

嵊州市城市建设投资发展集团有限公司

及其发行的 19 嵊州债 01 与 19 嵊州债 02

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]101074】

评级对象: 嵊州市城市建设投资发展集团有限公司及其发行的 19 嵊州债 01 与 19 嵊州债 02

	19 嵊州债 01	19 嵊州债 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA ⁺ /2022 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA ⁺ /2022 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA ⁺ /2021 年 6 月 30 日	AA/稳定/AA ⁺ /2021 年 6 月 30 日
首次评级:	AA/稳定/AA ⁺ /2019 年 7 月 19 日	AA/稳定/AA ⁺ /2019 年 10 月 8 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	5.68	26.01	18.43
刚性债务	49.49	106.04	135.86
所有者权益	97.47	185.06	189.07
经营性现金净流入量	-19.68	-38.22	-10.12
发行人合并数据及指标:			
总资产	419.34	594.92	783.08
总负债	206.19	327.51	422.22
刚性债务	123.09	242.43	329.48
所有者权益	213.15	267.41	360.86
营业收入	8.43	11.04	17.87
净利润	1.64	1.98	1.96
经营性现金净流入量	-31.92	-67.56	-6.27
EBITDA	4.55	7.33	11.29
资产负债率[%]	49.17	55.05	53.92
长短期债务比[%]	105.28	109.03	140.87
营业利润率[%]	25.23	29.88	15.28
短期刚性债务现金覆盖率[%]	54.39	68.60	69.08
营业收入现金率[%]	107.13	116.32	99.94
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-85.77	-67.03	-17.67
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	0.69	1.53
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	0.04
担保方数据:			
所有者权益	229.94	227.41	258.42
权益资本与刚性债务余额比率[%]	90.79	91.37	89.51
担保比率[%]	36.90	29.25	24.44

注: 发行人数据根据嵊州城投经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算; 其中 2019 年财务数据根据 2020 年审计报告期初数据整理、计算。担保人数据根据绍兴城投经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

分析师

徐 丽 xuli@shxsj.com
 李凯琪 likaiqi@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”)对嵊州市城市建设投资发展集团有限公司(简称“嵊州城投”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 19 嵊州债 01 与 19 嵊州债 02 的跟踪评级反映了 2021 年以来嵊州城投在外部环境及政府支持等方面保持优势,同时也反映了公司在项目投融资、债务偿付、资产流动性、子公司管控及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。**嵊州城投仍为嵊州市重要的基础设施项目建设及国有资产经营主体,在嵊州市平台体系内地位突出。跟踪期内公司获得政府注入资金、资产及国有企业股权,资本实力进一步增强。
- **担保增信持续有效。**19 嵊州债 01 和 19 嵊州债 02 由绍兴市城市建设投资集团有限公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保持续有效,为上述债券偿付提供了有效的保障。

主要风险:

- **项目投融资压力。**嵊州城投项目承担的项目投资规模大,但结算及资金回笼周期较长,持续面临较大的投融资压力。
- **债务偿付压力。**跟踪期内,嵊州城投债务规模持续扩张,刚性债务增幅较大,短期支付压力明显增大。

- **资产流动性欠佳。**嵊州城投资产仍主要集中项目开发成本、外部占款和土地房产，流动性欠佳。
- **子公司管控风险。**嵊州城投下属子公司较多，且涉及业务范围较广、独立性较强，面临一定资源整合及子公司管控压力。
- **对外担保风险。**嵊州城投对外担保规模仍较大，存在或有风险。

➤ 未来展望

通过对嵊州城投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；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA⁺信用等级。



嵊州市城市建设投资发展集团有限公司

及其发行的 19 嵊州债 01 与 19 嵊州债 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年第一期嵊州市城市建设投资发展有限公司公司债券及 2019 年第二期嵊州市城市建设投资发展集团有限公司公司债券（分别简称“19 嵊州债 01”及“19 嵊州债 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据嵊州城投提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对嵊州城投的财务状况、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。

该公司于 2019 年 8 月发行了 10.00 亿元的企业债券（即“19 嵊州债 01”），期限为 7 年，发行利率为 4.90%，附本金提前偿付条款，2022-2026 年分别按照发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。债券募集资金中 5.00 亿元用于补充公司营运资金，5.00 亿元投向嵊州市城北区块安置房工程、嵊州市城东区块安置房工程、嵊州市工业水厂及管网工程的建设，三个募投项目计划总投资 17.17 亿元。截至 2022 年 3 月末，募集资金已使用 10 亿元，其中 5 亿元用于补充营运资金，5 亿元用于募投项目建设，其中城北安置房、城东安置房、工业水厂项目分别使用 2.29 亿元、2.00 亿元和 0.71 亿元；截至同期末，上述三个项目分别已投资 6.01 亿元、5.35 亿元和 2.26 亿元。

