

**2022 年第一期嵊州市城南建设投资有限公司**

**公司债券**

**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]101070】

**评级对象: 2022年第一期嵊州市城南建设投资有限公司公司债券**

主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪: AA	稳定	AA <sup>+</sup>	2022年6月29日
首次评级: AA	稳定	AA <sup>+</sup>	2021年8月12日

### 主要财务数据

项目	2019年	2020年	2021年
<b>金额单位: 人民币亿元</b>			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	2.81	5.47	11.69
刚性债务	16.91	46.86	62.93
所有者权益	62.45	81.90	118.32
经营性现金净流入量	-7.39	-10.29	11.20
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	116.82	172.69	240.94
总负债	54.37	90.73	122.79
刚性债务	16.50	49.08	86.69
所有者权益	62.45	81.95	118.15
营业收入	0.90	0.91	2.50
净利润	0.52	0.55	0.77
经营性现金净流入量	-7.27	-11.63	2.51
EBITDA	0.52	0.80	1.04
资产负债率[%]	46.54	52.54	50.96
长短期债务比[%]	30.55	78.31	151.84
营业利润率[%]	57.14	77.63	33.15
短期刚性债务现金覆盖率[%]	70.02	57.93	127.56
营业收入现金率[%]	105.88	94.30	84.38
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-226.26	-134.86	-27.25
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.36	0.26
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.02	0.02
<b>担保方数据:</b>			
所有者权益	304.14	433.57	536.79
权益资本与刚性债务余额比率[%]	82.72	75.56	71.43
担保比率[%]	28.57	18.58	12.54

注: 发行人数据根据嵊州南投经审计的2019-2021年的财务数据整理、计算; 担保人数据根据嵊州投控经审计的2019-2021年的财务数据整理、计算。

### 分析师

徐丽 xuli@shxsj.com  
 李艳晶 liyj@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)对嵊州市城南建设投资有限公司(简称“嵊州南投”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的22嵊南债01的跟踪评级反映了2021年以来嵊州南投在外部环境、政府支持及资本实力等方面保持优势,同时也反映了公司在收入盈利稳定性、债务负担、资金周转、资产流动性、外部占款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,为嵊州南投业务开展提供了良好的外部环境。
- 政府支持力度大。**作为城南新区重要的基础设施建设主体,嵊州南投可持续获得政府在项目资源、财政拨款、增资等多方面的支持。
- 资本实力不断增强。**跟踪期内,公司获得政府和股东注入资金及股权,权益资本不断增厚,资本实力进一步增强。
- 担保增信。**嵊州市投资控股有限公司为22嵊南债01提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保,为债券偿付提供了有效的保障。

#### 主要风险:

- 经营收入及盈利稳定性欠佳。**嵊州南投收入来源变动较大,且非经常性损益对盈利影响较大,经营收入及盈利稳定性有待增强。
- 债务负担加重。**跟踪期内,嵊州南投融资力度不断加大,刚性债务规模增长较快,偿债压力明显增大。
- 资金周转压力。**嵊州南投基建项目垫资款项较大,结算进度滞后,且自营项目未来收益

存在不确定性，持续面临资金周转压力。

- 资产流动性欠佳。跟踪期内，嵊州南投资产仍主要集中于项目投入、外部占款和土地资产等，资产流动性欠佳。
- 外部占款回收风险。嵊州南投部分款项被当地企事业单位占用，存在一定的资金回收风险。
- 对外担保风险。跟踪期内，嵊州南投对外担保规模仍较大，主要对象为嵊州市属企业，不利于财务风险的控制。

### ➤ 未来展望

通过对嵊州南投及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 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，并维持本期债券 AA<sup>+</sup>信用等级。



## 2022年第一期嵊州市城南建设投资有限公司公司债券

## 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2022 年第一期嵊州市城南建设投资有限公司公司债券（简称“22 嵊南债 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。

该公司于 2022 年 3 月公开发行了 9 亿元的企业债券（即“22 嵊南债 01”），期限为 7 年，票面利率为 4.25%，由嵊州市投资控股有限公司（简称“嵊州投控”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其中 7 亿元用于嵊州市高铁新城综合管廊建设项目（简称“高铁新城综合管廊项目”），2 亿元用于补充公司营运资金。截至 2022 年 5 月末，募集资金已使用 0.90 亿元，均用于补充公司营运资金。截至 2021 年末，高铁新城综合管廊项目已投资 2.90 亿元。

2019 年以来该公司发行了多期私募债券，截至 2022 年 6 月 15 日，公司存续期债券本金余额为 50.00 亿元，均由嵊州投控提供担保或差额补偿，已发行债券本息兑付情况正常。

