

2022 年嵊州市城市建设投资发展集团有限公司公司债券

上海  
易

## 信用评级报告

分析师：徐丽  xuli@shxsj.com  
李艳晶  liyj@shxsj.com

联系电话：(021) 63501349  
联系地址：上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层  
公司网站：[www.shxsj.com](http://www.shxsj.com)



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.*

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

# 概述

编号:【新世纪债评(2022)010871】

评级对象:	2022年嵊州市城市建设投资发展集团有限公司公司债券		
主体信用等级:	AA	BBRILLIANCE CHINA INVESTORS SERVICES LTD.	
评级展望:	稳定		
债项信用等级:	AA+	评级时间:	2022年11月28日
注册额度:	9.90亿元		
本次发行:	不超过9.90亿元(其中基础发行规模为6亿元,弹性配售额度为3.9亿元)	发行目的:	项目建设,补充运营资金
存续期限:	7年期(附第5年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权)	偿还方式:	单利按年计息,每年付息一次,到期一次还本
增级安排:	由嵊州市投资控股有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保		

## 评级观点

### 主要优势:

- 外部环境良好。嵊州市近年来经济保持发展,随着高铁建成通车,嵊州市可进一步融入长三角城市群,为嵊州城投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。近年来公司持续获得政府注入资金、资产及国有企业股权,资本实力进一步增强。
- 担保增信。本期债券由嵊州市投资控股有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,可有效提升债券偿付的安全性。

### 主要风险:

- 项目投融资压力。嵊州城投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。近年来嵊州城投债务规模持续扩张,刚性债务增幅较大,即期支付压力明显增大。
- 资产流动性欠佳。嵊州城投资产主要集中于项目开发成本、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较大,不利于财务风险的控制。
- 募投项目运营风险。本期债券募投项目收益主要来源于建成物业的租售收入,收入实现依赖项目后期运营,经营收益存在不达预期风险。

## 未来展望

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

## 主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年上半年度
母公司口径数据:				
货币资金[亿元]	5.68	26.01	18.43	46.25

主要财务数据及指标				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 上半年度
刚性债务[亿元]	49.49	106.04	132.38	168.45
所有者权益[亿元]	97.47	185.06	189.07	188.50
经营性现金净流入量[亿元]	-19.68	-38.22	-10.12	1.97
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	419.34	608.39	783.08	858.49
总负债[亿元]	206.19	338.26	422.22	499.85
刚性债务[亿元]	123.09	256.33	329.48	410.80
所有者权益[亿元]	213.15	270.13	360.86	358.65
营业收入[亿元]	8.43	11.04	17.87	4.75
净利润[亿元]	1.64	1.97	1.96	0.05
经营性现金净流入量[亿元]	-31.92	-65.07	-6.27	-14.74
EBITDA[亿元]	4.55	7.34	11.29	—
资产负债率[%]	49.17	55.60	53.92	58.22
长短期债务比[%]	105.28	120.32	140.87	171.03
营业利润率[%]	25.23	29.79	15.28	4.10
短期刚性债务现金覆盖率[%]	54.39	70.20	69.08	98.08
营业收入现金率[%]	107.13	116.32	99.94	93.75
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-85.77	-63.38	-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	—
担保方数据及指标:				
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 1: 根据嵊州城投经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年上半年度财务数据整理、计算; 其中 2019 年和 2020 年财务数据分别根据 2020 年和 2021 年审计报告期初数据整理、计算。担保人数据根据嵊州投控经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。				

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	
业务风险	个体信用	宏观环境	1	
		行业风险	2	
		市场竞争	7	
		盈利能力	3	
		公司治理	1	
外部支持	财务风险	财务政策风险	8	
		会计政策与质量	1	
		现金流状况	9	
		负债结构与资产质量	3	
		流动性	8	
支持因素	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
调整理由 (个体因素): 不涉及				
外部支持	支持因素调整方向			上调
	调整理由 (支持因素): 嵊州城投是嵊州市重要的基础建设和国有资产运营主体, 承担了嵊州市范围内的城市基础设施投建和保障房开发等职能, 可得到嵊州市政府支持。			AA

**同类企业比较表**

企业名称（全称）	2021年末主要数据					
	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)	经营性现金净 流入量（亿元）
新昌县城市建设投资集团有限公司	418.05	181.30	55.92	23.67	0.98	-41.10
嵊州市交通投资发展集团有限公司	320.48	153.27	52.17	8.27	1.59	-11.45
嵊州市城市建设投资发展集团有限公司	783.08	360.86	53.92	17.87	1.96	-6.27

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

嵊州市城市建设投资发展集团有限公司（简称“嵊州城投”、“该公司”或“公司”，原名嵊州市城市建设投资发展有限公司）成立于 2000 年 9 月，初始注册资本 0.20 亿元，由嵊州市建设局出资组建；其后历经两次增资，截至 2002 年 5 月，公司注册资本增至 3.00 亿元。2008 年 5 月，根据嵊州市政府批复将公司 100% 股权划转至嵊州市投资控股有限公司（简称“嵊州投控”）。2017 年 12 月，根据嵊州市政府批复将公司 30% 股权划转给嵊州市城南建设投资有限公司（简称“嵊州南投”）。2019 年 9 月，公司更为现名；2020 年 3 月，根据股东会决议将嵊州南投持有的公司 30% 股权划转给嵊州投控。截至 2022 年 6 月末，公司注册资本及实收资本均为 3 亿元，由嵊州投控 100% 持股，实际控制人为嵊州市财政局。

该公司是嵊州市重要的基础建设和国有资产运营主体，承担了嵊州市范围内的城市基础设施投建和保障房开发等职能，并开展了供排水及国有资产运营等业务。

### 2. 债项概况

#### （1）债券条款

该公司拟公开发行总额不超过 9.90 亿元公司债券的事项已获国家发展和改革委员会批准注册（发改企业债券[2022]137 号）。本期为首次发行，发行规模为不超过 9.90 亿元，其中基础发行规模为 6 亿元，弹性配售额度为 3.90 亿元，发行期限为 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	2022 年嵊州市城市建设投资发展集团有限公司公司债券
总发行规模：	9.90 亿元人民币
本期发行规模：	不超过 9.90 亿元人民币，其中基础发行规模为 6 亿元，弹性配售额度为 3.90 亿元。
本期债券期限：	7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
增级安排：	由嵊州市投资控股有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：嵊州城投

#### （2）募集资金用途

本期债券基础发行规模为 6.00 亿元，弹性配售额度为 3.90 亿元。如未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 6 亿元，其中 3.00 亿元用于嵊州市城乡天然气一体化项目，2.00 亿元用于黄泽小微园区工程，1.00 亿元用于补充营运资金；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 9.90 亿元，其中 6.40 亿元用于嵊州市城乡天然气一体化项目，2.00 亿元用于黄泽小微园区工程，1.50 亿元用于补充营运资金。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关（文号）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
嵊州市城乡天然气一体化项目	嵊州市发展和改革局《关于嵊州市城乡天然气一体化项目可行性研究报告的批复》/关于调整嵊州市城乡天然气一体化项目可行性研究报告建设内容的批复。（嵊发改中投[2020]54 号/嵊发改中投[2022]73 号）	10.02	3.00（未行使弹性配售选择权）/6.40（行使

项目名称	批准机关(文号)	总投资(亿元)	拟使用募集资金(亿元)
	嵊州市自然资源和规划局《中华人民共和国不动产权证书》 (浙(2019)嵊州市不动产权第0095865号、浙(2021)嵊州市不动产权第0033727号、浙(2021)嵊州市不动产权第0033730号) 中共嵊州市委政法委员会《嵊州市天然气利用工程——门站、LNG气化站项目实施社会稳定风险评估备案通知书》 绍兴市生态环境局《关于嵊州市城市建设投资发展集团有限公司嵊州市天然气利用工程——门站、LNG气化站告知承诺制环境影响报告表的批复》(嵊环开【2020】16号)		弹性配售选择权
黄泽小微园区工程	嵊州市发展和改革局《关于黄泽小微园区工程可行性研究报告的批复》(嵊发改中投【2020】23号) 嵊州市自然资源和规划局《中华人民共和国不动产权证书》 (浙(2020)嵊州市不动产权第0023402号) 中共嵊州市委政法委员会《黄泽小微园区工程项目社会风险评估报告》(证书编号:嵊州政法风评【2020】46号) 建设项目环境影响登记表(备案号:202033068300000209)	4.30	2.00