该公司于 2019 年 11 月发行了 8.00 亿元的企业债券（即“19 嵊州债 02”），期限为 7 年，发行利率为 5.18%，附本金提前偿付条款，2022-2026 年分别按照发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。债券募集资金中 1.75 亿元用于补充公司营运资金，6.25 亿元投向嵊州市城北区块安置房工程、嵊州市城东区块安置房工程、嵊州市工业水厂及管网工程的建设。截至 2022 年 3 月末，募集资金已使用 3.02 亿元，1.75 亿元用于补充营运资金，1.27 亿元投向嵊州市城北区块安置房工程、嵊州市城东区块安置房工程、嵊州市工业水厂及管网工程的建设。

截至 2022 年 6 月 15 日，该公司待偿还境内债券本金合计 156.80 亿元，其中公司本部和子公司嵊州南投分别为 98.80 亿元和 58.00 亿元，境外债待偿本金 1.43 亿美元，目前本息兑付情况正常。

图表 1. 公司存续期债券概况

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
嵊州城投	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

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
嵊州城投	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
	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
	19 嵊南 01	2019-09-10	7.60	6.60	7.60	2026-09-11
	20 嵊南 01	2020-01-08	9.40	6.00	9.40	2027-01-10
嵊州南投	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

资料来源：wind（截止 2022 年 6 月 15 日）

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，全国各地区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继续保持。

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，业务模式调整和市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对高债务地区、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，补全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2. 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3. 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

城市	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
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%，占规模以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4. 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，该公司仍为嵊州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体。2020年主要受益于土地出让和房屋销售业务规模的提升，公司营业收入有所提升。目前公司投入仍主要集中于基础设施建设项目，在建和拟建项目规模较大，但资金回笼滞后，公司将持续面临投融资压力。

作为嵊州市基础设施建设和国有资产运营主体，该公司主要在嵊州市范围内从事城市基础设施建设、安置房销售、供排水业务及国有资产运营等业务。跟踪期内，公司营业收入构成仍主要包括以基础设施建设及土地整理为主的政府性业务、供排水等准公益性业务和以商品销售、工程施工、房屋销售为主的经营性业务。

2021年，主要受益于土地出让和房屋销售业务规模的提升，该公司营业收入较上年增长61.87%至17.87亿元。其中土地出让仍是第一大收入来源，占比为33.05%；随着政府此前划入的保障房陆续结转成本，房屋销售业务收入大幅增长，占比为13.44%；主要因部分商品采用净额法确认收入，商品销售业务规模大幅缩减。同期公司综合毛利率为22.48%，受收入结构调整影响，较上年末下降1.31个百分点。

图表5. 近两年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务种类	2020年			2021年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
受托代建	-	-	-	1.05	5.87	16.67
土地出让	2.72	24.67	16.67	5.91	33.05	16.67
工程施工	1.85	16.79	28.59	2.56	14.33	22.08
供排水	1.20	10.89	29.90	1.39	7.77	22.96
房屋销售	0.59	5.32	2.57	2.40	13.44	17.09
食品销售	0.80	7.20	17.47	1.15	6.43	16.43
商品销售	2.12	19.18	0.35	0.45	2.54	7.32
物业出租	1.12	10.15	85.40	1.18	6.62	85.44
其他	0.64	5.81	25.77	2.83	15.82	17.90
合计	11.04	100.00	23.79	17.87	100.00	22.48

资料来源：嵊州城投

(1) 基础设施建设业务

跟踪期内，该公司基础设施工程类业务主要负责老城区、乡镇项目外和高铁新城建设。但基建业务模式未有改变，承接的基建项目仍主要采用代建模式运营，公司按照嵊州市政府的规划，进行嵊州市内的市政配套工程建设，建设资金由公司通过自有资金、外部融资等渠道自行筹措，待项目结算后公司确认收入并结转成本。此外，为支持公司项目建设，嵊州市政府以项目专项资金拨付及财政拨款等形式提供资金支持，截至2021年末，公司已累计获得财政拨款约75亿元，并尚有基础设施建设工程专项资金12.93亿元可投入项目（计入“专项应付款”）。公司基建项目受政府结算进度影响较大，2021年实现收入1.05亿元，主要来源于环城南路改造工程、南六路市政工程和南马路工程。