图表 1. 公司存续期债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
19 嵊南 01	7.60	7 (3+2+2)	6.60	2019 年 9 月	正常
20 嵊南 01	9.40	7 (3+2+2)	6.00	2020 年 1 月	正常
20 嵊南 02	4.40	3	4.90	2020 年 10 月	正常
21 嵊南 01	8.60	3	4.75	2021 年 4 月	正常
21 嵊州城南 PPN001	5.00	5 (3+2)	4.60	2021 年 6 月	尚未进入付息期
21 嵊州城南 PPN002	6.00	3	6.00	2021 年 12 月	尚未进入付息期
22 嵊南债 01	9.00	7 (5+2)	9.00	2022 年 3 月	尚未进入付息期

资料来源：WIND（截至 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。

## （1）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。

## （2）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
<b>嵊州市</b>	<b>589.15</b>	<b>6.3</b>	<b>601.27</b>	<b>2.7</b>	<b>658.39</b>	<b>7.2</b>
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，受房地产持续调控政策影响，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

**原城南新区定位于嵊州新昌城市组团的核心区域，随着 2020 年政府规划调整而分别划至嵊州市经济开发区及高铁新城，城南新区管委会相应撤销，需关注后续管理体制调整及高铁周边开发对区域发展的推动作用。**

原城南新区（原三江街道）位于嵊州市老城区南部，南面与新昌县接壤，处于“嵊新组合城市核心区”的中间区域。新区成立于 2004 年，由城南新区管委会管理。2009 年 8 月，市委、市政府对城南新区管委会和三江街道进行了管理体制调整，实行“两块牌子，一套班子”，机构、人员实施“一体化”管理，城南新区管委会管理新区的规划编制、开发建设、经济发展、社会管理等事务；新区建设范围从原来的 6.26 平方公里扩大至 28.62 平方公里。2011 年 6 月，城南建管委和三江街道合并更名为“城南新区管委会(三江街道)”，同时将原属市场总公司管理的领带工业园区划归新区属地管理。

2020 年 5 月，随着嵊州市区域规划调整，将原城南新区分别划至嵊州市经济开发区（简称“开发区”）和高铁新城。根据《中共嵊州市委、嵊州市人民政府关于调整完善嵊州经济开发区管理体制机制的实施意见》（嵊市委发[2020]22 号）和《中共嵊州市委、嵊州市人民政府关于调整完善嵊州市高铁新城管理体制机制的实施意见》（嵊市委发[2020]23 号）文件，整合后开发区进一步扩容，核心区域范围包括原经济开发区（浦口街道）、三江街道（不包括高铁新城管委会管理的区域）和剡湖街道城北工业区，约 28 平方公里；原嵊州市城南建设管理委员会（三江街道）规划的高铁新城核心区域则与鹿

山街道丽湖区域、小砦区域，甘霖镇越剧小镇区域共同构成了嵊州市高铁新城（简称“高铁新城”）的核心区域范围，约 27 平方公里。在管理体制方面，撤销城南建管委，成立嵊州市高铁新城管理委员会，作为市政府派出机构，负责区域内城市开发、建设、管理工作；市领导兼任高铁新城党工委书记，三江街道办事处主任、甘霖镇镇长、鹿山街道办事处主任兼任高铁新城管委会副主任。截止 2021 年末，高铁新城管委会的领导人员及机构编制已基本到位，相关管理体制已基本完善。

根据嵊州市政府整体规划，下一步将做强做优以高铁新城为重点的高能级战略平台，更好地进行产城融合，提升城市功能品质。高铁嵊州站 2022 年初已通车运行，将较大程度提升高铁新城的交通便利性。同时，打造高水平建设创新载体，谋划建设高铁新城科创文化教育板块，启动高校引进工作。此外，加快高铁新城城市建设、加大招商引资力度、推进新兴产业项目落地、加快建设新型消费商圈、智慧商圈、高品位步行街，进一步完善其多层次的居住体系，促进人口聚集。

## 2. 业务运营

**跟踪期内，该公司仍是嵊州市重要的基础设施建设主体之一，主要负责高铁新城的开发建设。2021 年主要受益于代建项目结算，公司营业收入大幅提升，但公司营收构成年度间差异较大，收入及盈利稳定性欠佳。公司基建项目垫资款项较大，结算进度滞后，且自营项目未来收益存在不确定性，持续面临资金周转压力。**