资料来源: 嵊州城投

嵊州市城乡天然气一体化项目位于嵊州市中心城区、崇仁镇、三界镇、长乐镇等,建设内容为城市门站2座、应急LNG气源站1座、LNG过渡气化站2座、高中压调压站1座,敷设高压管道约31.5KM,中压管道520KM,配套小区用户11万户。该项目计划总投资10.02亿元,建设期预计3年(其中因2020年以来疫情影响工期延缓1年),于2020年11月正式开工,截至2022年6月末该项目已投1.88亿元。根据《嵊州市城乡天然气一体化项目可行性研究报告》,该项目收入主要来源于天然气用气量销售收入。

黄泽小微园区工程位于嵊州市黄泽镇求家村盘龙水库西北角地块,总建筑面积11.78万平方米,建设内容为4幢标准厂房和1幢综合办公楼,配套完成建安工程、室外道路工程、景观工程、场地平整、场地防护、配套给排水、强弱电等工程的建设。该项目计划总投资4.30亿元,建设期预计3年(其中因2020年以来疫情影响工期延缓1年),于2020年10月正式开工,截至2022年6月末,该项目已投2.22亿元。根据《黄泽小微园区工程可行性研究报告》,该项目收入主要来源于物业租售收入。

根据可研报告,上述募投项目债券存续期内经营收益可覆盖本期债券融资期利息,但无法覆盖本息之和,资金缺口将通过公司的盈利能力和可变现资产等对差额部分提供保障。同时,本期债券募投项目收益实现依赖于后期运营,经营收益存在不达预期风险。

### (3) 信用增进安排

本期债券由嵊州投控提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022年前三季度,在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下,全球经济的衰退风险持续上升,我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济的恢复尚不稳固,地产行业持续低迷对宏观经济稳定形成一定压力。短期内,“稳增长”政策落地节奏加快,将为经济回稳提供支撑;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。

2022年,“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调,实现5.5%左右的增长目标在疫情的

再度冲击下任务加重，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计工业生产在高技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，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。2022年前三季度，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济的衰退风险持续上升，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响仍在延续。能源供给紧张成为全球通胀居高不下的关键原因，美欧等主要经济体持续大力度收紧货币政策对金融市场的影晌显著，利率攀升、非美货币大幅贬值、风险资产价格下跌，市场的悲观情绪浓郁。俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济的恢复尚不稳固，地产持续低迷对宏观经济稳定构成一定压力。失业率回落但结构性就业矛盾仍突出，消费者物价指数温和上涨，且与工业生产者出厂价格指数的剪刀差反转。工业中煤炭、能源和有色金属采矿业的生产与盈利增长较快；除电气机械及器材、汽车、烟酒饮料等少部分制造业外，其余制造业的生产与盈利普遍明显放缓或同比下降；极端天气影响下电力行业的生产阶段性加快，且盈利压力有所缓解。商品零售中必需品和石油制品增长相对较快、汽车在刺激政策拉动下也有所好转，而整体消费表现疲弱且修复节奏较为缓慢；基建的稳增长作用突出，制造业投资增长亦较快，房地产开发投资则仍处负增长状态；受高基数与外需放缓双重影响，出口增速经历反弹后再度回落。人民币兑美元贬值较为明显，但兑欧元、英镑、日元等主要货币升值，官方外汇储备规模有所下降但规模依旧庞大，人民币的基本面基础较为坚实。

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；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债资金的使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；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，并扩大政策性开发性金融工具规模满足基础设施项目资金需求；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。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。短期内，“稳增长”政策落地节奏加快，将为经济回稳提供支撑：预计基建和制造业投资是拉动经济的主要力量，消费的恢复因疫情扰动慢且不稳，而出口增速在外需放缓影响下继续回落且会对工业生产形成拖累，地产则仍处寻底阶段。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）行业因素

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) 区域因素

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。近年来嵊州市一般公共预算收入稳定性及质量较好，但财政自给程度较低，同时地方财力对土地市场有一定依赖。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，但房地产及土地市场下行压力有所增大，将对当地财政收入的可持续性和稳定性造成一定影响。

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，是全国第一批

经济开放县(市)。全市总面积 1784 平方公里,下辖 2 个街道、16 个乡镇和 3 个功能区(经济开发区、城南新区、高新区)。截至 2021 年末,全市户籍人口为 71.45 万人。

嵊州市位于曹娥江上游,东北有四明山,西南有会稽山,剡溪横贯其中,属典型的盆地式地形。嵊州独特的“七山一水三分田”的地理环境形成了丰富的水力资源,水力资源总蕴藏量 6 万千瓦,已开发 3.06 万千瓦。此外,嵊州市盛产茶叶、花木、笋竹、香榧、蔬菜、水果、长毛兔等农产品。作为珠茶生产发源地、龙井茶原产地域保护区,嵊州市茶叶产量名列浙江省前列。

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,金甬铁路预计于 2023 年建成。

近年来嵊州市综合经济实力不断增强,2019-2021 年嵊州市地区生产总值分别为 589.15 亿元、601.27 亿元和 658.39 亿元,增速分别为 6.3%、2.7% 和 7.2%;同期人均地区生产总值分别为 81238 元、83304 元和 96185 元,其中 2020 年受疫情影响,经济增速有所下滑。嵊州市经济体量在绍兴市下属区县排名一直靠后,仅高于新昌县。从三次产业来看,2021 年嵊州市第一、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%。三次产业结构由 2019 年的 6.7:48.1:45.2 调整为 2021 年的 6.3:44.8:48.9,第三产业已超过第二产业。

2022 年前三季度,嵊州市实现地区生产总值 507.30 亿元,按可比价计算,增长 4.2%。全市规模以上工业增加值 106.09 亿元,同比增长 10.7%;全社会固定资产投资为 177.50 亿元,同比增长 13.8%。

图表 3. 近年来嵊州市主要经济数据

	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年前三季度	
	金额	增速 (%)	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	507.30	4.2
人均地区生产总值(元)	81238	6.6	83304	3.2	96185	15.5	--	--
规模以上工业增加值(亿元)	486.04	3.3	482.71	0.5	543.73	17.7	106.09	10.7
全社会固定资产投资(亿元)	233.83	2.5	202.02	-7.9	229.76	13.7	177.50	13.8
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	--	--

资料来源:嵊州市国民经济和社会发展统计公报

嵊州市产业经济特色鲜明,领带服饰、机械电机、电器厨具是当地三大主导产业。嵊州市领带服饰产业被列入浙江省首批省级产业集群产业转型升级示范区,是全国最大的领带生产加工、批发销售和外贸出口基地。据不完全统计,嵊州市年领带产量达到 3 亿多条,约占国内产量的 90%、世界产量的 60%。嵊州市机械电机产业主要是微特电机,以用于家用电器的电机产品较为出名,机械电机产业生产企业近 2000 家,微电机年产量 3000 万台以上,涵盖高效节能电机、特种电机等 1000 多个品种,其中冰箱压缩机电机约占全国的三成、吸油烟机电机约占全国的二成。代表企业中益机械的机械链轮产量占全国 60% 以上,为全球最大的链轮皮带轮生产基地。借助发达的电机产业基础,嵊州电器厨具产业发展较好,是“中国厨具之都”,近年来大力推广集油烟机、灶具、消毒柜、储藏柜等 4 个功能合一的集成灶产品,在市场上迅速占据了优势地位,已培育出了森歌、帅丰、亿田等业内知名集成灶品牌。全市厨具企业近 450 家,年产燃气灶 550 万台,约占全国 30%。

受宏观经济波动、中美贸易摩擦以及 2020 年国内外疫情影响,嵊州市工业产值低迷,2021 年在一系列统筹疫情防控和经济社会发展的举措推动下,嵊州市工业经济发展明显提振。2019-2021 年全市规模以上工业总产值分别为 486.04 亿元、482.71 亿元和 543.73 亿元,同比分别增长 3.3%、0.5% 和 17.7%。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。

图表 4. 近年来嵊州市三大主导产业的规上工业增加值及增速 (单位: 亿元, %)

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
领带服饰	115.50	-3.5	88.85	-19.8	97.79	12.6
机械电机	134.59	2.1	145.33	9.6	179.94	34.9
电器厨具	74.75	5.3	76.53	1.5	104.90	3.3

资料来源: 根据公开资料整理

近年来嵊州市固定资产投资增速波动较大, 2019-2021 年全市固定资产投资分别为 233.83 亿元、202.02 亿元和 229.76 亿元, 增速分别为 2.5%、-7.9% 和 13.7%。其中, 2020 年受疫情影响, 工业、房地产和基础设施投资均不同程度下滑, 同比回落 12.6%、6.4% 和 10.5%; 2021 年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, 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%。

近年来嵊州市房地产市场波动较大, 2019 年受楼市大环境及前期需求释放等因素影响, 嵊州市房地产市场显著降温, 成交数据大幅回落, 当年商品房销售面积和销售额分别同比下降 40.1% 和 43.0% 至 87.25 万平方米和 70.14 亿元; 2020 年, 嵊州市楼市迅速反弹, 商品房销售面积和销售额分别为 130.05 万平方米和 114.58 亿元, 分别同比上升 49.1% 和 63.4%; 2021 年受房地产持续调控政策影响, 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%。

