至 2022 年 3 月末，公司已完成整理尚未出让的土地共计 2.69 万亩，累计已投资 84.13 亿元。

表 9：近年土地整理业务运营情况（亩、亿元）

项目名	2019	2020	2021
土地出让面积	1,695	512	3,615
土地出让返还收入	1.61	0.62	4.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设方面，主要采取代建模式，原绍兴滨海新城管委会与滨海开投签订《市政基础设施建设项目回购协议书》，公司负责整个工程的项目管理，项目建设资金一般先由公司根据每年市政工程的可研方案和投资规划自行统筹安排，项目施工主要是公司通过招投标的方式外包给有资质的专业施工企业进行。待项目竣工验收完毕后，滨海新城管委会按照项目实际支出成本加成一定比例的代建管理费与公司结算。2019 年 11 月滨海新区成立后，公司基建业务结算方变更为滨海新区管委会，相关债权债务也转移至滨海新区管委会。截至 2022 年 3 月末，公司已完工基础设施建设项目总投资 157.92 亿元，已确认收入 1.76 亿元，均已回款。

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司在建项目主要为启动区配套道路工程等，计划总投资 19.56 亿元，已投资 15.42 亿元。拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司拟建项目主要有肿瘤医院绍兴院区新建工程、中心湖北岸生态治理工程等，预计总投资 54.90 亿元。

表 10：截至 2022 年 3 月末滨海开投主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
------	------	-----	-----

启动区配套道路三期工程	2016-2021	5.88	4.45
启动区配套道路四期工程	2019-2021	4.79	4.01
启动区配套道路五期工程	2019-2022	3.14	2.91
启动区配套道路六期工程	2020-2024	5.75	4.05
合计	-	19.56	15.42

注：实际建设进度和计划有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2021 年 3 月末滨海开投主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资
肿瘤医院绍兴院区新建工程	2021-2025	50.00
中心湖北岸生态治理工程	2021-2024	4.90
合计	-	54.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年随着疫情影响的削减且受益于合并范围扩大，公司公交客运量显著恢复，业务体量整体快速扩张；但该业务盈利能力较弱，主要依靠财政补贴实现盈亏平衡

公司公共交通业务主要由其全资子公司绍兴市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）经营。

根据绍兴市人民政府绍政办发[2018]18 号文，绍兴市政府对绍兴市上虞区、柯桥区和越城区（以下简称“三区”）公交进行一体化整合，将上虞区、柯桥区公交公司与公交集团名下越城区公交公司进行重组，按照“跨区快线+区内主线+区域支会”原则构建三级公交线网，重新组建新的市公交集团；其中上虞区、柯桥区公交公司的债权债务关系，因历史形成时间较久而无法厘清，其原债权债务关系仍由原权属执行，其所属的所有公交场站和候车亭等经营资产统筹无偿移交至新的公交集团，三区财政局按照各区域内公交运营子公司亏损给予补贴。公交场站、候车厅及车辆等经营资产评估后注入到新公交集团下属运营子公司，且并入经营资产的新公交集团仍由绍兴交投管理。2021 年 4 月，公司取得绍兴市公共交通集团第二有限公司（以下简称“公交第二公司”）、绍兴市公共交通集团第三有限公司（以下简称“公交第三公司”）的实际控制权，并负责其日常经营管理活动。2021 年 4 月，公司将

公交第二公司和公交第三公司纳入合并范围内。

截至 2021 年末，公交集团共拥有运营线路 331 条，拥有公交车 2,322 辆，较 2020 年末均大幅增长，主要系新增合并范围所致。近年随着人工等成本的上涨，公司成本压力不断增加，公共交通业务收入成本倒挂严重，为保证公司公交业务的稳定经营，绍兴市政府会给予一定财政补贴，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别获得财政补贴 2.63 亿元、2.65 亿元、4.78 亿元和 1.01 亿元，使得公共交通业务基本实现盈亏平衡。

表 12：近年公司公共交通业务经营状况

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
车辆数（辆）	995	917	2322	2322
公交线路（条）	100	104	331	329
客运量（万人次）	7,845	4,833	11341	2305
行驶里程（万公里）	4,880	4,397	11879	2814
客运收入（亿元）	0.83	0.53	1.14	0.34
补贴收入（亿元）	2.63	2.65	4.78	1.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务种类较多，收入规模增长较快，为营业收入提供有效补充