跟踪期内，该公司仍是嵊州市重要的基础设施建设主体之一，主要负责高铁新城的开发建设，业务具有较强的区域专营性。公司主要负责区域内基础设施建设，此外公司还有部分房产销售、租赁等业务，总体营收规模有限。2021 年主要由于代建项目结算，以及房屋销售收入增长和新增油品销售收入，公司营业收入大幅提升，当年实现营业收入 2.50 亿元，主要来自于受托代建业务和房屋销售；同期公司综合毛利率为 20.32%，受收入结构变动影响，盈利能力有所下降。未来公司收入构成和规模、以及盈利能力仍将受项目投建、结算进度以及财政拨付安排等因素影响，收入及盈利稳定性欠佳。

**图表 5. 公司近年来业务收入及毛利情况（单位：万元，%）**

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	9014.45	100	9108.98	100.00	24976.48	100.00
受托代建业务	8950.66	99.29	--	--	10491.92	42.01
房屋销售	--	--	5875.29	64.50	9633.02	38.57
房产租赁	--	--	2373.32	26.05	2455.31	9.83
油品销售	--	--	--	--	2108.88	8.44
其他	63.79	0.71	860.38	9.45	287.36	1.15
<b>毛利率</b>	<b>9.49</b>		<b>37.16</b>		<b>20.32</b>	
受托代建业务	8.85		--		16.67	
房屋销售	--		2.57		3.20	
房产租赁	--		100.00		100.00	
油品销售	--		--		13.14	
其他	100		100.00		100.00	

资料来源：嵊州南投

### (1) 基础设施建设业务

该公司成立以来，主要根据嵊州市人民政府的年度计划，负责城南新区重点基础设施项目建设，主要涉及城中村改造、道路、桥梁的延伸改造、河道治理、绿化维护及配套基础设施建设等。随着嵊州市区域规划调整，公司成为高铁新城的开发主体，将重点推进高铁新城的开发建设。

该公司基础设施建设业务主要以代建模式开展，具体为：项目立项后，公司以自有资金或外部融资的方式筹集项目资金，通过公开招标的方式确定施工单位，并承担项目施工的监督工作。项目竣工验收后，由委托方对项目进行整体收购，收购总额以项目成本加成投资回报的方式确定。项目实际建设过程中，政府陆续以拨付专项款、注入资金及资产等方式给予公司支持，截至 2021 年末，公司已累计获得政府资金拨款约 48 亿元。

目前该公司已主要完成了嵊州市新悦路（嵊州大道-官河南路）改造工程等项目；截至 2021 年末，公司已完工未结算基础设施建设项目实际总投资约 29 亿元，部分完工项目尚余少量尾款待支付，实际投资额待竣工决算后仍有一定增长空间。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。

跟踪期内，该公司持续推进城中村改造工程等项目，并参与了部分高铁工程以及其他市政基建项目建设。截至 2021 年末，公司在开发项目主要包括城中村改造工程、高铁工程和地下综合管廊工程等项目，计划总投资 88.98 元，已完成投资 87.22 亿元。其中城中村改造项目是浙江省推进的重点项目工程，整体来看周期较长，公司每年根据省政府和绍兴市政府安排开展城中村改造工作，尚无确定的建设周期和总投资规模，截至 2021 年末，已投资 69.22 亿元；高铁工程项目亦主要由公司根据政府安排开展拆迁工作，无尚无确定的建设周期和总投资规模，截至 2021 年末，已投资 14.33 亿元。未来公司还规划建设嵊州奥迪 4S 店项目和嵊州上海大众新能源车 4S 店项目，预计总投资规模 2.00 亿元。

**图表 6. 截至 2021 年末公司主要在建和拟建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已完成投资	预计建设周期	开发模式
城中村改造工程	69.22	69.22	2013-至今	委托代建
高铁工程项目	14.33	14.33	2019-至今	委托代建
嵊州市青少年综合实践活动中心扩建工程	0.31	0.21	2019-2021	委托代建
地下综合管廊工程（供电基础设施工程）	4.16	2.90	2018-2021	委托代建
嵊州市上岛台地配套道路工程	0.21	0.17	2021-2021	委托代建
三江工业园区（C 区）市政工程（三期）	0.63	0.29	2021-2021	委托代建
嵊州市崇仁镇校教学楼建设工程	0.12	0.10	2021-2021	委托代建
<b>在建项目小计：</b>	<b>88.98</b>	<b>87.22</b>	--	--
嵊州奥迪 4S 店项目	1.00	--	2022-2023	委托代建
嵊州上海大众新能源车 4S 店项目	1.00	--	2022-2023	委托代建
<b>拟建项目小计：</b>	<b>2.00</b>	--	--	--
<b>合 计：</b>	<b>90.98</b>	<b>87.22</b>	--	--