图表 5. 近年来嵊州市商品房建设、销售情况 (单位: %)

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	数据	增速	数据	增速	数据	增速
商品房施工面积 (万平方米)	600.60	13.3	--	--	--	--
商品房销售面积 (万平方米)	87.25	-40.1	130.05	49.1	111.14	-14.5
商品房销售额 (亿元)	70.14	-43.0	114.58	63.4	108.46	-5.3

资料来源: 嵊州市国民经济和社会发展统计公报、嵊州市统计局

近年来嵊州市土地成交量持续减少, 2019-2021 年, 嵊州市土地成交总面积分别为 285.38 万平方米、243.26 万平方米和 214.52 万平方米, 且年度间工业用地和住宅/综合用地出让规模呈现此增彼减趋势。2020 年, 得益于住宅/综合用地出让均价大幅提升, 全市土地出让总价较上年增长 17.13% 至 114.45 亿元。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至 61.15 亿元, 较上年同比下降 46.57%。2022 年前三季度, 嵊州市成交土地 52 宗, 土地成交总价 43.46 亿元, 同比增长 12.62%; 成交总面积为 179.90 万平方米, 同比增长 2.82%。

图表 6. 近年来嵊州市土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年前三季度
土地出让总面积 (万平方米)	285.38	243.26	214.52	179.90
其中: 工业用地成交面积 (万平方米)	62.01	80.58	137.15	85.23
住宅用地成交面积 (万平方米)	137.82	116.35	3.64	20.7
综合用地(含住宅)成交面积 (万平方米)	50.96	--	54.82	43.95
商业/办公用地成交面积 (万平方米)	22.61	37.48	15	17.77
其他用地成交面积 (万平方米)	11.98	8.85	3.91	12.25

指标	2019年	2020年	2021年	2022年 前三季度
<b>土地成交总价（亿元）</b>	<b>97.71</b>	<b>114.45</b>	<b>61.15</b>	<b>43.46</b>
其中：工业用地成交总价（亿元）	4.00	3.54	5.93	4.31
住宅用地成交总价（亿元）	64.03	87.79	0.92	10.56
综合用地（含住宅）成交总价（亿元）	17.42	--	46.89	21.00
商业/办公用地成交总价（亿元）	11.65	22.08	5.15	3.34
其他用地成交总价（亿元）	0.60	1.04	2.26	4.25
<b>土地成交均价（元/平方米）</b>	<b>3424</b>	<b>4705</b>	<b>2850</b>	<b>2416</b>
其中：工业用地成交均价（元/平方米）	645	439	433	506
住宅用地成交均价（元/平方米）	4646	7546	2531	5101
综合用地（含住宅）成交均价（元/平方米）	3419	--	8553	4778
商业/办公用地成交均价（元/平方米）	5154	5892	3432	1879
其他用地成交均价（元/平方米）	500	1173	5774	3472

资料来源：中指数据库

近年来嵊州市一般公共预算收入质量较好，但财政自给程度较低，其中 2020 年主要受疫情影响一般公共预算收入基本未有增幅，同年一般公共预算支出增长较快，财政自给率出现下滑；2021 年疫情影响减退，各项指标有所恢复。2019-2021 年，嵊州市一般公共预算收入分别为 45.76 亿元、45.82 亿元和 52.03 亿元，同期税收比率分别为 76.58%、74.94% 和 76.20%，税收收入占比较高，财政收入质量较好。2019-2021 年，全市一般公共预算支出分别为 75.95 亿元、99.87 亿元和 80.21 亿元，一般公共预算自给率分别为 60.25%、45.88% 和 64.84%，财政自给程度较低。

相较于一般公共预算收入，嵊州市的政府性基金预算收入规模较大，主要来源于国有土地使用权出让收入，地方财力对土地市场有一定依赖。近年来嵊州市土地市场波动明显，2021 年土地出让收入明显下降，影响整体财政收入的可持续性和稳定性。2019-2021 年，嵊州市政府性基金预算收入分别为 110.40 亿元、111.65 亿元和 73.14 亿元。同期政府性基金预算支出分别为 104.94 亿元、129.43 亿元和 64.28 亿元，其中 2021 年降幅 50.3%，主要为国有土地使用权出让支出减少影响。

图表 7. 近年来嵊州市主要财政数据（单位：亿元）

	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	45.76	45.82	52.03
其中：税收收入	35.04	34.34	39.64
一般公共预算支出	75.95	99.87	80.21
政府性基金预算收入	110.40	111.65	73.14
其中：国有土地使用权出让收入	82.11	91.71	66.24
政府性基金预算支出	104.94	129.43	64.28

资料来源：嵊州市财政局

## 2. 业务运营

作为嵊州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，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、供排水及国有资产运营等业务；2020 年主要受益于嵊州南投的划入，公司业务开发范围进一步扩大。公司收入来源众多但稳定性一般，近年来营业收入规模持续提升。公司未来投入仍主要集中于基础设施建设，但公司承接的项目规模较大，资金回笼滞后，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。2020 年 7 月，嵊州市政府将嵊州南投 100.00% 股权划入公司，嵊州南投主要负责城南新区及高铁新城区块的开发建设，公司基建业务开发范围进一

步扩大，但其收入规模相对较小，对公司营收规模的助益不多。

现阶段，该公司营业收入构成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商品销售、工程施工、房屋销售等经营性业务。公司收入来源众多但稳定性一般，近年来营业收入规模持续提升，2019-2021年，公司分别实现营业收入8.43亿元、11.04亿元和17.87亿元；其中土地出让业务是公司第一大收入来源，占比分别为25.28%、24.67%和33.05%。同期公司综合毛利率分别为18.24%、23.79%和22.48%，主要受收入结构调整影响呈波动趋势。

2022年上半年度，该公司实现营业收入4.75亿元，同比下降23.90%，主要系房屋销售收入的减少所致；同期公司综合毛利率为25.85%，同比提升2.91个百分点。

图表8. 近年来公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

业务构成	2019年		2020年		2021年		2022年上半年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	8.43	100.00	11.04	100.00	17.87	100.00	4.75	100.00
受托代建	0.90	10.61	-	-	1.05	5.87	1.01	21.21
土地出让	2.13	25.28	2.72	24.67	5.91	33.05	--	--
工程施工	1.78	21.16	1.85	16.79	2.56	14.33	0.82	17.17
供排水	1.10	13.09	1.20	10.89	1.39	7.77	0.58	12.29
房屋销售	0.02	0.28	0.59	5.32	2.40	13.44	--	--
食品销售	0.85	10.09	0.80	7.20	1.15	6.43	0.58	12.15
商品销售	0.92	10.90	2.12	19.18	0.45	2.54	0.55	11.65
物业出租	0.33	3.85	1.12	10.15	1.18	6.62	0.53	11.19
其他	0.40	4.73	0.64	5.81	1.78	9.95	0.68	14.34

资料来源：嵊州城投

### （1）主业运营状况

#### A. 基础设施建设业务

2020年以前，该公司基础设施建设业务主要由公司本部及子公司嵊州市旧城改造有限公司、嵊州市城西建设投资有限公司和嵊州市剡溪新农村建设有限公司（简称“剡溪新农村公司”）等单位开展，其中前三者主要范围在老城区，负责老城区内的城市改造，街景建造，新建、扩建道路和桥梁工程建设，成片改造地块开发建设前期工作等；剡溪新农村公司主要负责乡镇项目。2020年以来，随着嵊州南投的并入，公司基建业务实施范围有所扩展，除原先的老城区和乡镇项目外，新增由嵊州南投负责的高铁新城建设。

该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等形式提供资金支持，截至2022年6月末，公司尚有基础设施建设工程专项资金13.07亿元可投入项目（计入“专项应付款”）。受限于财政拨付效率和项目周期，基建项目结算进度较为滞缓，近三年仅子公司嵊州南投结转部分代建项目，合计实现收入1.95亿元；2022年上半年度公司确认代建业务收入1.01亿元，主要系子公司嵊州南投的嵊州市西港教育培训中心项目结转收入。截至2022年6月末，公司尚有较大规模已完工项目尚未结算，累计已投资额逾120亿元。

