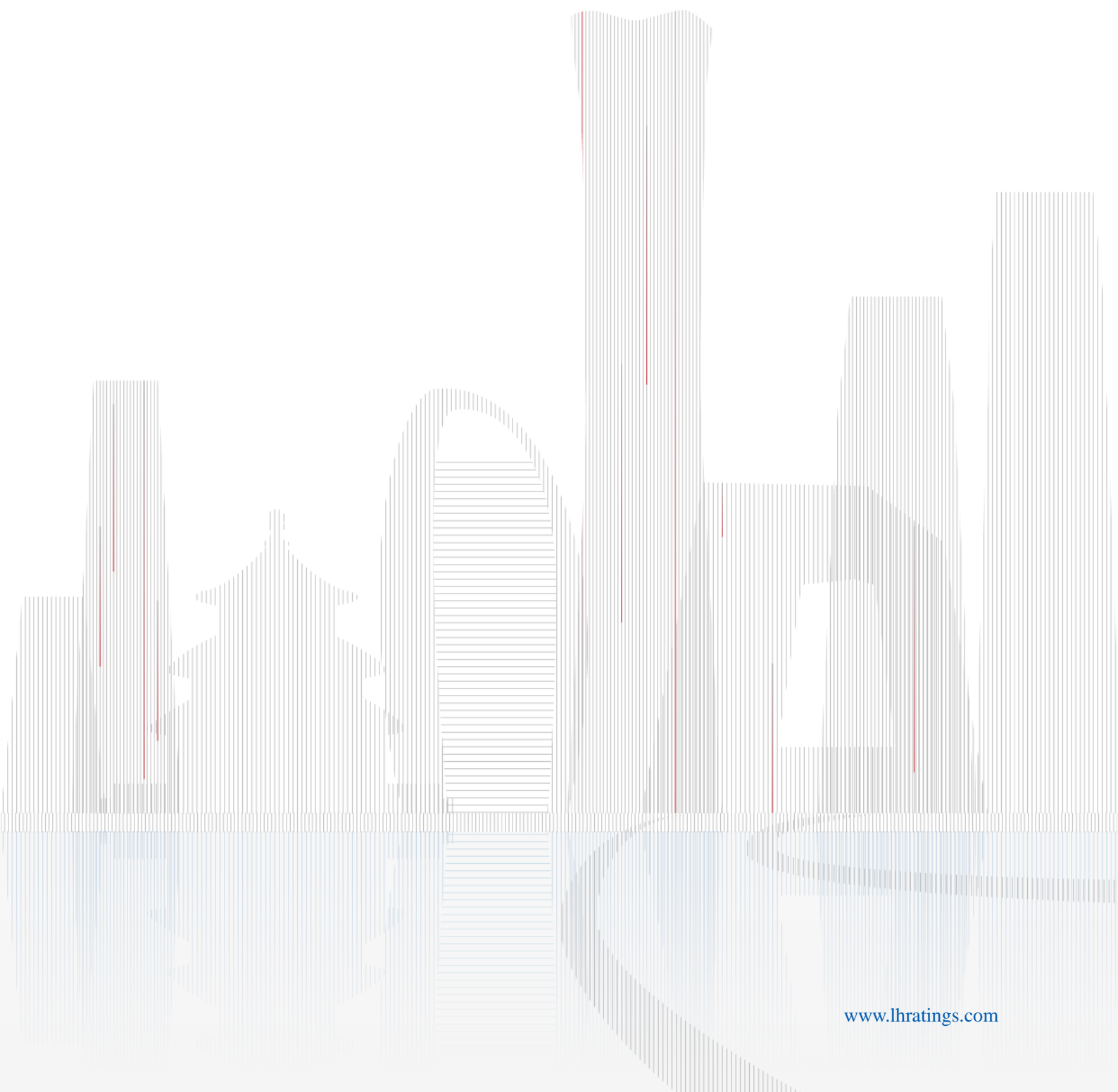


绍兴市城市建设投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2024〕5293 号

联合资信评估股份有限公司通过对绍兴市城市建设投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持绍兴市城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 绍城 01”“21 绍城 G1”“21 绍兴城投 MTN002（权益出资）”“21 绍兴城投 MTN003”和“21 绍城 G2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受绍兴市城市建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