公司其他业务主要包括下属子公司浙江越路建设集团有限公司（以下简称“越路集团”）的路面养护施工、工程检测、花卉园艺、景观建设等；滨海发展集团的油品销售、投资性房地产出售、高速机电、公车出租等以及公司本级的部分投资性房地产出售等。近年公司其他业务收入稳步增长，其中 2021 年其他业务收入大幅增长主要系越路集团的业务规模扩大以及投资性房地产出让规模增加所致。

财务分析

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1~3 月财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。另外，公司自 2021 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则、新收

入准则及新租赁准则等新会计政策，使得部分科目有所调整。

2021 年疫情影响减弱，公司营业收入回升明显；公司期间费用占比较高，利润总额对政府补助依赖较大

2021 年，公司实现营业总收入 72.73 亿元，同比增长 21.99%，主要由医药生产和流通、收费公路、土地开发收益及工程代建和文化旅游板块收入构成。随着疫情影响的减弱，公司各业务板块收入均有不同程度的增长。2022 年 1~3 月，公司营业收入 16.97 亿元。

毛利率方面，2021 年收费公路板块毛利率较上年有所提升，主要系疫情影响减弱后收入明显增长所致；公交板块，随着合并范围的扩大 2021 年公共交通板块亏损程度进一步扩大；文化旅游业务毛利率呈下降趋势，主要由于景区的工程折旧及维护成本逐年增加所致；医药生产和流通板块毛利有所波动，受药品集中采购政策影响；公司其他业务毛利率近年大幅波动，其中 2021 年由负转正主要由于当期部分投资性房地产出让带动毛利率提升。2021 年，公司综合营业毛利率整体略有下降，2022 年 1~3 月，公司综合营业毛利率为 15.80%。

表 13：近年来公司营业收入及毛利率情况（万元）

项目名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1~3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
收费公路	147,271.64	70.69%	122,684.39	63.19%	174,817.35	72.10%	34,653.76	75.99%
公共交通	11,374.37	-241.29%	9,159.10	-301.55%	14,840.53	-424.48%	4,315.01	-437.28%
铁矿石开采加工	12,301.96	21.53%	-	-	-	-	-	-
文化旅游	41,764.95	32.82%	45,777.23	30.25%	50,683.64	28.83%	11,751.01	21.15%
医药生产和流通	323,244.15	21.14%	343,984.04	21.40%	359,942.46	19.42%	96,426.43	17.14%
土地开发收益及工程代建	42,196.43	10.20%	38,353.90	8.40%	61,298.94	10.19%	2,544.51	10.96%
其他业务	36,092.47	-7.17%	36,207.64	-32.29%	65,701.81	0.24%	19,985.33	0.27%
合计	614,245.97	26.55%	596,166.30	21.62%	727,284.73	21.17%	169,676.05	15.80%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，受业务规模扩大及债务规模增长影响，管理费用及财务费用均持续增长带动公司期间费用呈持续增长态势，期间费用收入占比亦有所提高，大幅侵蚀利润，期间费用控制能力有待加强。2022 年 1~3 月，公司期间费用收入占比为 36.85%。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2021 年，公司经营性业务利润为 7.02 亿元，同比增长 2.20%，其中，其他收益 20.89 亿元，主要系公交运营、旅游景区运营及土地开发的相关财政补贴，公司利润对政府补贴有很强的依赖；同期，投资收益同比大幅增长 145.25%至 3.02 亿元，对利润总额形成较好补充，主要系对绍兴银行股份有限公司、浙江绍金高速公路有限公司等公司的股权投资确认的投资收益大幅增长所致；2021 年公司

利润总额整体同比增长 21.22%至 10.21 亿元。2022 年 1~3 月，公司利润总额为 1.15 亿元。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	5.37	6.37	6.10	1.60
管理费用	4.75	5.48	7.55	2.26
研发费用	0.33	0.27	0.33	-
财务费用	10.03	10.27	14.05	2.39
期间费用合计	20.49	22.39	28.02	6.25
期间费用收入占比	33.35%	37.56%	38.52%	36.85%
利润总额	9.92	8.42	10.21	1.15
经营性业务利润	8.38	6.87	7.02	0.01
其中：其他收益	13.21	16.95	20.89	2.14
投资收益	0.34	1.23	3.02	1.15