目前该公司主要推进建设嵊州市鹿山街道棚户区改造（中央宅）项目、嵊州市剡湖街道棚户区改造（璇泽墅）项目、城南城中村改造工程、高铁工程等项目，计划总投资额为119.37亿元，截至2022年6月末已完成投资115.26亿元。其中城中村改造项目是浙江省推进的重点项目，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，高铁工程项目主要根据政府安排开展拆迁工作，两者尚无确定的建设周期和总投规模。公司还规划开工嵊州市白莲堂未来社区、小佛区块泵站建设工程和丽湖大道工程（路口改造工程）等项目，计划总投资50.80亿元；其中嵊州市白莲堂未来

社区建筑面积 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。

图表 9. 截至 2022 年 6 月末公司主要在建及拟建代建项目情况<sup>1</sup>（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	开发模式
嵊州市鹿山街道棚户区改造（中央宅）项目	5.20	4.36	委托代建
嵊州市剡湖街道棚户区改造（璇泽墅）项目	3.54	1.77	委托代建
城南城中村改造工程	88.88	88.88	委托代建
高铁工程项目	16.77	16.77	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	委托代建
地下综合管廊工程（供电基础设施工程）	4.16	2.90	委托代建
嵊州市上岛台地配套道路工程	0.21	0.17	委托代建
嵊州市金庭镇中心小学扩建工程	0.18	0.10	委托代建
嵊州市崇仁镇校教学楼建设工程	0.12	0.10	委托代建
<b>在建项目小计</b>	<b>119.37</b>	<b>115.26</b>	--
嵊州市白莲堂未来社区	49.93	--	--
小佛区块泵站建设工程	0.15	--	--
丽湖大道工程（路口改造工程）	0.72	--	--
<b>拟建项目小计：</b>	<b>50.80</b>	--	--
<b>合 计：</b>	<b>170.17</b>	<b>115.26</b>	--

资料来源：嵊州城投

此外，该公司还以自营模式开建了嵊州市城乡天然气一体化项目、黄泽小微园区工程、停车场项目，未来将通过物业租售等运营收入平衡投入。截至 2022 年 6 月末，公司自营项目计划总投资 43.90 亿元，已投资 15.05 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。

图表 10. 截至 2022 年 6 月末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	计划总投资	已完成投资	开发模式
嵊州市城乡天然气一体化项目	2020 年	10.02	1.88	自营项目
黄泽小微园区工程	2020 年	4.30	2.22	自营项目
停车场项目	2018 年	29.58	10.95	自营项目
<b>合 计：</b>	--	<b>43.90</b>	<b>15.05</b>	--

资料来源：嵊州城投

## B. 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<sup>2</sup>，导致公司近年来土地开发业务规模较小。业务模式方面，实际操作中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。

为配合政府规划，2019 年，该公司账面 3 宗土地由政府重新收储并挂牌转让，地块均位于城南新区，面积合计 4.67 万平方米，土地性质为商业住宅用地，收回土地根据成本加成结算收入 2.13 亿元，毛利率为 13.74%。2020 年，公司账面 1 宗位于南沿路大三角的土地挂牌出让，面积 2.98 万平方米，确认土地出让收入 2.72 亿元，毛利率为 16.67%。2021 年，公司出让 1 宗位于小佛区块总面积 6.11 万平方米的土地，实现土地出让收入 5.91 亿元，毛利率为 16.67%。2022 年上半年度公司未产生土地出让收入。

2019 年以来，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 2022 年 6 月末，公司入

<sup>1</sup> 城中村改造项目和高铁工程项目尚无确定的建设周期和总投资规模，此处总投资按已投资规模填列。

<sup>2</sup> 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。

账存货的已有权证土地账面价值约 112.75 亿元, 其中通过招拍挂及外购取得土地账面价值约 112 亿元, 通过政府注入取得的土地账面价值约 0.5 亿元; 此外有 3 宗土地暂未办理权证, 账面价值约 11 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。

### C. 经营性业务

该公司经营性业务种类繁多, 主要包括工程施工、供排水、食品销售、商品销售、房屋销售、物业租赁等, 除工程施工和食品销售业务外大多为政府划拨子公司带入; 其中工程施工和供排水等业务规模相对较大, 其他经营性业务规模相对有限。

#### ➤ 工程施工业务

该公司工程施工业务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嵊州市水联管道承装有限公司负责, 主要承接市政路网养护、绿化建设以及各乡镇的污水处理工程和供水管网安装工程。公司工程施工业务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, 工程竣工验收移交后确认收入。

2019-2021 年及 2022 年上半年度, 该公司分别实现工程施工业务收入 1.78 亿元、1.85 亿元、2.56 亿元和 0.82 亿元, 收入规模总体呈上升趋势; 同期业务毛利率分别为 19.82%、28.59%、22.08% 和 35.62%, 毛利率波动主要系成本变动、项目结算毛利差异等原因造成。

#### ➤ 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”)开展供水和污水处理业务。截至 2022 年 6 月末, 公司拥有多座自来水厂, 供水管网长度为 1509 公里, 供水区域面积达 85 平方公里; 排水管网长度为 23 公里, 污水日处理能力达 22.5 万吨。2022 年上半年, 公司污水零直排、雨污分流等工程竣工验收运行后, 污水处理量有所上升, 已接近上年全年规模; 当期公司实现供水业务收入 0.58 亿元, 毛利率为 12.29%。

2019-2021 年及 2022 年上半年度, 该公司分别实现自来水费收入 1.02 亿元、1.07 亿元、1.20 亿元和 0.55 亿元。公司污水处理业务收入全部来自于财政补贴, 但因补贴到位时间及金额存在不确定性, 公司污水处理收入规模有所波动, 同期公司分别实现污水处理收入 0.08 亿元、0.14 亿元、0.19 亿元和 0.03 亿元; 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, 2018 年以来公司将污水处理补贴计入营业收入。

图表 11. 近年来公司水务业务情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年上半年度
<b>供水情况:</b>				
供水管网长度(公里)	850	987	1005	1509
全年供水量(万m <sup>3</sup> )	4080	3669	3712	2122
全年售水量(万m <sup>3</sup> )	3664	3119	3219	1707
其中: 居民生活售水量(万m <sup>3</sup> )	1876	1659	1673	804
工业及其他售水量(万m <sup>3</sup> )	1788	1460	1513	903
平均日供水量(万m <sup>3</sup> )	11.0	10.0	24	24
平均售水价格(元/m <sup>3</sup> )	2.95	2.95	2.95	2.95
<b>污水处理情况:</b>				
全年污水处理量(万m <sup>3</sup> )	5631.00	5515.00	4158.5	3854.3

资料来源: 嵊州城投

#### ➤ 商品销售业务

该公司 2019 年新增商品销售业务, 目前主要由嵊州市城投商贸有限公司开展, 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, 下游客户主要包括广州金博物流贸易

集团有限公司、杭州东联钢铁有限公司、宁波百世恒兴贸易有限公司、浙江中诚硅材料有限公司、浙江物产金属集团有限公司和山西龙昇矿业有限公司等。2019-2021 年及 2022 年上半年度，公司分别实现商品销售收入 0.92 亿元、2.12 亿元、0.45 亿元和 0.55 亿元，其中 2020 年商品销售业务快速发展，增收较为明显；2021 年主要因部分商品采用净额法核算，销售收入大幅下降，毛利率有所提升。受限于业务特征，公司商品销售业务盈利能力有限，同期毛利率分别为 0.003%、0.35%、7.32% 和 3.03%。

#### ➤ 房屋销售业务

目前该公司可售房产主要为自主开发的静湖雅苑安置房及通过政府划拨获得的保障房及商铺，根据政府安排主要面向拆迁居民出售，销售进度较慢；截至 2022 年 6 月末，公司可供出售的房产账面价值为 21.73 亿元。2019-2021 年，公司分别实现房屋销售收入 0.02 亿元、0.59 亿元和 2.40 亿元，其中 2019 年主要来自静湖雅苑安置房的销售，2020 年以来主要系子公司嵊州南投部分保障房和商铺拍卖带来的收入；同期业务毛利率分别为 55.30%、2.57% 和 17.09%，其中 2019 年房产收入主要来自静湖雅苑安置房的销售，因该项目定价为市场价格基础上浮一定比例，毛利较高；2020 年结转的房产主要面向当地拆迁户定向销售，盈利能力较弱。2022 年上半年，公司未产生房屋销售收入。

此外，该公司还负责嵊州市城北区块和城东区块安置房工程的建设，合计 1985 套安置房，计划总投资为 13.79 亿元，截至 2022 年 6 月末已投资 11.87 亿元，规划未来通过对外销售回笼资金。目前公司暂无拟建安置房项目。

#### ➤ 其他业务

该公司物业租赁业务主要由本部和子公司嵊州市市场发展有限公司负责，经营物业主要包括浙江嵊州中国领带城、江滨市场、会展中心和服饰家纺城等商铺摊位，以及 2019 年以来政府划入的房产。2019-2021 年及 2022 年上半年度，公司分别实现物业租赁收入 0.33 亿元、1.12 亿元、1.18 亿元和 0.53 亿元，其中因政府划入的大量房产自 2020 年起陆续对外租赁，公司租赁收入明显提升；同期毛利率分别为 81.87%、85.40%、85.44% 和 87.99%，盈利能力较好。