目前该公司主要推进建设市湛头滞洪区改造工程、嵊州市鹿山街道棚户区改造（小碑村拆迁）、城南城中村改造、高铁工程等项目，主要在建项目计划总投资 200.35 亿元，截至 2021 年已完成投资 136.80 亿元，后续仍需投资 42.61 亿元。公司还规划开工嵊州市白莲堂未来社区等，计划总投资 31.23 亿元，总体投资规模较大。其中嵊州市白莲堂未来社区用地面积 22.14 公顷，建筑面积 44.6 万平方米（包括改造建筑面积），位于城中路、官河路、医院路、北直街范围，资金安排尚未明确。随着承接项目的持续投入建设，公司将面临较大的资金压力。

图表 6. 截至 2021 年末公司主要在建及拟建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	计划总投资	已完成投资
市湛头滞洪区改造工程	2016.12-2022.10	12.88	10.95
嵊州市鹿山街道棚户区改造（小碑村拆迁）项目	2016.12-2021.6	12.00	14.34
嵊州市老城区道路提升改造工程	2017.6-2022.6	7.89	3.13
嵊州大道提升改造工程	2017.10-2022.10	3.07	2.72
嵊州市长泰东路提升改造工程	2020.10-2022.05	3.86	3.88
嵊州市鹿山街道棚户区改造（中央宅）项目	2020.10-2023.05	5.20	3.65
嵊州市剡湖街道棚户区改造（璇泽墅）项目	2019.08-2022.12	3.54	1.64
城中村改造工程	2013.12--	69.22	69.22
高铁工程项目	2019.12-2022.12	13.44	14.33
地下综合管廊工程（供电基础设施工程）	2018.4-2021.12	4.16	2.90
停车场工程	2018.5-2022.12	29.58	9.70
嵊州市三溪水库工程	2021.9-2027.12	35.51	0.34
在建项目小计	--	200.35	136.80
嵊州市白莲堂未来社区	2021.7-2024.12	31.23	--
拟建项目小计	--	31.23	--
合 计	--	231.58	--

资料来源：嵊州城投

(2) 土地出让业务

该公司原负责嵊州市区范围内的部分土地开发整理，但后期由于市政府将土地拆迁等城中村改造工作统一分配至嵊州市国有资产经营管理有限公司¹开展，因此公司近年来土地开发业务规模较小。2021 年，公司出让 1 宗总面积 6.11 万平方米位于小碑区块的土地，实现土地出让收入 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约 91 亿元，其中有 6 宗土地暂未办理权证，账面价值约 12 亿元；存货中通过招拍挂及外购取得土地账面价值约 103 亿元，通过政府注入取得的土地账面价值约 0.5 亿元。此外，公司无形资产中有土地使用权 2.89 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。

¹ 嵊州市国有资产经营管理有限公司成立于 2008 年，股东为嵊州市财政局，注册资本为 1.00 亿元。

(3) 经营性业务

跟踪期内，该公司房产销售业务规模有所提升，可售房产主要为原自主开发的静湖雅苑安置房及政府划拨获得的保障房及商铺。2021年，公司实现房屋销售收入2.40亿元，毛利率为17.09%，主要包括保障房拍卖以及静湖雅苑销售收入。此外，公司还负责嵊州市城北区块安置房工程和嵊州市城东区块安置房工程的建设，计划总投资为13.79亿元，截至2021年末已投资11.36亿元，规划未来通过对外销售回笼资金。

跟踪期内，该公司供排水业务仍主要依托子公司嵊州市水务集团有限公司（简称“水务公司”）开展供水和污水处理。截至2021年末，公司拥有多座自来水厂，供水管网长度为987公里；污水处理厂2座，排水管网长度为75.50公里，污水日处理能力达22.5万吨。2021年，公司实现供排水业务收入1.39亿元，毛利率为22.96%。

跟踪期内，该公司商品销售业务仍主要由公司本部开展，销售模式基本采用现款现货的方式，主要销售商品为热轧卷、冷轧卷和金属硅等，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，主要因部分商品采用净额法核算，公司实现商品销售收入0.45亿元，同比大幅下降78.55%；同期业务毛利率为7.32%，较上年增长6.97个百分点。

跟踪期内，该公司工程施工业务仍主要由子公司嵊州市恒信市政建设养护有限公司、嵊州市大地园林绿化工程有限公司和水务公司下属嵊州市水联管道承装有限公司负责。2021年，公司实现工程施工业务收入2.56亿元，受工程结算进度影响同比上升38.13%；毛利率较上年下降6.51个百分点至22.08%，受当年项目结算毛利较高影响有所提升。