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受益于业务的推进、资产的划转与资金的注入，2021 年公司总资产和总负债规模增长显著，资产负

债率保持稳定；但公司总债务规模增长较快

随着公司业务的发展以及资产的划转，近年公司资产和负债规模持续增长。净资产方面，得益于公司本级、文旅集团和滨海发展集团收到财政拨款和资产划入，使得公司所有者权益持续增加。截至 2022 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 1,331.93 亿元、822.01 亿元和 509.92 亿元，所有者权益较 2020 年末增长显著，主要来自资本公积的大幅增长，主要包括滨海发展集团收到政府无偿划入的农用地资产增加公司资本公积 31.00 亿元、滨海发展集团收到财政拨款增加公司资本公积 5.16 亿元、文旅集团收到财政拨款增加公司资本公积 13.80 亿元、公司本级收到财政拨款 31.30 亿元，其中进入资本公积 22.54 亿元，另公司有 10 亿元的财政专项债不再需要还本付息，转为资本公积。

2019~2021 年，随着所有者权益的大幅增长，公司资产负债率持续下降，2021 年总资本化比率下降明显。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.72%和 58.82%。

表 15：近年公司资产负债情况（亿元，%）

项目	2019	2020	2021	2022.3
总资产	787.10	952.01	1247.59	1331.93
总负债	470.30	566.67	727.15	822.01
所有者权益	316.80	385.34	520.44	509.92
总债务	412.16	503.51	631.44	728.29
资产负债率	59.75	59.52	58.28	61.72
总资本化比率	56.54	56.65	54.82	58.82

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从资产构成来看，截至 2021 年末，公司流动资产和非流动资产分别占总资产的 50.42%和 49.58%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货等构成。截至 2021 年末，货币资金 127.82 亿元，较 2020 年末增长显著，主要系当期公司融资增长、财政拨款资金到位所致，用于偿还到期债务和项目建设等，其中受限货币资金 0.17 亿元；其他应收款主要为公司与绍兴滨海新城国有资本投资经营有限公司、绍兴滨海新城产业投资有限公司、浙江绍金高速公路有限公司等国有企业的往来款项。存货

392.90 亿元，主要由土地资产及合同履行成本（由开发成本和开发产品转入）构成，其中土地资产面积为 2,338.6 亩，主要来源于政府划拨，账面价值为 40.99 亿元，其中 826.55 亩暂未缴纳出让金，账面价值 32.51 亿元；2021 年末存货同比增长 43.35%，主要系滨海在建工程转入存货科目及当期土地预付款大幅增加使得合同履行成本增加所致。另外，2021 年末预付款减少主要原因为土地预付款已转入存货中的土地开发成本，并于期末调入存货-合同履行成本；交易性金融资产主要为结构性存款和短期理财产品。

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产等构成。长期股权投资主要由对浙江绍金高速公路有限公司、绍兴银行股份有限公司、中国绍兴黄酒集团有限公司、杭绍台铁路有限公司等的股权投资构成，2021 年长期股权投资同比增长 16.86%，主要系对杭绍台铁路有限公司、浙江杭绍甬高速公路有限公司追加投资所致；投资性房地产主要系房屋、建筑物；其中有账面价值 23.00 亿元的投资性房地产权属证明尚未办妥，均在绍兴交投本级；固定资产主要为道路资产、房屋建筑物，2021 年末固定资产同比增长 9.14%，主要系由在建工程转入 11.22 亿元等因素所致，转入项目主要为文旅集团的在建项目，包括绍兴饭店提升一期工程、镜湖游乐园一期、环城河滨河休闲步行道工程等；在建工程主要包括会稽山大禹开发工程、阳明故里综合开发项目、杭州亚运会棒（垒）球体育文化中心项目、杭州湾环线孙端互通工程项目及镜湖游乐园工程等项目和道路工程，其中 2021 年在建工程较 2019 年末有所下降主要由于部分在建工程转固；2022 年 3 月末，随着在建项目的持续投入，在建工程增加。无形资产主要为土地使用权，2021 年末同比增长 210.77%，主要系 2021 年绍兴滨海新区管理委员会无偿划拨 2.39 万亩国有农用地给滨海开投，新增土地账面价值 60.06 亿元，目前暂无明确用途，待后续根据土地指标再进行变性开发；同时文旅集团补缴了前期