资料来源：嵊州南投

此外，该公司还于 2018 年以自营模式开建了停车场项目，建设周期 3 年，规划建成后通过车位销售、车位停车费、配套商业用房出售、广告牌及充电桩收入等形式收回

投资。截至 2021 年末，公司自持的停车场项目计划总投资 29.58 亿元，已投资 9.70 亿元，建设进度较缓。总体来看，公司代建项目结算进度滞后、资金回笼较慢，自营项目投资回报存在不确定性，公司持续面临较大的资金平衡和项目运营压力。

## (2) 其他业务

跟踪期内，该公司还有房屋销售和租赁等业务，并新开展了油品销售业务。其中房屋销售业务受政府规划影响较大，收入稳定性和可持续性不足；油品销售业务或将成为公司新的营收增长点。此外，公司还有部分水电费收入，2021 年实现收入为 287.36 万元。

该公司销售的房产主要来自拆迁过程中征得的部分变规出售房屋以及 2019 年以来政府注入的 222 套保障房及 26 套配套商铺等，截至 2021 年末，公司账面已无可供出售的房产。2021 年，公司实现房屋销售收入 9633.02 万元，主要系政府注入的保障房公开拍卖产生；同期毛利率为 3.20%，因上述房产主要面向当地拆迁安置户定向销售，盈利能力有限。公司房产租赁收入主要由 2019 年以来政府新划入的房产对外出租产生，截至 2021 年末，公司房产账面价值为 21.73 亿元，主要为教育和医疗卫生用地。公司与嵊州市机关服务有限公司签订《房屋出租合同》，将其中 7 处建筑物打包出租，面积为 28.69 万平方米，租金按年收取，租金标准为 2379.76 万元/年，租期为 2020 年 1 月至 2022 年 12 月，2021 年初公司签订补充协议，在原租金基础上涨 8%。2021 年公司实现房屋出租收入 2455.31 万元，毛利率为 100.00%，主要因租赁房产采用公允价值未计提成本，毛利较高。

该公司 2019 年与浙江省石油股份有限公司、浙石油能源销售公司合资成立嵊州城南浙石油综合能源销售有限公司（简称“城南浙石油公司”），分别持股 49%、3% 和 48%，2020 年公司与上述其他股东签订一致行动人协议，将城南浙石油公司纳入合并范围，2021 年起合并范围新增油品销售收入。截至 2021 年末，公司拥有一座加油站，2021 年实现油品销售收入 2108.88 万元，毛利率为 13.14%。

## 管理

**跟踪期内，该公司产权结构、法人治理、组织架构及管理制度等方面基本保持稳定。**

跟踪期内，该公司控股股东仍为嵊州城投，实际控制人仍为嵊州市财政局，公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司法人治理、组织架构及管理制度等方面未发生重大变动。

根据该公司本部提供的 2021 年 6 月 16 日《企业基本信用报告》，公司本部无重大异常记录。根据 2022 年 6 月 22 日的国家工商总局、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，公司本部无重大异常情况。

## 财务

**跟踪期内，该公司融资力度持续加大，负债规模加速扩张，但受益于政府持续注入**

资金及资产，负债经营程度尚属可控；公司刚性债务规模增长较快，偿债压力明显增大。公司资产仍主要集中于项目投入、外部占款和土地资产等，资产流动性欠佳。此外，公司对外担保规模相对较大，且较为集中，不利于财务风险的控制。

## 1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）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。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、新金融工具准则及新租赁准则，并依据新准则对相应会计政策进行变更；受此影响，公司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。

跟踪期内，该公司新增 2 家子公司。其中嵊州市政府将嵊州市城市改造投资有限公司（简称“嵊州城改公司”）100%股权划转至公司，同时公司新设嵊州市城南农贸市场管理有限公司。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司共 6 家。

嵊州城改公司成立于 2004 年 2 月 18 日，划转至该公司前由嵊州投控全资控股，实际控制人为嵊州市国资委。嵊州城改公司主要负责全市范围内城中村改造房票结算，2021 年度总资产为 34.95 亿元，总负债为 20.77 亿元，所有者权益为 14.17 亿元；2021 年度，未实现营业收入，净利润实现 659.37 万元。

## 2. 公司偿债能力

### （1）债务分析

跟踪期内，随着项目建设的持续推进，该公司负债规模加速扩张，2021 年末公司负债总额为 122.79 亿元，较上年末增长 35.33%；资产负债率为 50.96%，较上年末下降 1.28 个百分点，由于政府持续注入资金及资产，公司资本实力有所增厚，负债经营程度尚属可控。从负债期限结构来看，随着长期融资款陆续到位，公司债务期限结构逐渐偏长期，2021 年末长短期债务比为 151.84%，较上年末大幅上升 73.53 个百分点。