此外，该公司经营业务还涉及食品销售、砂石销售、垃圾清运、测绘等，业务主要由下属各子公司开展，单项规模有限。其中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，2019-2021 年及 2022 年上半年度分别实现食品销售收入 0.85 亿元、0.80 亿元、1.15 亿元和 0.58 亿元，同期毛利率分别为 14.95%、17.47%、16.43% 和 14.60%。

### （2）经营战略

该公司以拓展新业为重点，一是加快承接城市管理运营，以与金地集团、金昌集团等成立城市运营（物业）管理公司为切入口，整合公共房产资源，实现公共房产物业市场化运营，并将城乡保洁、垃圾处理、绿化养护等业务融入城市运营范畴。二是加快推进特许经营项目，对天然气、公共自行车等项目要加快实质性运行，争取早日落地见效；把停车收费、户外广告等特许经营项目作为国有企业的优势项目，有效利用城市空间使用权和广告特许经营权，依托建筑墙体、大型电子屏、自行车停车亭、路灯杆等载体，开展户外广告位的整体布局规划。三是做大做强贸易业务，开展常规贸易业务的同时，开拓“材料甲供”业务模式，将公共项目建筑材料统一归集到城投集团贸易公司。四是积极探索资产资本运营，通过并购、参股上市公司等方式，实现国有资本市场化运营的新突破。此外，公司还尝试进军 5G、养老、环保等产业，实现多元化经营。

## 管理

### 1. 公司治理

该公司成立以来历经多次股权调整，但实际控制人一直为嵊州市财政局，产权结构清晰。公司建立了基本的治理结构、组织机构和管理制度，能够满足现阶段运营管理需要。

该公司成立以来历经多次股权调整，截至 2022 年 6 月末，公司注册资本及实收资本均为 3 亿元，由嵊州投控 100% 持股，实际控制人一直为嵊州市财政局。公司产权状况详见附录一。

嵊州投控为嵊州基础设施建设和国有资产运营主体，在地方国资体系中地位突出，承担了区域内重大政府项目建设任务，同时还开展宾馆服务、摊位出租、砂石销售等经营性业务等，业务范围较为广泛。2021 年末及 2022 年 6 月末，嵊州投控经审计的合并口径资产总额分别为 1340.70 亿元和 1545.70 亿元，净资产分别为 536.79 亿元和 542.75 亿元；2021 年及 2022 年上半年度，嵊州投控分别实现营业收入 31.14 亿元和 10.65 亿元，净利润分别为 2.23 亿元和 0.47 亿元。

该公司依照《公司法》等法律、法规制定了《公司章程》，设立了包括董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。公司董事会负责决定公司的重大事项，每届任期 3 年，共 7 名成员，由出资人委派产生，设立董事长 1 人，根据市管企业领导人员管理有关规定任免。公司设监事会，成员为 3 人，每届任期为 3 年，监事会成员由出资人委派成员、公司内部监事和职工代表组成，其中职工代表 2 人，由职工代表大会选举产生，设立监事会主席 1 人，根据市管企业领导人员管理有关规定任免。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理由董事会聘任或者解聘，每届任期三年，可连聘连任，总经理负责主持公司日常运作。

2022 年 9 月，该公司法定代表人、董事长及董事发生变动，因机构调整和工作需要，公司免去邢良军法定代表人、董事长职务，继续担任公司总经理，现任命刘良波为公司法定代表人、董事长，裘浙勇、麻建科为公司董事。刘良波历任共青团嵊州市委组宣部部长，嵊州市剡湖街道山前村驻村指导员，嵊州市贵门乡党委副书记，嵊州市甘霖镇党委副书记，嵊州市北漳镇党委副书记、镇长，嵊州市北漳镇党委书记，嵊州市剡湖街道党工委副书记、办事处主任，嵊州市科技局党组副书记、副局长，嵊州交通投资发展集团有限公司董事长、法定代表人，现任嵊州市城市建设投资发展集团有限公司法定代表人、董事长。

该公司作为嵊州市重要的城市建设投资和国有资产运营主体，在资金周转及外部融资等方面与当地政府、股东嵊州投控及其子公司往来较为频繁，存在大额的非经营性资金往来及关联担保等关联事项。2021 年末，公司被关联方占用资金 21.90 亿元（计入“其他应收款”和“应收账款”），主要包括应收股东嵊州投控及其子公司合计 15.76 亿元，应收嵊州市财政局 0.04 亿元，应收联营和合营企业浙江盛天建设开发有限公司 5.81 亿元及嵊州绿城越剧小镇投资有限公司 0.29 亿元。同时公司项目投入较大，2021 年末占用关联方款项 53.07 亿元（计入“其他应付款”、“合同负债”和“长期应付款”等），主要系与股东嵊州投控及其子公司的款项往来。关联担保方面，公司主要对股东嵊州投控下属企业提供担保，并获得股东嵊州投控及其子公司较大规模的担保；2021 年末公司向关联方提供担保金额 49.35 亿元，获得关联方提供的担保金额 214.76 亿元。此外，公司与关联方存在少量商品和劳务购销交易，2021 年公司向关联方出售商品、提供劳务合计 0.39 亿元。

## 2. 运营管理

根据自身业务特点，该公司本部设置了综合办公室、计划财务部、融资管理部、监察内审部、工程建设部、资产管理部、公共事业部和法律事务部等 8 个职能部门，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责，可基本满足公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

此外，该公司经营性业务主要由划入的子公司开展，公司实际并未对子公司的日常经营进行干预，相关业务仍由子公司独立运营，公司面临一定资源整合及子公司管控压力。

该公司制定有基本管理制度。财务管理方面，各子公司财务机构接受本部的统一管理和业务指导，公司实行资金集中化管理，公司筹资、融资和内部自由资金由本部根据需要统一调度。融资管理方面，公司董事会是融资的审批机构，融资方案需经董事会审批通过后，由融资管理部负责融资事务的经办、合同的签订和执行管理。对外担保方面，公司及下属子公司如确有需要对外担保，须报经董事长同意并经公司党委会议讨论通过；签订担保合同时必须出具嵊州投控同意的担保审批表。

### 3. 严重不良行为记录

根据该公司本部提供的 2022 年 11 月 16 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 11 月 12 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

该公司主要依赖外部融资开展业务，近年来刚性债务规模持续大幅增长，负债规模快速扩张，即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，但对刚性债务的覆盖能力仍呈下降趋势。公司资产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。此外，公司对外担保规模较大且较为集中，不利于财务风险的控制。

### 1. 数据与调整

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019-2021 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 2022 年上半年度财务报表未经审计。公司 2019 年和 2020 年财务数据分别根据 2020 年和 2021 年审计报告期初数据整理、计算。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。

2019 年，嵊州市政府将 8 家公司无偿划入该公司，主要包括嵊州黄泽新农村建设有限公司、嵊州市崇仁新农村建设有限公司、嵊州市文化发展有限公司、嵊州市物资再生有限公司、嵊州市中国领带城投资发展有限公司、嵊州市艇湖枢纽开发有限公司、嵊州市黄泽江发展有限公司以及嵊州市水利水电发展有限公司等；同时公司出资设立嵊州市越州水务开发有限公司和嵊州市剡溪自来水有限公司。2020 年，嵊州市政府将多家公司无偿划入公司，主要包括嵊州市奔康助残服务有限公司、嵊州市招商服务有限公司、嵊州市西兴建设有限公司、嵊州市长乐镇新农村建设投资有限公司、嵊州市商旅投资发展集团有限公司（简称“嵊州商旅投”）和嵊州南投等；同时公司新设 3 家子公司，出资 0 元购买江苏库弗消防工程有限公司和出资 445.06 万元购买嵊州康克餐厨环保能源有限公司 100% 股权，并通过一致行动人协议将嵊州城南浙石油综合能源销售有限公司纳入合并范围；另外公司还无偿转出子公司嵊州市公共项目建设管理有限公司和嵊州市文化发展有限公司。2021 年，嵊州市政府将 8 家公司无偿划入公司，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（简称“嵊州城改”）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。2022 年上半年度，嵊州市嵊农公用品牌运营有限公司因划入而纳入合并范围，同时公司新设嵊州市乡村振兴有限公司、嵊州市国有人防工程建设管理有限公司和嵊州市鹿山酒店管理有限公司；注销嵊州市南库水利建设有限公司和嵊州市剡库自来水有限公司。截至 2022 年 6 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共有 71 家，其中直接持股 23 家。