政府无偿划拨的土地，变性为出让土地，增加土地价值 19.7 亿元。另外，公司于 2021 年 1 月 1 日执行新会计准则，2021 年末其他非流动金融资产增加主要为原可供出售金融资产调整至其他权益工具投资和其他非流动金融资产项目列示所致。

表 16：近年公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	64.52	79.66	127.82	184.79
交易性金融资产	-	-	18.77	18.87
预付款项	4.16	21.32	8.08	7.47
其他应收款	83.55	76.91	69.75	69.05
存货	256.57	274.09	392.90	405.36
流动资产	421.10	465.00	628.98	699.24
可供出售金融资产	0.90	4.34	-	-
长期股权投资	47.89	70.10	81.92	88.86
其他非流动金融资产	0.00	0.00	15.51	18.60
投资性房地产	50.77	51.38	49.34	49.20
固定资产	155.69	152.44	166.37	164.50
在建工程	93.50	153.26	143.26	168.62
无形资产	1.71	39.53	122.84	122.80
其他非流动资产	14.41	14.39	32.69	13.57
非流动资产	366.00	487.01	618.61	632.69
总资产	787.10	952.01	1,247.59	1,331.93

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 17：截至 2021 年末公司其他应收款前五名（亿元、%）

单位名称	金额	占比
绍兴滨海新城国有资本投资经营有限公司	18.87	26.61
绍兴滨海新城产业投资有限公司	16.53	23.32
浙江绍金高速公路有限公司	7.45	10.50
绍兴虞诸高速公路有限公司	5.25	7.40
绍兴市柯桥区齐贤街道	5.21	7.35
合计	57.61	75.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

负债方面，公司负债以非流动负债为主，截至 2021 年末，公司非流动负债占负债总额的 69.27%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成。长期借款以保证借款和质押借款为主，利率区间为 3.55%~7.56%，2021 年末快速增长，主要系因业务开展需要，新增保证借款所致；应付债券主要为公司已发行的公司债券、债务融资工具等，2021 年末同比大幅增长 75.80%，主要由于项目投资需求增加使得债券发行新增较大；长期应付款主要为地方政府债券置换资金、单位借款以及专项应付款等，

2021 年长期应付款同比增长 27.53%主要系专项债增加以及与工程相关的财政拨款增加所致。2022 年 3 月末，公司长期应付款较 2021 年末增长 32.32%，主要系各类专项债新增较大所致。

流动负债方面，公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等构成。短期借款主要为保证借款和信用借款等，2021 年末短期借款有所减少；其他应付款主要为财政拨款暂挂及往来款等，2021 年同比增长 59.21%，主要系财政拨款规模较大所致。2021 年末，一年内到期的非流动负债同比增长 11.57%，主要系增加了一年内到期的长期借款、租赁负债和应计利息。其他流动负债主要为短期应付债券，2021 年偿还了部分债务，使得其他流动负债规模减少。

表 18：近年来公司主要负债和所有者权益情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	30.48	41.32	32.87	38.01
其他应付款	17.37	21.33	40.76	40.09
一年内到期的非流动负债	92.26	92.76	103.49	108.99
其他流动负债	0.02	30.03	23.23	23.26
流动负债合计	164.54	207.63	223.43	229.92
长期借款	136.45	186.10	220.00	255.71
应付债券	134.06	129.56	227.76	263.58
长期应付款	20.98	25.74	25.60	44.70
非流动负债合计	305.76	359.03	503.73	592.10
负债合计	470.30	566.67	727.15	822.01

注：2022 年 3 月末长期应付款包含专项应付款。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总债务方面，随着公司建设项目的持续推进，近年公司总债务规模持续扩张，截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模增至 728.29 亿元，其中短期债务/总债务下降至 23.62%，债务期限结构符合公司项目投资周期长的业务特点。