跟踪期内，该公司负债仍以刚性债务和其他应付款为主，2021 年末占负债总额的比重分别为 71.45% 和 28.55%。其他应付款主要系公司与嵊州投控及其子公司的往来款，2021 年末余额 35.05 亿元，同比下降 13.57%，主要系合并范围变动导致应付嵊州城改公司的往来款减少，年末主要包括应付嵊州投控 15.13 亿元、嵊州城投 4.48 亿元、嵊州市剡溪新农村建设有限公司 3.27 亿元、嵊州市市场发展有限公司 2.00 亿元和嵊州市中建土地整理开发有限公司 1.98 亿元等；账龄在 1 年以内和 3 年以上的比重分别为 46.89% 和 30.22%，大多因近年棚改及基建业务形成。

跟踪期内，该公司直融规模快速增长，且对非银机构融资依赖仍较大，偿债压力明显增加。2021 年末，公司刚性债务为 86.69 亿元，同比大幅增长 76.61%，新增刚性债务以长期款项为主，年末长期刚性债务占比达 84.22%。年末刚性债务主要包括银行借款、非银金融机构融资和应付债券，期末占比分别为 19.99%、29.69% 和 45.34%。其中银行借款 17.33 亿元，包括短期借款 0.18 亿元和长期借款 17.15 亿元，借款利率区间主要在 4.25%-7.90%，城农商行机构借款占比在 80% 以上；借款性质以保证借款为主，

担保方主要为嵊州投控，抵押品为土地使用权。非银金融机构融资余额为 25.74 亿元，利率区间主要在 5.03%-8.30%，主要包括融资租赁借款、信托借款和浙江金融资产交易中心股份有限公司等借款，占比分别为 63.09%、1.94% 和 34.97%。应付债券期末余额为 39.30 亿元，主要为 2019 年以来非公开发行的 4 期公司债和 2 期 PPN，发行利率主要分布于 4.57%-6.60%，均由嵊州投控担保。此外，公司收到城南新区辖下部分县镇及所属国企的投资款，用于城南新区的项目开发，并每年给予一定投资收益回报，2021 年余额 0.71 亿元，包括嵊州市新农村建设有限公司 0.41 亿元<sup>1</sup>和青田县强村联合投资发展股份有限公司 0.30 亿元<sup>2</sup>。

跟踪期内，该公司仍主要为嵊州市属企业提供担保，截至 2021 年末，公司对外担保金额为 26.83 亿元，担保比率为 22.71%。其中对嵊州市经济开发区艇湖新兴产业园建设有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、股东嵊州城投和嵊州市市场发展有限公司的担保金额分别为 7.67 亿元、5.40 亿元、5.06 亿元和 3.60 亿元。公司对外担保整体规模较大，担保对象较为集中，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了基础设施代建和房屋销售资金回笼、土地资产购置及往来款项活动情况。2021 年，公司营收现金率为 84.38%，较上年下降 9.92 个百分点，业务收现水平一般。公司与嵊州市其他国企间资金来往频繁，净流入资金有所回升，同期其他与经营活动有关的现金净流入 0.97 亿元，较上年上升 23.88%。当期公司购地支出较少，流出金额明显缩减，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，为 2.51 亿元。

该公司投资活动现金流主要反映了公司基础设施项目投建支出和股权投资情况。跟踪期内，受城中村拆迁及其他基建项目投建进度影响，投资性现金净流出有所放缓，2021 年投资活动产生的现金流量净额为 -21.01 亿元，同比下降 35.56%。由于项目建设持续的投资需求，公司存在较大的资金缺口，主要通过外部借款、政府注资和股东往来资金支持予以弥补。2021 年公司筹资性活动现金净流入规模同比下降 40.75% 至 27.84 亿元。

## (3) 资产质量分析

跟踪期内，受益于政府持续注入资金及资产，该公司权益资本保持增长，2021 年末所有者权益同比增长 44.16% 至 118.15 亿元。公司权益资本仍主要由资本公积构成，年末占比超过 95%；2021 年主要因收到股东增资及无偿划转国企股权等，资本公积较上年末增长 42.31% 至 112.87 亿元，年末主要包括货币资金 61.80 亿元、房产 17.21 亿元及股权 16.88 亿元等；未分配利润受益于持续积累，较上年末增长 150.07% 至 2.57 亿元。此外，主要由于部分房屋用途变更，转入投资性房地产核算，年末其他综合收益新增至 0.91 亿元。

跟踪期内，主要随着项目建设推进、融资款项到位以及资产注入，该公司资产规模持续扩大，2021 年末同比上升 39.52% 至 240.94 亿元。从资产期限结构看，公司资产仍以非流动资产为主，同期末占比为 76.47%，较上年末上升 4.64 个百分点。