该公司新纳入合并范围的子公司中，嵊州南投主要从事嵊州市高铁新城范围内的基础设施建设等业务，嵊州商旅投主要从事嵊州市范围内旅游业务，嵊州城改主要从事城市改造升级业务，上述子公

司的资产和收入规模较大，其纳入对公司经营和财务状况影响较大。

图表 12. 主要变动子公司合并日财务情况（单位：亿元）

名称	总资产	净资产	合并当期期初至合并日被合并方的收入	合并当期期初至合并日被合并方的净利润	合并日
嵊州市城南建设投资有限公司	147.54	68.06	0.12	0.07	2020年7月15日
嵊州市商旅投资发展集团有限公司	8.58	-0.37	0.005	-0.17	2020年7月15日
嵊州市城市改造投资有限公司	34.95	14.17	--	0.07	2021年11月29日

资料来源：嵊州城投

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

该公司主要依赖外部融资弥补资金缺口，随着项目建设的持续推进，债务规模快速扩张，财务杠杆不断升高，权益资本对刚性债务的覆盖能力持续下降。2019-2021年末及2022年6月末，公司负债总额分别为206.19亿元、338.26亿元、422.22亿元和499.85亿元；同期末，公司资产负债率分别为49.17%、55.60%、53.92%和58.22%，股东权益与刚性债务比率分别为173.17%、105.38%、109.52%和87.31%。

受益于合并范围扩大、政府持续注入资产以及获得财政拨款，该公司资本实力持续增强。2019-2021年末，公司所有者权益分别为213.15亿元、270.13亿元和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。其中公司实收资本保持稳定，近三年末均为3.00亿元。资本公积是权益增量的主要来源，主要因合并范围扩大、股东增资、政府注入国有企业股权、房产、管网资产及广告位特许经营权等国有资产，加之财政拨款等持续增长，2021年末同比增长29.70%至325.99亿元，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，2021年末同比增长17.13%至6.23亿元。2022年6月末，公司所有者权益较上年末微降0.61%至358.65亿元，资本结构基本保持稳定。

### （2）债务结构

随着融资规模的增长，该公司债务期限结构有所改善，流动负债占比呈下降趋势。2019-2021年末及2022年6月末，公司流动负债分别占总负债的48.71%、45.39%、41.52%和36.90%，同期末长短期债务比分别为105.28%、120.32%、140.87%和171.03%。从负债构成看，公司负债主要由刚性债务、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，2021年末余额为68.99亿元，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，2021年末余额为12.93亿元，主要因收到城市基础设施工程拨款，较上年末上升29.71%。

2022年6月末，该公司负债规模较上年末增长18.39%至499.85亿元，主要系刚性债务增长所致。其中刚性债务较上年末增长24.66%至410.80亿元，主要系银行借款和债券融资规模增长所致；其他应付款主要因偿还部分往来款，较上年末下降5.15%至65.44亿元，期末主要包括应付股东嵊州投控44.63亿元、嵊州市现代农业园区建设有限公司6.70亿元、嵊州市公共项目建设管理有限公司2.66亿元、嵊州市城南城中村改造有限公司2.60亿元和嵊州市甘霖镇财政管理小组1.62亿元等。

受项目持续推进以及合并范围增加影响，该公司刚性债务规模快速扩张。2019-2021年末及2022年6月末，公司刚性债务分别为123.09亿元、256.33亿元、329.48亿元和410.80亿元；同期末短期刚性债务占比分别为28.01%、33.15%、30.25%和27.41%。虽刚性债务结构偏长期，但公司短期刚性债务

规模快速增大，将面临较大的即期偿付压力；2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，公司短期刚性债务分别为 34.48 亿元、84.96 亿元、99.65 亿元和 112.61 亿元。

该公司刚性债务主要由银行借款、应付债券和其他形式融资构成，2022 年 6 月末占比分别为 49.12%、40.15% 和 10.74%。其中银行借款余额为 201.77 亿元，借款利率区间主要在 4.05%-7.90%，国有政策性银行、国有五大行及其他商业性银行的借款占比分别为 14.57%、28.87% 和 56.56%；借款性质以保证借款为主，担保借款占比约 75%，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。应付债券余额为 164.92 亿元，主要为发行的私募产品和企业债，发行利率在 4.49%-6.60%，大多由股东嵊州投控或绍兴市城市建设投资集团有限公司（简称“绍兴城投”）提供担保。其他形式融资余额为 44.11 亿元，主要为信托、融资租赁和其他金融机构借款，以及政府企事业单位借款等（计入“短期借款”、“长期借款”和“长期应付款”），利率区间主要在 4.50%-9.00%。

2019 年以来该公司陆续发行了多期债券，截至 2022 年 11 月 20 日，公司存续期债券余额为 154.60 亿元和 1.43 亿美元，目前本息兑付情况正常。

图表 13. 公司存续期债券概况

发行人简称	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	担保方简称
嵊州城投	19 嵊州债 01	10.00	7	4.90	2019-08-14	正常，已兑付本金 2.00 亿元	绍兴城投
嵊州城投	19 嵊州债 02	8.00	7	5.18	2019-11-01	正常，已兑付本金 1.60 亿元	绍兴城投
嵊州城投	20 嵊城 01	13.00	5 (3+2)	4.49	2020-05-27	正常	嵊州投控
嵊州城投	20 嵊城 02	12.00	5 (3+2)	4.50	2020-07-30	正常	嵊州投控
嵊州城投	20 嵊城 03	15.00	5 (3+2)	5.27	2020-12-17	正常	嵊州投控
嵊州城投	21 嵊州城投 PPN001	12.00	5 (3+2)	4.74	2021-03-29	正常	嵊州投控
嵊州城投	21 嵊州城投 PPN002	10.00	3	4.48	2021-07-21	正常	嵊州投控
嵊州城投	21 嵊城 01	8.80	5 (3+2)	4.50	2021-05-27	正常	嵊州投控
嵊州城投	22 嵊州城投 PPN001	10.00	3	4.10	2022-01-06	尚未进入付息期	嵊州投控
嵊州城投	城投集团 2.7% N20250316	1.43 亿美元	3	2.70	2022-03-16	尚未进入付息期	--
嵊州南投	20 嵊南 01	9.40	7 (3+2+2)	6.00	2020-01-08	正常	嵊州投控
嵊州南投	20 嵊南 02	4.40	3	4.90	2020-09-29	正常	嵊州投控
嵊州南投	21 嵊南 01	8.60	3	4.75	2021-04-09	正常	嵊州投控
嵊州南投	21 嵊州城南 PPN001	5.00	5 (3+2)	4.60	2021-06-07	正常	嵊州投控
嵊州南投	21 嵊州城南 PPN002	6.00	3	4.57	2021-12-15	尚未进入付息期	嵊州投控
嵊州南投	22 嵊南 01	7.60	5 (3+2)	3.59	2022-06-23	尚未进入付息期	嵊州投控
嵊州南投	22 嵊南 02	9.40	5 (3+2)	3.45	2022-10-20	尚未进入付息期	嵊州投控
嵊州南投	22 嵊南债 01	9.00	7 (5+2)	4.25	2022-03-16	尚未进入付息期	嵊州投控

资料来源：Wind（截至 2022 年 11 月 20 日）

### 3. 现金流量

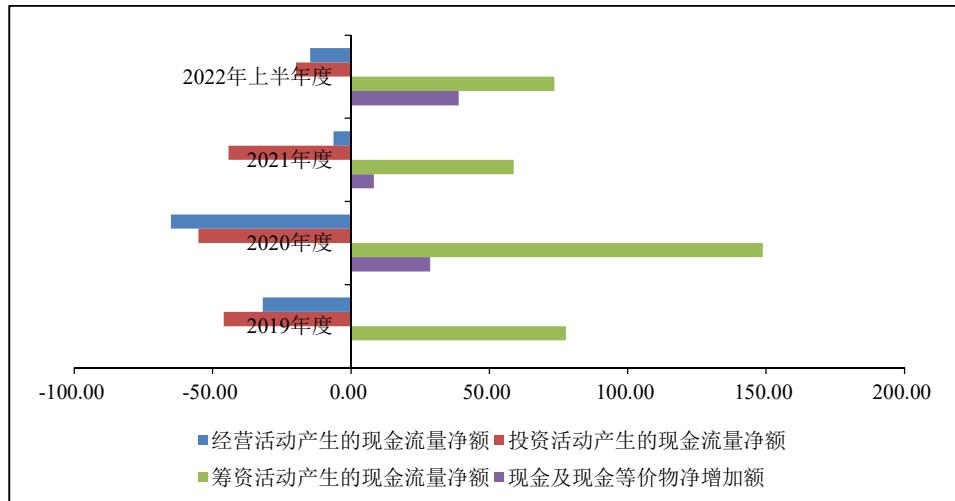
该公司经营环节的现金主要反映基础设施代建资金回笼、土地出让收入、经营性业务收支、土地资产购置、政府补贴收入以及往来款的流转。2019-2021 年公司营业收入现金率分别为 107.13% 和 116.32% 和 99.94%，主业收现总体水平较好。2019-2021 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -31.92 亿