由于公司支付的往来款下降显著，2021 年经营活动现金流呈净流入；近年债务规模持续快速增长，公司经营获现对债务本息的覆盖程度持续减弱

随着往来款收回增多，支出减少，2021 年经营活动现金流呈净流入。但公司债务扩张较快，公司经营净现金流对债务本息的覆盖程度仍较弱。

公司 EBITDA 主要由利润总额、费用化利息支出及折旧构成，整体呈增长态势。2021 年，EBITDA 同比增长 18.02%，主要系利润总额及利息支出增加所致。但受债务规模快速扩张影响，2021 年 EBITDA 对债务本息的覆盖能力进一步减弱，但仍能覆盖利息支出。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	124.10	165.53	161.31	172.01
长期债务	288.07	337.98	470.13	556.28
总债务	412.16	503.51	631.44	728.29
经营活动净现金流	-3.39	15.39	14.03	-10.01
经营净现金流/总债务	-0.01	0.03	0.02	-0.06
经营活动净现金流/利息支出	-0.15	0.61	0.47	-1.55
EBITDA	27.25	29.15	34.41	-
总债务/EBITDA	15.12	17.27	18.35	-
EBITDA 利息倍数	1.24	1.16	1.15	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务到期期限来看。近年到期的债务规模较大，截至 2022 年 3 月末，公司偿债高峰集中在 2022 年及 2023 年，拟采用银行借款、发行债券等方式进行偿还。

表 20：截至 2022 年 3 月末公司到期债务分布情况（亿元）

到期年份	2022.4~12	2023	2024	2025	2026 及以后
到期金额	130.66	121.78	95.64	100.34	270.80

注：到期债务数据不包含应计利息。

资料来源：公司提供

公司备用流动性较好，对整体偿债能力提供一定支持；对外担保规模相对较大，具有一定的代偿风险

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 601.50 亿元，其中尚未使用授信额度 304.01 亿元，备用流动性较充足。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面余额合 38.53 亿元，占总资产的 2.89%，主要系用于抵押借款的投资性房地产和存货等。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司的对外担保余额 146.89 亿元，占净资产的 28.81%，主要为对绍兴市镜湖新区开发集团有限公司、绍兴

市城市建设投资集团有限公司、浙江绍金高速公路有限公司、绍兴袍江工业区投资开发有限公司、绍兴高新技术产业开发区迪荡新城投资发展有限公司、绍兴江滨热力有限公司等当地国有企业的担保，对外担保规模相对较大。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019 年~2022 年 5 月 16 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为绍兴市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司在资产划拨、资金注入、财政补贴等方面获得了政府的大力支持

公司是绍兴市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要负责绍兴市的交通基础设施建设、高速公路及公交运营，绍兴市滨海新区的土地开发整理及基础设施建设，同时还从事医药生产流通和文化旅游开发等业务，在资产划拨、资金注入、财政补贴等方面获得了政府的大力支持。

资产划拨方面，2021 年，滨海发展集团因收到无偿划入的 30 宗土地资产增加绍兴交投资产 60.06 亿元，按持股比例增加资本公积 31.00 亿元；文旅集团无偿将划拨土地变性为出让土地，增加资产 19.7 亿元，按持股比例增加资本公积 13.80 亿元；滨海发展集团因收到财政拨款增加绍兴交投资本公积 5.16 亿元；公司无偿划入绍兴综合保税区建设发展有限公司股权，增加资本公积 5.77 亿元，资本公积持续增长，增强了公司的资本实力。

此外，为保障公司政府性项目建设及债务还本付息等资金需求，绍兴市人民政府将逐年向公司注入指定的经营性资源或资金。2021 年和 2022 年 1~3 月，本级分别收到资金 23.04 亿元和 2.80 亿元。