<sup>1</sup> 用于投入风情街项目，并每年给予一定投资收益回报。

<sup>2</sup> 用于嵊州-青田山海协作“消薄飞地”项目，并每年确保本金保值增值，年回报率为 10%。

该公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、投资性房地产、在建工程和其他非流动资产构成，2021年末占资产总额的比重分别为7.19%、6.61%、9.39%、9.02%、45.64%和12.21%。其中2021年末货币资金余额为17.33亿元，可动用资金余额为16.38亿元。其他应收款主要系公司与嵊州市企事业单位形成的往来款项，年末余额为15.93亿元，年末主要包括应收嵊州市城南城中村改造有限公司往来款7.29亿元、浙江盛天建设开发有限公司往来款5.81亿元、浙江万丰科技股份有限公司委贷1.50亿元<sup>3</sup>、嵊州市土地经营发展有限公司往来款1.00亿元和嵊州市高铁新城管理委员会0.17亿元等。存货较上年末下降7.80%至22.63亿元，主要因部分开发产品已通过拍卖结转成本，剩余未拍卖的房产和车库改用于出租，计入投资性房地产，导致开发产品减少2.27亿元至0，年末主要包括开发成本22.09亿元和合同履约成本0.54亿元；其中开发成本主要为土地使用权22.09亿元（面积合计31.30万平方米）及少量整理研发投入。公司投资性房地产采取公允价值模式计量，年末余额21.73亿元，较上年末增长20.72%，主要系存货中未销售的房产和车库改为出租用途和在建工程中的风情美食街项目转入投资性房地产以及公允价值变动所致。在建工程主要系基建项目成本，随着项目持续投入较上年末增长45.57%至109.96亿元。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，随着部分项目完工转入而较上年末增长20.28%至29.42亿元。此外，主要由于公司收到政府无偿划入嵊州市剡溪水资源开发有限公司部分股权，期末长期股权投资较上年末增加16.97亿元至17.55亿元；因采用新会计准则，对部分科目进行重新计量及重分类，可供出售金融资产减少3.38亿元至0，债权投资新增至3.35亿元。

#### (4) 流动性/短期因素

该公司2021年末流动比率为116.29%，较上年末上升20.69个百分点，账面流动性指标一般；且公司流动资产主要集中于土地资产和往来占款，资产流动性欠佳。2021年末，随着外部长期融资款到位，公司货币资金有所增长，短期刚性债务现金覆盖率为上年末的57.93%上升至127.56%，账面货币储备可一定程度上保障短期刚性债务兑付；但流动负债规模较大，年末现金比率为35.55%，货币资金对流动负债的保障度较弱。

截至2021年末，该公司受限资产余额为5.50亿元，占总资产的比重为2.28%，受限程度相对较低。其中固定资产、无形资产和投资性房地产中部分土地使用权和房产因借款抵押受限，货币资金因借款质押受限。

**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
固定资产	1822.02	93.76	借款抵押
无形资产	17778.32	100.00	借款抵押
货币资金	9500.00	5.48	借款质押
投资性房地产	25857.02	11.90	借款抵押
合计	54957.36	--	--

资料来源：嵊州南投

<sup>3</sup> 该公司向浙江万丰科技股份有限公司发放委托贷款1.50亿元，用于生产经营，借款期限为2020年5月-2021年5月，借款利率为6.75%，截至报告出具日，该笔借款已到期续作至2022年5月。

### 3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司盈利来源主要包括营业毛利、投资收益和公允价值变动净收益。2021年公司实现营业毛利5076.26万元，同比上升50.00%；同期公司期间费用为1222.17万元，仍以管理费用为主，对盈利形成一定侵蚀。2021年，公司管理费用为1632.71万元，同比上升46.78%；同期财务费用为-1071.16万元，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，财务费用规模为负，未能反映公司实际利息支出。2021年，由于对基金的债权投资获得利息收入，公司实现投资收益2737.52万元；同期因投资性房地产公允价值变动实现公允价值变动净收益1994.59万元，为当年利润提供一定支撑。2021年，公司净利润为7705.51万元，同比增长38.87%；总资产报酬率和净资产收益率分别为0.44%和0.77%，资产获利能力仍较弱。

## 外部支持

该公司作为城南新区重要的基础设施建设主体，持续得到政府和股东较大力度的支持。跟踪期内，公司持续获得政府注入资金及资产，同时股东以往来款和融资担保等形式给予公司较大力度的支持。2021年末，公司资本公积较上年末增加33.56亿元。