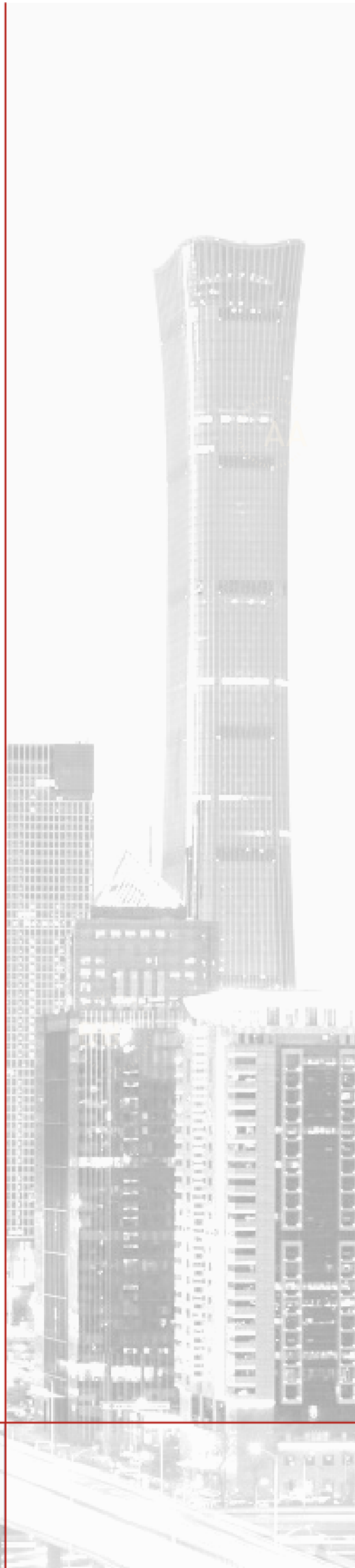
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



绍兴市城市建设投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
绍兴市城市建设投资集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/25
20 绍城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 绍城 G1			
21 绍城 G2			
21 绍兴城投 MTN002（权益出资）	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 绍兴城投 MTN003			

评级观点

绍兴市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）仍是绍兴市重要的城市基础设施投资建设以及国有资产运营主体，区域地位重要，且在燃气销售、水务运营等公用事业业务上专营优势突出。绍兴市区位优势明显，2023 年经济稳步增长，GDP 及其增速处于浙江省中上游。跟踪期内，公司法人治理结构完善，主要内部管理制度连续；虽董事存在缺位，但不影响公司整体运作。跟踪期内，公司收入仍主要来源于燃气、水务等公用事业运营板块和商品销售板块。2023 年，公司主营业务收入保持稳定，毛利率有所提升。截至 2024 年 3 月末，公司自营项目后续投资规模较大，且未来收益存在不确定性。2023 年，公司燃气供销价差由负转正，但利润空间仍较低。跟踪期内，公司资产规模持续增长，以商品房开发成本和土地为主的存货，以及以基础设施建设和自营项目开发形成的在建工程、其他非流动资产规模较大，资产流动性较弱；公司权益规模变动不大，权益稳定性仍一般；公司债务规模较快增长，整体债务负担持续上升，债券融资占比高。公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现尚可，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在财政贴息和政府补助方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

绍兴市为长三角城市群重要城市、环杭州湾大湾区核心城市、杭州都市圈副中心城市之一，区位优势明显。未来，随着绍兴市经济持续增长和公司基础设施建设工程的持续推进以及水务、燃气业务板块的持续运营，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：区域经济和财政实力出现大幅下滑，公司外部发展环境恶化；公司业务范围和区域范围缩小，职能定位下降；发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱；公司偿债指标持续大幅弱化，外部融资环境恶化。