元、-65.07亿元和-6.27亿元，2019年以来随着持续通过招拍挂购入较大规模土地，加之合并范围扩大，公司经营活动现金净流出规模不断增大，2021年公司购地支出较少，资金缺口明显缩减。

该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，因基建项目持续投入，加上合并范围扩大，投资性现金净流出规模较大，2019-2021年投资活动产生的现金流量净额分别为-45.98亿元、-55.17亿元和-44.26亿元。为弥补资金缺口，公司主要通过金融机构融资、发行债券及财政拨款等方式筹措资金，近年来筹资性现金流波动较大，筹资活动产生的现金流量净额分别为77.64亿元、148.80亿元和58.76亿元。

2022年上半年度，该公司营业收入现金率为93.75%，主业收现能力有所下降，加之往来资金净流出，当期经营活动产生的现金净流出14.74亿元；同期公司持续投建项目，投资活动产生的现金净流出19.85亿元；上半年度公司融资力度仍较大，筹资活动产生的现金净流入73.51亿元。

图表 14. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：根据嵊州城投所提供资料整理、绘制。

#### 4. 资产质量

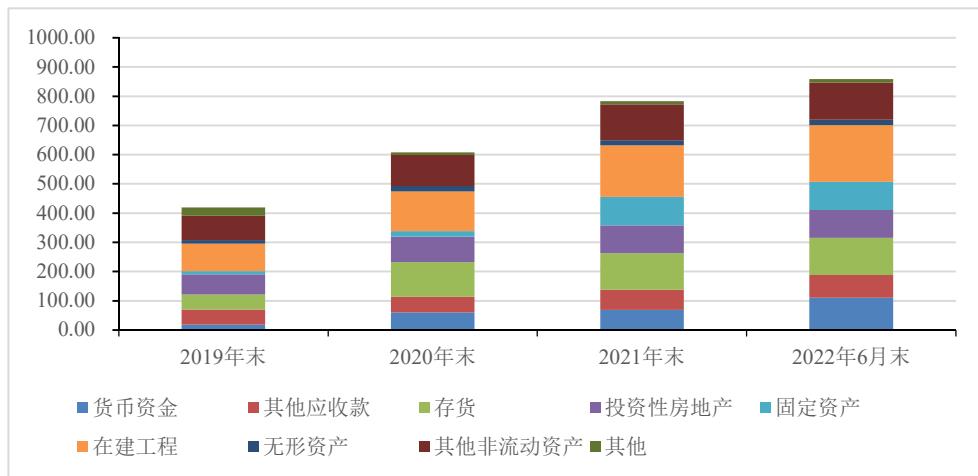
随着合并范围的扩大、项目的推进、房产等资产划入以及大规模购置土地，该公司资产规模迅速扩张。2019-2021年末，公司资产总额分别为419.34亿元、608.39亿元和783.08亿元。从资产结构看，主要以非流动资产为主，2019-2021年末非流动资产占总资产的比重分别为70.94%、61.51%和65.87%。

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，主要包括应收嵊州市城南城中村改造有限公司17.82亿元、嵊州市城东新城建设发展有限公司7.53亿元、嵊州市新农村建设有限公司7.20亿元、嵊州市城中村改造投资有限公司6.96亿元和嵊州投控6.78亿元等。存货因招拍挂购入土地，较上年末增长4.57%至124.60亿元，主要包括土地资产120.84亿元等，大部分为住宅及商服用地。

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。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。此外，因执行新会计准则，年末可供出售金融资产由 4.06 亿元减至 0。

图表 15. 近年来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据嵊州城投所提供资料整理、绘制。

2022 年以来，主要由于项目持续推进、外部融资款到位以及往来款增加，该公司资产规模持续增长。6 月末，公司资产总额较上年末增长 9.63%至 858.49 亿元。其中货币资金较上年末增长 60.44%至 110.45 亿元，可动用资金 90.24 亿元。因往来款规模持续增长，其他应收款较上年末增长 11.70%至 77.65 亿元，期末主要包括应收股东嵊州投控 6.14 亿元、嵊州市城南城中村改造有限公司 23.01 亿元、嵊州市城东新城建设发展有限公司 7.53 亿元、嵊州市城中村改造投资有限公司 6.90 亿元和嵊州市新农村建设有限公司 7.64 亿元等。随着项目持续投入和部分项目完工转入，在建工程较上年末增长 9.95%至 193.98 亿元，其他非流动资产较上年末增长 4.08%至 127.81 亿元。其他资产科目较上年末变动不大。

## 5. 盈利能力

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。2019-2021 年，公司分别实现营业毛利 1.54 亿元、2.63 亿元和 4.02 亿元。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019-2021 年分别为 3.00 亿元、4.65 亿元和 8.74 亿元，对盈利侵蚀较大；其中管理费用因并表范围变化和公司规模扩张持续增长，同期分别为 0.96 亿元、1.33 亿元和 1.88 亿元；公司对部分利息进行资本化处理，同时部分利息支出被财政贴息冲减，但随着债务规模的快速增大，公司利息支出规模不断增长，费用化利息快速增加，近三年财务费用分别为 1.74 亿元、3.10 亿元和 6.57 亿元。公司水务、代建基建等业务具有一定的公益性，每年可获得一定规模政府补助，2019-2021 年公司分别获得政府补助 2.18 亿元、1.55 亿元和 5.15 亿元；此外，受益于投资性房地产评估增值，同期公司分别实现公允价值变动净收益 1.45 亿元、4.29 亿元和 2.50 亿元。2019-2021 年，公司分别实现净利润 1.64 亿元、1.97 亿元和 1.96 亿元，总资产报酬率分别为 1.33%、1.25% 和 1.44%，资产获利能力较为有限。

2022 年上半年度，该公司实现营业收入 4.75 亿元，营业毛利为 1.23 亿元，当期获得政府补助 2.33 亿元；同期分别实现利润总额和净利润 0.08 亿元和 0.05 亿元。

## 6. 偿债能力与流动性

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，2019-2021 年分别为 4.55 亿元、7.32 亿元和 11.29 亿元。公司融资规模快速增长且规模较大，EBITDA 对债务及利息支出的保障程度很低。同时公司非筹资性现金流持续呈净流出状态，难以以为债务偿付提供有效保障。

图表 16. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2019 年(末)	2020 年(末)	2021 年(末)	2022 年 6 月末
EBITDA/利息支出(倍)	0.69	0.69	0.72	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.04	0.04	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-43.66	-51.24	-3.81	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-35.14	-34.30	-2.14	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-106.55	-94.69	-30.73	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-85.77	-63.38	-17.25	—
流动比率(%)	121.30	152.53	152.46	173.81
现金比率(%)	18.67	38.85	39.27	59.89
短期刚性债务现金覆盖率(%)	54.39	70.20	69.08	98.08

资料来源：嵊州城投

该公司账面流动性指标尚可，2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，流动比率分别为 121.30%、152.53%、152.46% 和 173.81%；但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。2022 年 6 月末，公司现金比率及短期刚性债务覆盖率分别为 59.89% 和 98.08%，账面可动用货币资金对流动负债的覆盖度较低，存在一定的即期偿付压力。

截至 2022 年 6 月末，该公司受限资产合计 50.06 亿元，占总资产的比重为 5.83%，总体受限比例不高。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等。

图表 17. 截至 2022 年 6 月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	20.21	18.30	借款质押、保证金
存货	10.69	8.39	借款抵押、对外担保抵押
投资性房地产	16.66	17.40	借款抵押
在建工程	0.56	0.29	借款抵押
无形资产	1.75	9.91	借款抵押
固定资产	0.18	0.19	借款抵押
<b>合计</b>	<b>50.06</b>	--	--

资料来源：嵊州城投

## 7. 表外事项

该公司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子公司。截至 2022 年 6 月末，公司对外担保余额为 54.36 亿元，担保比率为 15.16%，其中公司为嵊州市交通投资发展集团有限公司（简称“嵊州交发”，原嵊州市交通发展有限公司）、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 17.99 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 33.09%、14.40% 和 14.11%。公司对外担保整体规模较大，且较为集中，不利于财务风险的控制。