2021年以来该公司积极拓展银行融资渠道，截至2021年末，公司拥有银行授信额度58.73亿元，其中已使用授信额度38.54亿元，未使用额度20.19亿元。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 外部担保

22嵊南债01由嵊州投控提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。嵊州投控成立于2006年4月，系由嵊州市财政局出资组建的国有独资企业。2020年9月，嵊州市财政局将持有的10%股份无偿划转至浙江省财务开发有限责任公司，变更后嵊州市财政局持有嵊州投控90%股份，浙江省财务开发有限责任公司持有10%股份。截至2021年末，嵊州投控实收资本3.00亿元，实际控制人仍为嵊州市财政局。

嵊州投控是嵊州市主要国有资产运营及基础设施建设主体，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，此外还拓展了砂石销售、商品销售、物业租赁及食品销售等各类市场化业务。

2021年末，嵊州投控经审计的合并口径资产总额1340.70亿元，净资产为536.79亿元（其中归属于母公司所有者权益为536.00亿元）；当年，嵊州投控实现营业收入31.14亿元，净利润2.23亿元（其中归属于母公司所有者的净利润2.23亿元），经营性现金净流入量-7.83亿元。

嵊州投控作为嵊州市属投融资主体，在地方国资体系中地位突出，可得到嵊州市政府在政策、业务、资金等方面的支持，2019-2021年政府共划入多家子公司，经营性子公司注入扩大了其业务范围。嵊州投控业务具有多样性，发展速度较快，同时主营

业务收现情况良好；其债务以中长期为主，与基建项目长周期投入的匹配度较好。受益于大规模财政拨款和资产划入，权益资本增厚，财务杠杆相对较为稳定。但同时嵊州投控基建项目的投入规模较大，项目结算进度缓慢，且未来仍有较大投资需求，存在一定的资金平衡压力；财务方面，近年来嵊州投控负债规模快速增长，其中刚性债务占比较高，债务偿付压力较大；资产主要沉淀于项目投入、往来占款以及土地房产，资产流动性一般。

根据本评级机构评定，嵊州投控的主体信用级别为 AA<sup>+</sup>级，展望为稳定，嵊州投控提供的担保提升了本期债券偿付的安全性。

## 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。原城南新区定位于嵊州新昌城市组团的核心区域，随着 2020 年政府规划调整而分别划至嵊州市经济开发区及高铁新城，城南新区管委会相应撤销，需关注后续管理体制调整及高铁周边开发对区域发展的推动作用。

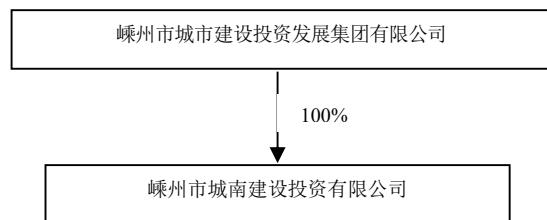
跟踪期内，该公司仍是嵊州市重要的基础设施建设主体之一，主要负责高铁新城的开发建设。2021 年主要受益于项目结算，公司营业收入大幅提升，但公司营收构成年度间差异较大，收入及盈利稳定性欠佳。公司基建项目垫资款项较大，结算进度滞后，且自营项目未来收益存在不确定性，持续面临资金周转压力。

跟踪期内，该公司融资力度持续加大，负债规模加速扩张，但受益于政府持续注入资金及资产，负债经营程度尚属可控；公司刚性债务规模增长较快，偿债压力明显增大。公司资产仍主要集中于项目投入、外部占款和土地资产等，资产流动性欠佳。此外，公司对外担保规模相对较大，且较为集中，不利于财务风险的控制。此外，22 嵊南债 01 均由嵊州投控提供差额补偿和全额不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了债券偿付的安全性。

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存量价值变动的影响；（4）公司自营项目未来运营情况；（5）公司收入及盈利稳定性；（6）融资及债务偿付情况；（7）对外担保风险；（8）担保方及差额补偿人信用质量变化情况。