跟踪期内，该公司出租的物业仍主要为政府2019年以来划入的大量房产，2021年初公司签订补充协议，在原租金基础上涨8%。主要受此影响，2021年公司物业出租收入小幅上升5.60%至1.18亿元；同期业务毛利率为85.44%，基本与上年持平。此外公司还承建了嵊州市农副产品物流中心项目，该项目规划总投资为11.20亿元，截至2021年末已完工。

此外，该公司经营业务还涉及工程施工和食品销售等，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2021年以来持续发展，总体收入保持增长态势；食品销售业务由子公司嵊州市益嘉配送有限公司负责，主要为学校、政府机关等食堂进行粮油配送，2021年实现食品销售收入1.15亿元，毛利率为16.43%。

管理

跟踪期内，该公司实际控制人仍为嵊州市财政局，法人治理结构、组织架构和管理制度等方面基本保持稳定。

跟踪期内，该公司仍由嵊州市投资控股有限公司（简称“嵊州投控”）全资控股，实际控制人仍为嵊州市财政局。2021年4月，因任期到期，公司免去马晓洲董事长职务，任命邢良军担任公司董事长、法定代表人和总经理职务。此外，公司运作总体平稳，组织架构和管理制度等方面未有重大变化。

根据该公司本部提供 2022 年 6 月 1 日《企业信用报告》，公司本部未结清贷款中均为正常类贷款；已结清贷款中有 17 笔关注类贷款，根据各银行分别出具的说明文件，公司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。

根据 2022 年 6 月 16 日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，公司本部无异常情况。

财务

跟踪期内，该公司刚性债务持续大幅增长，负债规模快速扩张，短期支付压力明显增大；得益于政府持续注入资金、股权和实物资产，公司资本实力不断增厚，负债经营程度仍处于可控水平。公司资产仍主要集中于项目开发成本、外部占款和土地房产等，资产流动性欠佳。公司盈利对公允价值变动收益和政府补助依赖较大，盈利稳定性有待提升。此外，公司对外担保规模较大且较为集中，存在一定的或有风险。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所对该公司 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。2021 年公司根据财政部企业会计准则修订文件进行了相应调整，执行新收入准则、新金融工具准则、新租赁准则等，并依据新准则对相应会计政策进行变更；受此影响，部分财务入账科目进行重分类和重新计量，在报告期内无重大影响。

2021 年，嵊州市政府将 8 家公司无偿划入该公司，同时公司新设立 2 家子公司，并无偿划出 1 家子公司。其中嵊州市甘霖现代农业发展有限公司、嵊州市甘霖城镇建设投资有限公司、嵊州市甘霖污水处理有限公司、嵊州市海劳劳动保障事务代理有限公司、嵊州市海纳劳动保障事务代理有限公司、嵊州市顺安安全生产服务有限公司和嵊州市方正质量技术咨询有限公司 7 家公司均为非同一控制下企业合并，嵊州市城市改造投资有限公司为同一控制下企业合并；同期公司新设嵊州市剡溪水资源开发有限公司（实际持股 80%）及嵊州市城南农贸市场管理有限公司；无偿转出子公司江苏库弗消防工程有限公司。截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共有 68 家，其中直接持股 25 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，该公司仍主要依赖外部融资弥补资金缺口，负债规模快速扩张。2021 年末，公司负债总额同比增长 28.92% 至 422.22 亿元，资产负债率为 53.92%，较上年末下降 1.13 个百分点。随着大量外部长期融资款到位，公司债务期限结构趋于长期，2021

年末，公司流动负债占负债总额为 34.13%，较上年下降 5.34 个百分点，长短期债务比为 140.87%，较上年末上升 31.84 个百分点。

跟踪期内，该公司负债仍主要由刚性债务、其他应付款和专项应付款构成，2021 年末分别占负债总额的 78.04%、16.34% 和 3.06%。其中其他应付款主要系公司与股东及其子公司的往来款，主要因与股东嵊州投控的往来款有所增长，其他应付款较上年末增长 7.98% 至 68.99 亿元，年末主要包括应付股东嵊州投控 34.66 亿元、嵊州市现代农业园区建设有限公司 6.70 亿元、嵊州市水利水电局 2.05 亿元、嵊州市甘霖镇财政管理小组 1.62 亿元和嵊州市城南城中村改造有限公司 1.45 亿元等。公司专项应付款系基建项目专项拨款，主要因收到城市基础设施工程拨款，较上年末上升 29.71% 至 12.93 亿元。