优势

- **外部发展环境良好。**绍兴市为长三角城市群重要城市、环杭州湾大湾区核心城市、杭州都市圈副中心城市之一，区位优势明显。2023 年，绍兴市经济稳步增长，GDP 及其增速处于浙江省中上游，公司经营发展的外部环境良好。
- **区域地位仍重要且公用事业业务区域专营优势突出。**公司作为绍兴市重要的城市基础设施投资建设以及国有资产运营主体，区域地位重要，且在燃气销售、水务运营等公用事业业务上专营优势突出。
- **持续获得政府有力支持。**2023 年，公司获得财政贴息 8.44 亿元、政府补助 7.43 亿元。

关注

- **自营项目尚需投资规模较大，且未来收益存在不确定性。**若不考虑已投资超概的项目，截至 2024 年 3 月末，公司在建自营项目尚需投资 105.74 亿元，拟建自营项目计划总投资 9.01 亿元。同时，公司自主运营项目主要为市政道路项目等，大部分项目资金平衡依靠公司盘活资产和政府补贴，未来收益存在不确定性。
- **资产流动性较弱。**公司资产中以商品房开发成本和土地为主的存货和以基础设施建设和自营项目开发形成的在建工程、其他非流动资产规模较大，资产流动性较弱。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

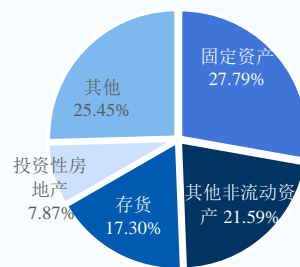
主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	37.70	56.43	81.44
资产总额（亿元）	673.02	729.08	759.59
所有者权益（亿元）	261.15	261.67	261.77
短期债务（亿元）	34.10	32.00	83.36
长期债务（亿元）	256.79	311.67	298.86
全部债务（亿元）	290.89	343.67	382.22
营业总收入（亿元）	111.37	111.72	28.24
利润总额（亿元）	3.45	3.64	0.17
EBITDA（亿元）	26.07	16.54	--
经营性净现金流（亿元）	35.84	20.29	-7.71
营业利润率（%）	6.68	9.55	7.51
净资产收益率（%）	0.76	0.62	--
资产负债率（%）	61.20	64.11	65.54
全部债务资本化比率（%）	52.69	56.77	59.35
流动比率（%）	153.35	169.60	142.12
经营现金流动负债比（%）	27.23	14.99	--
现金短期债务比（倍）	1.11	1.76	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	2.12	5.02	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.16	20.78	--
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	459.27	500.14	525.19
所有者权益（亿元）	194.53	198.56	199.74
全部债务（亿元）	227.10	253.49	282.92
营业总收入（亿元）	1.06	1.49	0.43
利润总额（亿元）	7.98	4.92	1.07
资产负债率（%）	57.64	60.30	61.97
全部债务资本化比率（%）	53.86	56.08	58.62
流动比率（%）	550.03	516.16	346.41
经营现金流动负债比（%）	-23.03	-2.27	--

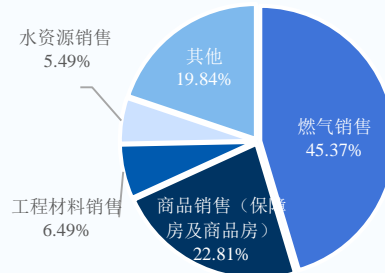
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将公司其他应付款中的有息部分计入短期债务，长期应付款中的有息部分计入长期债务核算；4. 本报告中公司 2022 年度/末数来自 2023 年审计报告中的上年同期/上年末数据