图表 18. 截至 2022 年 6 月末公司对外担保构成情况（单位：亿元）<sup>3</sup>

被担保方	被担保金额	担保期限
嵊州市新农村建设有限公司	6.00	2016.7-2028.7
嵊州市城东新城建设发展有限公司	4.00	2020.12-2026.2
嵊州市城北建设投资发展有限公司	1.80	2020.8-2022.8
嵊州市城南城中村改造有限公司	1.50	2020.12-2024.12
嵊州市交通投资发展集团有限公司	17.99	2019.2-2034.8

<sup>3</sup> 截至本评级报告出具日，公司对外担保中部分到期担保已续保。

被担保方	被担保金额	担保期限
嵊州市汇通实业有限公司	0.80	2021.9-2022.9
嵊州市一达公路养护工程有限公司	1.61	2021.7-2026.7
嵊州市砂石资源管理有限公司	0.60	2021.9-2022.9
嵊州市广电信息网络有限公司	0.26	2021.12-2022.12
嵊州市公共交通有限公司	0.55	2021.6-2026.6
嵊州市交通投资开发有限公司	2.50	2021.4-2026.9
嵊州市广电信息网络有限公司	0.25	2021.9-2022.12
嵊州经济开发区新农村建设有限公司	1.00	2021.6-2026.6
嵊州市经济开发区艇湖新兴产业园建设有限公司	7.67	2021.4-2039.8
嵊州市投资控股有限公司	7.83	2020.7-2022.9
合计	54.36	--

资料来源：嵊州城投

## 外部支持

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持续支持。受益于政府持续注入资金以及大规模的实物资产和股权资产，公司资本实力整体不断增强：2019-2021年末及2022年6月末，公司所有者权益分别为213.15亿元、270.13亿元、360.86亿元和358.65亿元；同期公司分别获得政府补助2.18亿元、1.55亿元、5.15亿元和2.33亿元，为盈利提供了重要补充。

该公司已与多家银行建立了良好的、长期的合作关系。截至2022年6月末，公司已获得授信额度223.67亿元，未使用额度30.55亿元。

## 债项信用分析

### 1. 本次债券特定条款

本次债券设置发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，该公司发出关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人，或选择放弃投资者回售选择权而继续持有本期债券。发行人有权选择将回售的债券进行转售或予以注销。

### 2. 增信措施及效果

本期债券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。

嵊州投控为嵊州基础设施建设和国有资产运营主体，承担了区域内重大政府项目建设任务，地位较为突出，同时还开展宾馆服务、摊位出租、砂石销售等经营性业务等，业务范围较为广泛。

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2.26亿元），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，近年来政府划入多家子公司，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。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，信用质量和担保能力良好。

### 3. 其他偿付保障措施

作为嵊州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，该公司持续得到政府和股东较大力度的支持。受益于政府持续注入资金及资产，以及嵊州南投等股权划入，公司权益资本快速增厚；同时公司每年获得一定规模政府补助，有效补充公司盈利。此外，公司尚有一定规模的货币储备，加之有较大规模的资产可抵押，具有一定的再融资能力，同时募投项目在债券存续期内可实现一定经营收益，为本期债券偿付提供一定保障。

## 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。近年来嵊州市一般公共预算收入稳定性及质量较好，但财政自给程度较低，同时地方财力对土地市场有一定依赖。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，但房地产及土地市场下行压力有所增大。

作为嵊州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，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、供排水及国有资产运营等业务；2020年主要受益于嵊州南投的划入，公司业务开发范围进一步扩大。公司收入来源众多但稳定性一般，近年来营业收入规模持续提升。公司未来投入仍主要集中于基础设施建设，但公司承接的项目规模较大，资金回笼滞后，将持续面临投融资压力。

该公司主要依赖外部融资开展业务，近年来刚性债务规模持续大幅增长，负债规模快速扩张，即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，但对刚性债务的覆盖能力仍呈下降趋势。公司资产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。此外，公司对外担保规模较大且较为集中，不利于财务风险的控制。

## 跟踪评级安排

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

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

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

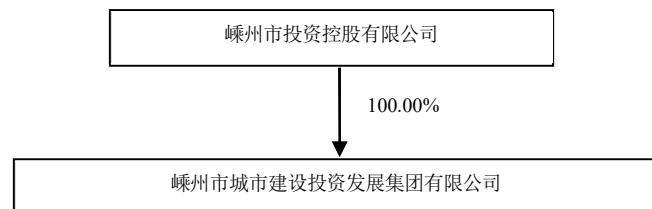
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

附录一：

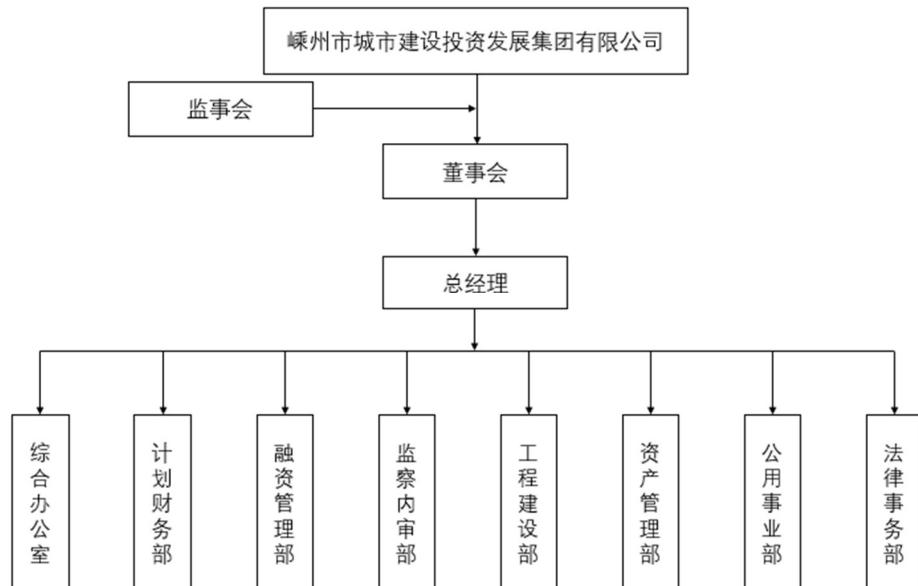
公司股权结构图



注：根据嵊州城投提供的资料绘制（截至 2022 年 6 月末）

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 2022 年 6 月末）

## 附录三：

## 主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				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	132.38	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	
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	54.04	132.56	2.89	0.55	0.29	
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	-0.02	
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	4.82	10.21	--	-0.38	4.09	

注：根据嵊州城投 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 上半年度
资产总额[亿元]	419.34	608.39	783.08	858.49
货币资金[亿元]	18.76	59.64	68.84	110.45
刚性债务[亿元]	123.09	256.33	329.48	410.80
所有者权益[亿元]	213.15	270.13	360.86	358.65
营业收入[亿元]	8.43	11.04	17.87	4.75
净利润[亿元]	1.64	1.97	1.96	0.05
EBITDA[亿元]	4.55	7.34	11.29	—
经营性现金净流入量[亿元]	-31.92	-65.07	-6.27	-14.74
投资性现金净流入量[亿元]	-45.98	-55.17	-44.26	-19.85
资产负债率[%]	49.17	55.60	53.92	58.22
长短期债务比[%]	105.28	120.32	140.87	171.03
权益资本与刚性债务比率[%]	173.17	105.38	109.52	87.31
流动比率[%]	121.30	152.53	152.46	173.81
速动比率[%]	70.05	74.38	81.28	104.11
现金比率[%]	18.67	38.85	39.27	59.89
短期刚性债务现金覆盖率[%]	54.39	70.20	69.08	98.08
利息保障倍数[倍]	0.60	0.60	0.63	—
有形净值债务率[%]	102.93	134.30	123.32	146.90
担保比率[%]	15.54	20.38	17.36	15.16
毛利率[%]	18.24	23.79	22.48	25.85
营业利润率[%]	25.23	29.79	15.28	4.10
总资产报酬率[%]	1.33	1.25	1.44	—
净资产收益率[%]	1.11	0.82	0.62	—
净资产收益率*[%]	0.99	0.84	0.66	—
营业收入现金率[%]	107.13	116.32	99.94	93.75
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-43.66	-51.24	-3.81	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-35.14	-34.30	-2.14	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-106.55	-94.69	-30.73	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-85.77	-63.38	-17.25	—
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 年度及未经审计的 2022 年上半年度财务数据整理、计算；其中 2019 年和 2020 年财务数据分别根据 2020 年和 2021 年审计报告期初数据整理、计算。

指标计算公式

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%

指标名称	计算公式
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

## 附录五：

### 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、CCC 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。

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、CCC 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。

附录六：

## 发行人历史评级

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	<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="#">城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月29日	AA/稳定	徐丽、李凯琪	<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11月28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	本次评级	2022年11月28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1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。