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续扩张，短期刚性债务规模快速攀升，即期支付压力不断增大。2021 年末，公司刚性债务较上年末大幅增长 17.29% 至 329.48 亿元；其中短期刚性债务为 99.65 亿元，同比增长 17.29%，占刚性债务比重为 30.25%。公司刚性债务主要由银行借款、应付债券和其他借款，期末占比分别为 47.58%、38.57% 和 13.85%。其中银行借款期末余额 152.87 亿元，借款利率区间主要在 4.00%-7.90%；借款性质以保证借款为主，担保借款占比在 79% 以上，担保方主要包括股东嵊州投控、公司本部及子公司嵊州南投等。应付债券期末余额为 123.92 亿元，主要为发行的私募产品和企业债，发行利率主要在 4.48%-5.27%。其他借款期末融资余额为 44.51 亿元，主要为信托借款、融资租赁借款、其他金融机构借款及企业借款等（计入“短期借款”、“长期借款”、“长期应付款”和“其他流动负债”），利率区间主要在 5.00%-8.95%。

跟踪期内，该公司仍主要为嵊州市属企业提供担保，担保对象大多系股东嵊州投控下属子公司。截至 2021 年末，公司对外担保余额为 62.65 亿元，担保比率为 17.36%，其中公司为嵊州市交通发展有限公司（简称“嵊州交发”）、嵊州投控和嵊州市经济开发区艇湖新兴产业园建设有限公司分别提供担保 24.44 亿元、7.83 亿元和 7.67 亿元，占期末总担保余额的比重分别为 39.00%、12.50% 和 12.24%。公司对外担保整体规模较大，且较为集中，存在一定的或有损失风险。

（2）现金流分析

该公司经营环节的现金主要反映基础设施代建资金回笼、经营性业务收支、土地资产购置、政府补贴收入以及往来款的流转。2021 年公司营业收入现金率为 99.94%，较下降 16.38 个百分点，主业收现总体水平尚可。2021 年公司购地支出较少，资金缺口明显缩减，经营活动产生的现金流量净额为 6.27 亿元。公司投资性现金流主要反映了公司基建项目投入以及部分股权投资，2021 年公司投建力度仍较大，当年投资环节现金净流出 44.26 亿元。同期公司仍主要通过金融机构融资、发行债券及财政拨款等形式弥补资金缺口，2021 年筹资活动产生的现金流量净额为 58.76 亿元，同比下降 61.22%。

（3）资产质量分析

跟踪期内，受益于政府持续注入资产、股权以及获得股东增资款，该公司资本实力迅速增强，2021 年末公司所有者权益同比上升 34.95% 至 360.86 亿元，主要由实收资本、资本公积、未分配利润和其他综合收益构成。公司实收资本保持稳定，年末仍为 3.00 亿元。主要因股东增资、政府注入国有企业股权、水库等国有资产，加之财政拨款，2021

年末资本公积同比增长 29.70%至 325.99 亿元，也是权益增量的主要来源，年末主要包括股东投入资本 42.13 亿元、财政拨款 75.31 亿元、资产划拨 122.89 亿元和联营企业股权 13.15 亿元等。其他综合收益系部分土地使用权和房产变更用途转入投资性房地产时公允价值大于原账面价值部分计入形成，较上年末增长 17.13%至 6.23 亿元。

跟踪期内，主要随着项目的推进，该公司资产规模有所扩大，2021 年末为 780.08 亿元，同比上升 31.63%。从资产结构看，仍主要以非流动资产为主，同期末非流动资产占总资产的比重为 65.87%，较上年末上升 5.34 个百分点。

该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2021 年末占资产总额的比重分别为 8.79%、8.88% 和 15.91%。其中 2021 年末货币资金较上年末增长 18.11% 至 68.84 亿元，可动用资金 51.32 亿元。其他应收款主要为公司与嵊州市当地企事业单位之间的往来款，2021 年末余额 69.51 亿元，主要包括应收嵊州投控 6.78 亿元、嵊州市经济开发区东方投资有限公司 2.00 亿元、嵊州交发 2.00 亿元、嵊州市经济开发区投资有限公司 1.50 亿元和嵊州市经济开发区艇湖新兴产业园建设有限公司 1.30 亿元等。存货因招拍挂购入土地，较上年末增长 4.57% 至 124.60 亿元，主要包括开发成本 122.89 亿元等。