**附录一：**

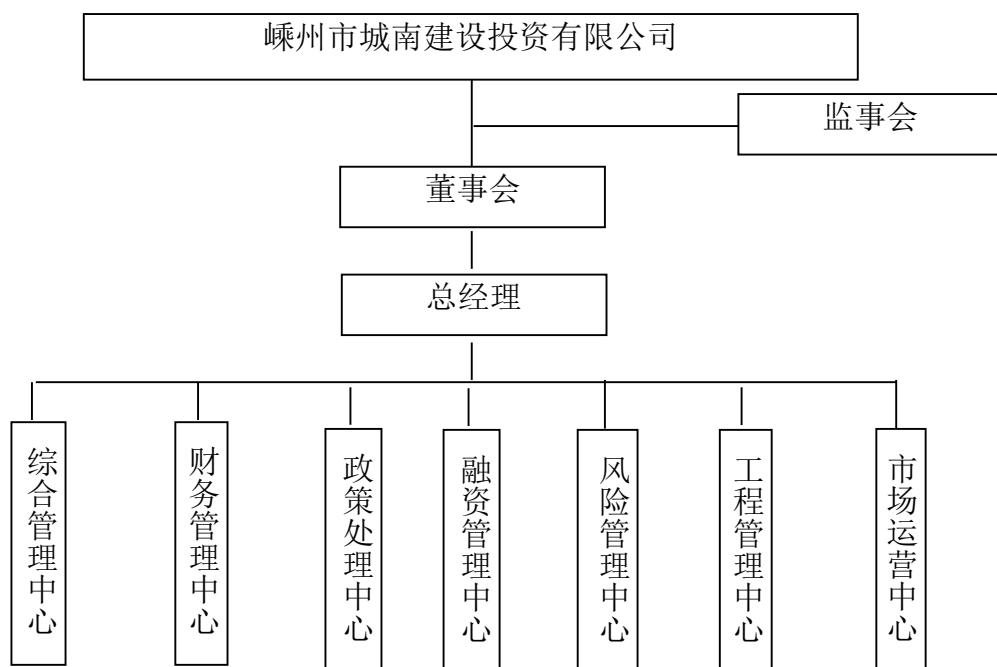
**公司股权结构图**



注：根据嵊州南投提供的资料绘制（截至 2021 年末）

**附录二：**

**公司组织结构图**



注：根据嵊州南投提供的资料绘制（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)	
嵊州市城南建设投资有限公司	嵊州南投	--	高铁新城基础设施建设	62.93	118.32	2.50	0.77	11.20	公司本部
嵊州市城南新区城市联合开发有限公司	城南新区公司	100.00	高铁新城基础设施建设及项目经营	5.66	0.11	--	-0.10	9.38	--
嵊州市城南新城建设发展有限公司	城南新城公司	100.00	城南新城基础设施建设	--	-0.03	--	-0.05	-2.97	--
嵊州市城市改造投资有限公司	嵊州城改公司	100.00	基础设施建设	8.22	14.17	--	0.07	-0.32	
嵊州城南浙石油综合能源销售有限公司	城南浙石油公司	49.00	石油综合能源销售	0.99	0.92	0.21	-0.09	-0.003	--

注：根据嵊州南投提供资料整理

**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]	116.82	172.69	240.94
货币资金 [亿元]	2.93	5.69	17.33
刚性债务[亿元]	16.50	49.08	86.69
所有者权益 [亿元]	62.45	81.95	118.15
营业收入[亿元]	0.90	0.91	2.50
净利润 [亿元]	0.52	0.55	0.77
EBITDA[亿元]	0.52	0.80	1.04
经营性现金净流入量[亿元]	-7.27	-11.63	2.51
投资性现金净流入量[亿元]	-14.13	-32.60	-21.01
资产负债率[%]	46.54	52.54	50.96
长短期债务比[%]	30.55	78.31	151.84
权益资本与刚性债务比率[%]	378.44	166.96	136.29
流动比率[%]	74.76	95.59	116.29
速动比率[%]	43.35	47.21	69.83
现金比率[%]	7.03	11.18	35.55
短期刚性债务现金覆盖率为[%]	70.02	57.93	127.56
利息保障倍数[倍]	0.64	0.35	0.23
有形净值债务率[%]	87.07	113.24	105.74
担保比率[%]	13.21	15.42	22.71
毛利率[%]	9.49	37.16	20.32
营业利润率[%]	57.14	77.63	33.15
总资产报酬率[%]	0.51	0.55	0.44
净资产收益率[%]	0.88	0.77	0.77
净资产收益率*[%]	0.88	0.77	0.82
营业收入现金率[%]	105.88	94.30	84.38
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-19.87	-25.13	5.04
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-76.90	-35.45	3.70
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-58.45	-95.59	-37.13
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-226.26	-134.86	-27.25
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.36	0.26
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.02	0.02

注：表中数据依据嵊州南投经审计的 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]	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：**
**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	8
		盈利能力	6
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	5
		流动性	8
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		5
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	2021年8月12日	AA/稳定	徐丽、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月29日	AA/稳定	徐丽、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (22嵊南债01)	历史首次评级	2021年8月12日	AA <sup>+</sup>	徐丽、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月29日	AA <sup>+</sup>	徐丽、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	-

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。