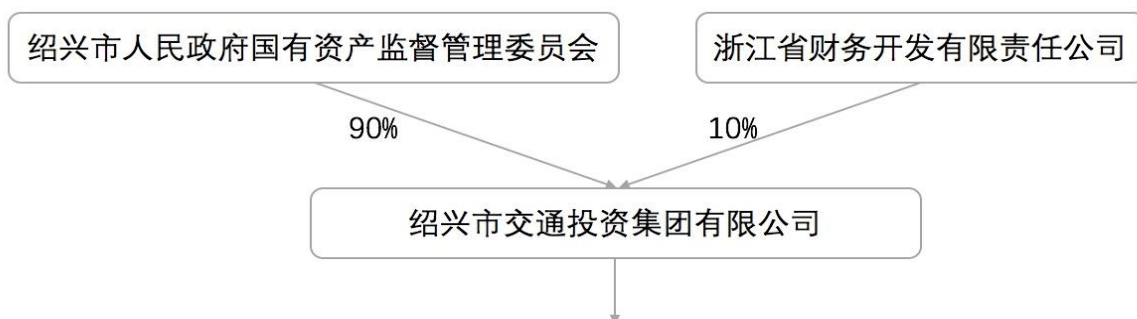
政府补助方面，2021 年以及 2022 年 1~3 月，

公司分别获得政府补贴 20.89 亿元和 2.14 亿元，主要是公交运营、高速公路投资、旅游景区运营及土地开发等方面的政府补助。

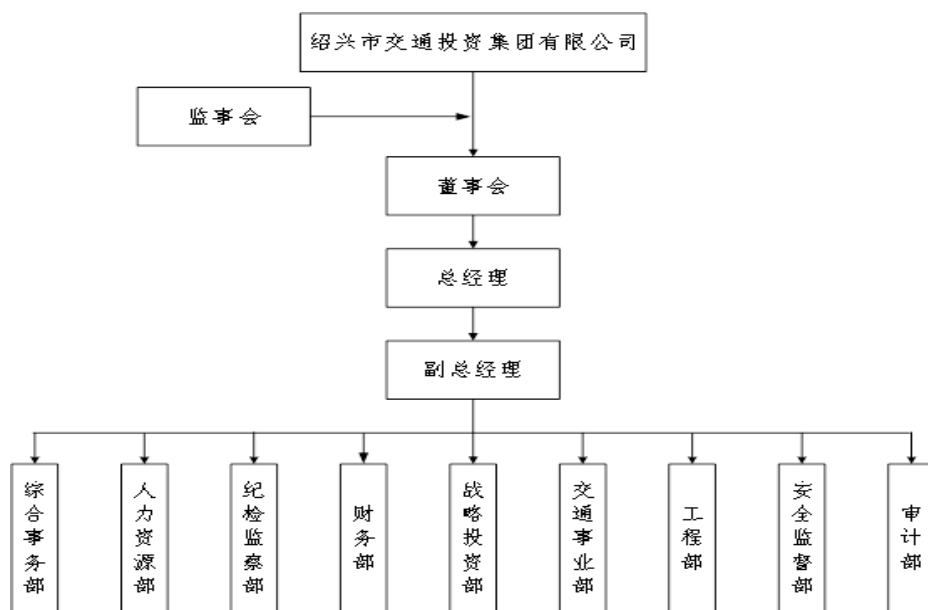
评级结论

综上所述，中诚信国际维持绍兴市交通投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 绍交 02”、“19 绍兴交投 MTN001”、“19 绍兴交投 MTN002”、“19 绍兴交投 MTN003”、“19 绍兴交投 MTN004”、“21 绍交专项债 01/21 绍专 01”和“22 绍交专项债 01/22 绍专 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：绍兴市交通投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



序号	一级子公司	直接持股比例（%）
1	绍兴市文化旅游集团有限公司	80.68
2	绍兴市公共交通集团有限公司	100.00
3	绍兴滨海新区发展集团有限公司	51.62
4	绍兴市绍大公路经营有限责任公司	100.00
5	绍兴市环城公路经营有限公司	63.15
6	绍兴市交通建设开发公司	100.00
7	绍兴市杭甬高速公路连接线有限公司	60.00
8	绍兴四通公路建设有限公司	100.00
9	绍兴市交投商业管理有限公司	100.00
10	浙江绍兴嵊新高速公路有限公司	50.00
11	绍兴安亭高速公路有限公司	100.00
12	绍兴市交投出租汽车有限公司	100.00
13	绍兴市公共用车服务有限公司	100.00
14	绍兴市交投广告有限公司	100.00
15	绍兴市交投信息科技有限公司	100.00
16	绍兴市高速公路运营管理有限公司	100.00
17	绍兴市交通建设有限公司	100.00
18	浙江越路建设集团有限公司	100.00
19	绍兴市曹娥江大坝投资开发有限公司	34.00
20	交通投资（香港）有限公司	100.00
21	绍兴市未来社区开发建设有限公司	40.00