该公司非流动资产主要包括投资性房地产、在建工程、固定资产、无形资产和其他非流动资产，2021 年末占资产总额的比重分别为 12.22%、22.53%、12.33%、2.27% 和 15.68%。其中主要因收到政府划拨资产 3.69 亿元，同时部分房产变更用途由在建工程转入 2.31 亿元及公允价值变动 3.71 亿元，年末投资性房地产增长 10.10% 至 95.68 亿元。主要由于收到政府划拨的水库资产，固定资产较上年末大幅增长 399.98% 至 96.53 亿元，年末主要包括房屋建筑物 3.27 亿元、管网资产 8.41 亿元及水库资产 83.79 亿元等。此外，公司无形资产年末余额 17.75 亿元，基本与上年持平，主要包括河道砂石资源开采权 10.67 亿元、广告位经营权 2.93 亿元、土地使用权 2.88 亿元和停车场收益权 0.96 亿元等。在建工程主要系公司基建项目成本，随着项目持续投入较上年末增长 44.77% 至 176.43 亿元。其他非流动资产主要系公司已建设完工但暂未结算的基建项目，年末增长 14.91% 至 122.81 亿元。

(4) 流动性/短期因素

2021 年末，该公司流动比率为 152.46%，账面流动指标尚可，但公司流动资产中往来占款及土地资产占比较高，资产变现能力一般。2021 年末，公司现金比率分别为 39.27%，账面可动用货币资金对流动负债的覆盖度较低；同期末短期刚性债务现金覆盖率为 69.08%，公司存在一定的即期债务偿付压力。

2021 年末，该公司受限资产合计 51.52 亿元，占总资产的比重为 6.58%。公司目前受限资产主要为货币资金中用于质押借款的存单、存货和投资性房地产中用于抵押借款的土地和房产。

图表 7. 截至 2021 年末公司受限资产情况（单位：万元）

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	17.52	25.45	借款质押、保证金
存货	15.37	12.34	借款抵押、对外担保抵押
投资性房地产	16.66	17.42	借款抵押
固定资产	0.18	0.19	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
无形资产	1.78	10.01	借款抵押
合计	51.52	--	--

资料来源：嵊州城投

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司盈利主要来源于营业毛利、政府补助和公允价值变动净收益，但期间费用侵蚀较大。2021年，公司实现营业毛利4.02亿元，同比上升52.98%，主要由于房屋销售业务规模的扩大，同年物业租赁、工程施工、土地出让和房屋销售业务毛利占比分别为25.16%、14.07%、24.50%和10.22%。公司期间费用以管理费用和销售费用为主，2021年同比上升88.49%至8.74亿元，仍对盈利侵蚀较大；其中管理费用因合并范围变动而上升41.02%至1.88亿元；由于公司大部分利息支出资本化处理，且部分利息支出被财政贴息冲减，财务费用规模相对较小，未能反映公司实际利息支出，但2021年以来外部融资款规模大幅增长，同期财务费用同比上升88.49%至8.74亿元。2021年，公司获得政府补助5.15亿元，同比大幅上升231.36%；因房产公允价值变动产生净收益2.50亿元；同期公司实现净利润1.96亿元，同比微降0.77%，总资产报酬率为1.45%，较上年末上升0.18个百分点，资产获利能力仍较为有限。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍为嵊州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，2021年公司营业收入较上年增长61.87%至17.87亿元；同期公司获政府注入资金、资产、国有企业股权等，资本实力持续增厚，2021年末所有者权益同比上升34.95%至360.86亿元，

2. 外部支持因素

作为嵊州市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，该公司在区域内地位较为突出，可得到嵊州市政府在业务和资金等方面的支持。2021年公司获得了政府注资以及大规模的实物资产和股权资产注入，资本实力持续增强；同期公司持续获得政府补贴，2021年政府补助为5.15亿元。

该公司具有良好的银行信用，已与多家银行建立了良好的、长期的合作关系。截至2021年末，公司已获得授信额度204.62亿元，未使用额度46.75亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

根据绍兴市城市建设投资集团有限公司（简称“绍兴城投”）出具的担保函，绍兴城投承诺对 19 嵊州债 01 及 19 嵊州债 02 的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券的续存期及债券到期之日起二年。

绍兴城投成立于 1999 年 11 月，由绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“绍兴市国资委”）的前身绍兴市国有资本管理局出资组建，2011 年 5 月更为现名。经多次增资，截至 2021 年末，绍兴城投的注册资本与实收资本均为 33.00 亿元，绍兴市国资委持股比例为 100.00%，实际控制人为绍兴市人民政府。

绍兴城投作为绍兴市国资委直属的国有独资企业，是绍兴市重大基础设施建设主体以及重要的国有资产运营主体。截至 2021 年末，绍兴城投合并口径资产总额 653.39 亿元，净资产为 258.42 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 199.38 亿元）。绍兴城投负责绍兴市城市基础设施建设和土地整理工作，同时燃气业务在绍兴市具有垄断优势，有色金属业务在浙江省处于龙头地位，为绍兴城投提供较为稳定的经营性现金流。总体来看，绍兴城投经营性业务范围较为多元且具有较强的竞争力，营业收入逐年增长，收入稳定性较强。2021 年绍兴城投营业收入为 94.13 亿元，净利润为 2.35 亿元。2021 年，绍兴城投经营性现金流净额为 25.16 亿元。

绍兴城投作为绍兴市重大基础设施建设主体以及重要的国有资产运营主体，股东支持力度较高，在项目建设、资产划转与财政补贴等方面持续获得较大支持。绍兴市国资委通过国资无偿划转的方式向绍兴城投划入国有企业股权，经营性业务规模较高；同时绍兴市政府持续对绍兴城投进行财政补贴，2021 年财政补贴金额为 18.59 亿元。

整体来看，绍兴城投提供的担保进一步增强了 19 嵊州债 01 及 19 嵊州债 02 偿付的安全性。

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。

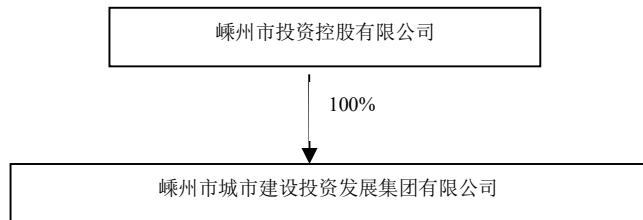
跟踪期内，该公司仍为嵊州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体。2020 年主要受益于土地出让和房屋销售业务规模的提升，公司营业收入有所提升。目前公司投入仍主要集中于基础设施建设项目，在建和拟建项目规模较大，但资金回笼滞后，公司将持续面临投融资压力。

跟踪期内，该公司刚性债务持续大幅增长，负债规模快速扩张，短期支付压力明显增大；得益于政府持续注入资金、股权和实物资产，公司资本实力不断增厚，负债经营程度仍处于可控水平。公司资产仍主要集中于项目开发成本、外部占款和土地房产等，资产流动性欠佳。公司盈利对公允价值变动收益和政府补助依赖较大，盈利稳定性有待提升。此外，公司对外担保规模较大且较为集中，存在一定的或有风险。

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）该公司基建项目结算、资金回笼情况；（3）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）公司经营性业务运营情况；（5）公司融资及债务偿付情况；（6）对外担保风险；（7）担保方信用质量变化情况。

附录一：

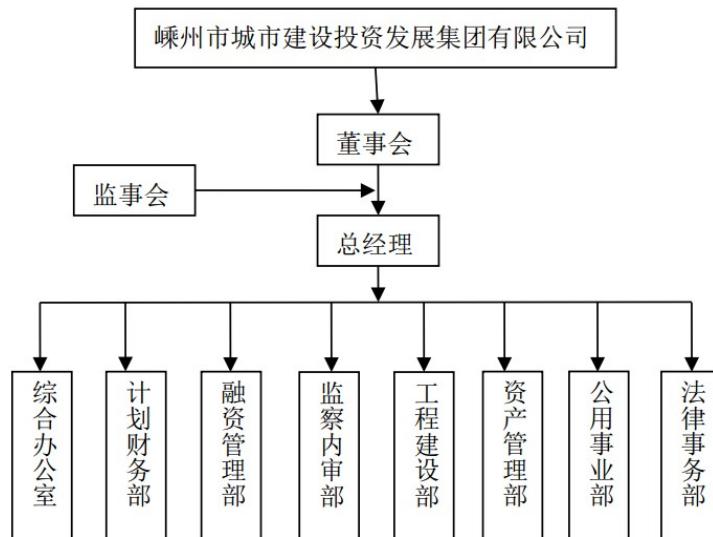
公司股权结构图



注：根据嵊州城投提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据嵊州城投提供的资料绘制（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)	
嵊州市城市建设投资发展集团有限公司	嵊州城投	--	城市基础设施项目建设、保障房开发等	135.86	189.07	7.57	1.30	-10.12	本部
嵊州市城南建设投资有限公司	嵊州南投	100.00	城市基础设施项目建设等	86.69	118.15	2.50	0.77	2.51	合并口径
嵊州市水务投资发展集团有限公司	嵊州水投	100.00	集中式供水，管道安装、维修等	50.04	132.56	2.86	0.55	7.44	--
嵊州市商旅投资发展集团有限公司	嵊州商旅投	100.00	旅游；市场开发	34.42	31.76	1.75	0.32	4.04	--
嵊州市剡溪新农村建设有限公司	剡溪新农村	100.00	城乡新农村基础设施建设等	4.80	10.21	--	-0.38	-2.39	--