资料来源：公司提供

附二：绍兴市交通投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	645,177.36	796,598.85	1,278,197.82	1,847,929.99
应收账款	66,150.26	66,665.94	71,250.51	89,082.46
其他应收款	835,522.87	769,080.20	697,486.85	690,481.91
存货	2,565,694.42	2,740,852.49	3,928,959.36	4,053,609.75
长期投资	487,931.50	744,453.96	993,132.91	1,092,627.09
在建工程	934,959.00	1,532,629.66	1,432,630.02	1,686,183.32
无形资产	17,103.49	395,280.89	1,228,401.39	1,227,954.59
总资产	7,870,979.51	9,520,084.52	12,475,939.39	13,319,333.12
其他应付款	173,657.59	213,259.25	407,631.68	400,983.63
短期债务	1,240,962.08	1,655,300.81	1,613,062.69	1,720,066.13
长期债务	2,880,684.61	3,379,774.86	4,701,323.50	5,562,822.08
总债务	4,121,646.69	5,035,075.67	6,314,386.19	7,282,888.21
总负债	4,703,006.33	5,666,650.57	7,271,528.17	8,220,134.73
费用化利息支出	116,695.33	133,982.80	157,323.18	26,924.53
资本化利息支出	102,539.38	118,127.74	142,838.26	37,820.98
实收资本	50,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00
少数股东权益	1,076,963.08	1,388,251.38	1,934,671.22	1,591,620.12
所有者权益合计	3,167,973.17	3,853,433.94	5,204,411.22	5,099,198.39
营业总收入	614,245.97	596,166.30	727,284.73	169,676.05
经营性业务利润	83,753.64	68,703.75	70,217.56	89.18
投资收益	3,438.01	12,311.45	30,194.19	11,453.70
净利润	92,210.02	79,792.87	93,361.51	10,251.65
EBIT	215,941.47	218,198.73	259,410.79	-
EBITDA	272,510.12	291,532.48	344,080.03	-
销售商品、提供劳务收到的现金	622,307.54	618,098.81	753,603.38	163,018.98
收到其他与经营活动有关的现金	515,582.02	442,270.13	589,126.93	121,788.83
购买商品、接受劳务支付的现金	464,059.02	673,952.37	1,026,841.74	268,545.20
支付其他与经营活动有关的现金	612,286.81	135,217.26	43,390.37	93,916.32
吸收投资收到的现金	10.00	21,000.00	20,490.00	54,500.00
资本支出	326,822.41	629,493.96	845,630.07	29,658.62
经营活动产生现金净流量	-33,932.66	153,926.86	140,314.47	-100,142.00
投资活动产生现金净流量	-518,503.48	-838,690.57	-1,076,458.97	-80,453.76
筹资活动产生现金净流量	497,458.30	836,513.14	1,417,479.31	748,718.49
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	26.55	21.62	21.17	15.80
期间费用率(%)	33.35	37.56	38.52	36.85
应收类款项/总资产(%)	11.52	8.78	6.16	5.85
收现比(X)	1.01	1.04	1.04	0.96
总资产收益率(%)	2.94	2.51	2.36	1.19*
资产负债率(%)	59.75	59.52	58.28	61.72
总资本化比率(%)	56.54	56.65	54.82	58.82
短期债务/总债务(X)	0.30	0.33	0.26	0.24
FFO/总债务(X)	0.06	0.05	0.05	-0.06
FFO 利息倍数(X)	1.10	1.07	1.02	-1.55
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.15	0.61	0.47	-1.55
总债务/EBITDA(X)	15.12	17.27	18.35	-
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.18	0.21	-
货币资金/短期债务(X)	0.52	0.48	0.79	1.07
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.24	1.16	1.15	-

注：1、2022 年 1~3 月财务报表未经审计；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、其他应付款、其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务，长期应付款中的有息负债已调整至长期债务；4、带*指标已经过年化。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。