注：根据嵊州城投提供资料整理

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]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 [亿元]	419.34	594.92	783.08
货币资金 [亿元]	18.76	58.29	68.84
刚性债务[亿元]	123.09	242.43	329.48
所有者权益 [亿元]	213.15	267.41	360.86
营业收入[亿元]	8.43	11.04	17.87
净利润 [亿元]	1.64	1.98	1.96
EBITDA[亿元]	4.55	7.33	11.29
经营性现金净流入量[亿元]	-31.92	-67.56	-6.27
投资性现金净流入量[亿元]	-45.98	-54.94	-44.26
资产负债率[%]	49.17	55.05	53.92
长短期债务比[%]	105.28	109.03	140.87
权益资本与刚性债务比率[%]	173.17	110.30	109.52
流动比率[%]	121.30	149.87	152.46
速动比率[%]	70.05	73.29	81.28
现金比率[%]	18.67	37.20	39.27
短期刚性债务现金覆盖 rate[%]	54.39	68.60	69.08
利息保障倍数[倍]	0.60	0.61	0.63
有形净值债务率[%]	102.93	131.45	123.32
担保比率[%]	15.54	20.59	17.36
毛利率[%]	18.24	23.79	22.48
营业利润率[%]	25.23	29.88	15.28
总资产报酬率[%]	1.33	1.27	1.45
净资产收益率[%]	1.11	0.82	0.62
净资产收益率*[%]	0.99	0.85	0.66
营业收入现金率[%]	107.13	116.32	99.94
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-43.66	-52.55	-3.78
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-35.14	-36.97	-2.19
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-106.55	-95.28	-30.44
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-85.77	-67.03	-17.67
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	0.69	0.72
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	0.04

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

附录五：

担保方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]	536.32	545.10	653.39
货币资金 [亿元]	47.22	25.98	54.54
刚性债务[亿元]	253.26	248.88	288.71
所有者权益 [亿元]	229.94	227.41	258.42
营业收入[亿元]	85.83	73.98	94.13
净利润 [亿元]	2.12	2.45	2.35
EBITDA[亿元]	25.25	25.68	3.52
经营性现金净流入量[亿元]	9.53	13.14	25.16
投资性现金净流入量[亿元]	-46.80	-33.51	-51.55
资产负债率[%]	57.13	58.28	60.45
长短期债务比[%]	277.56	125.87	150.78
权益资本与刚性债务比率[%]	90.79	91.37	89.51
流动比率[%]	253.83	135.79	143.73
速动比率[%]	92.38	52.47	68.64
现金比率[%]	59.24	19.01	34.63
短期刚性债务现金覆盖 rate[%]	129.27	31.29	72.96
利息保障倍数[倍]	1.26	1.30	—
有形净值债务率[%]	143.73	151.65	166.18
担保比率[%]	36.90	29.25	24.44
毛利率[%]	10.70	13.70	12.40
营业利润率[%]	3.70	7.79	4.94
总资产报酬率[%]	2.77	2.97	0.59
净资产收益率[%]	0.92	1.07	0.97
净资产收益率*[%]	1.13	0.86	0.94
营业收入现金率[%]	96.19	126.88	109.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.93	11.84	16.88
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.52	5.23	9.36
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.89	-18.38	-17.70
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.78	-8.12	-9.82
EBITDA/利息支出[倍]	2.06	2.09	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.01

注：表中数据依据绍兴城投经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算。

附录六：

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	7
		盈利能力	3
		公司治理	10
	财务风险	财务政策风险	10
		会计政策与质量	10
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	9
		流动性	9
	个体风险状况		6
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		6
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

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	2019年7月19日	AA/稳定	周晓庆、邬羽佳	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
	前次评级	2021年6月30日	AA/稳定	徐丽、邹媛	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29日	AA/稳定	徐丽、李凯琪	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)	-
19嵊州债01	历史首次评级	2019年7月19日	AA ⁺	周晓庆、邬羽佳	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
	前次评级	2021年6月30日	AA ⁺	徐丽、邹媛	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29日	AA ⁺	徐丽、李凯琪	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)	-
19嵊州债02	历史首次评级	2019年10月8日	AA ⁺	周晓庆、贾梦	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30日	AA ⁺	徐丽、邹媛	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)	报告链接

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
	本次评级	2022年6月29日	AA ⁺	徐丽、李凯琪	公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8） 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。

附录八：

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+其他长期债务
 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

附录九：

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，并非是某种决策的结论、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、出售或以任何方式外传。

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。