资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

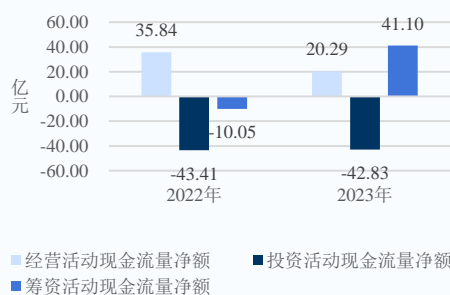
2023 年末公司资产构成



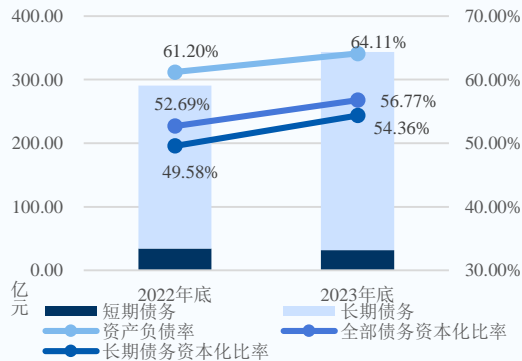
2023 年公司主营业务收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期日	特殊条款
20 绍城 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2027/05/27	调整票面利率选择权，回售选择权
21 绍城 G1	8.00 亿元	8.00 亿元	2028/04/27	--
21 绍城 G2	7.00 亿元	7.00 亿元	2031/09/01	--
21 绍兴城投 MTN002 (权益出资)	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/03/29	--
21 绍兴城投 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/04/23	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“20 绍城 01”设有投资人回售选择权，上表中到期日为不行权到期日
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 绍城 01、21 绍城 G1、21 绍城 G2、21 绍兴城投 MTN002 (权益出资)、21 绍兴城投 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/21	尹丹 徐汇丰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	阅读全文
21 绍城 G2	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/08/23	倪昕 崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
21 绍城 G1	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/04/19	倪昕 崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
21 绍兴城投 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/04/15	倪昕 崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
21 绍兴城投 MTN002 (权益出资)	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/03/19	倪昕 崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
20 绍城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/05/19	倪昕 张蔚	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文

注：上述评级方法/模型及历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：尹丹 yindan@lhratings.com

项目组成员：张勇 zhangyong@lhratings.com | 徐汇丰 xuhf@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于绍兴市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1999 年 11 月，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 33.00 亿元，绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“绍兴市国资委”）持有公司 90.00% 股权，浙江省财务开发有限责任公司持有公司 10.00% 股权，绍兴市国资委为公司控股股东和实际控制人。

公司主营业务为基础设施建设、燃气销售、水务业务运营（包括水资源销售、污水处理收集和工程材料销售）和商品销售（保障房及商品房）等业务。

截至 2024 年 3 月末，公司本部设资产管理部、市场金融部及工程建设部等职能部门（室）；合并范围内的一级子公司合计 20 家。

截至 2023 年末，公司合并资产总额 729.08 亿元，所有者权益 261.67 亿元（含少数股东权益 55.19 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 111.72 亿元，利润总额 3.64 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司合并资产总额 759.59 亿元，所有者权益 261.77 亿元（含少数股东权益 55.36 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 28.24 亿元，利润总额 0.17 亿元。

公司注册地址：浙江省绍兴市越城区解放大道 288 号 17 层；法定代表人：方维炯。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，表中债券募集资金均已按募集说明书约定使用完毕，均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2024 年 5 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
20 绍城 01	10.00	10.00	2020/05/27	7（5+2）
21 绍城 G1	8.00	8.00	2021/04/27	7
21 绍城 G2	7.00	7.00	2021/09/01	10
21 绍兴城投 MTN002（权益出资）	10.00	10.00	2021/03/29	5
21 绍兴城投 MTN003	10.00	10.00	2021/04/23	5

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

绍兴市为长三角城市群重要城市、环杭州湾大湾区核心城市、杭州都市圈副中心城市之一，区位优势明显。2023 年，绍兴市经济稳步增长，GDP 及其增速处于浙江省中上游。绍兴市提出“十四五”期间逐步建立“3+2+4”现代产业体系，产业转型升级加速推进。2023 年，绍兴市一般公共预算收入有所增长，收入质量良好，财政自给能力尚可。公司经营发展的外部环境良好。

绍兴市位于浙江省中北部，东连宁波市，南临台州市和金华市，西接杭州市，北隔钱塘江与嘉兴市相望，是国家历史文化名城和著名的风景旅游城市。截至 2023 年末，绍兴市辖 3 个区（柯桥区、越城区、上虞区）、1 个县（新昌县）、代管 2 个县级市（诸暨市、嵊州市），设有 1 个省级新区（滨海新区）、4 个国家级开发区（杭州湾上虞经济开发区、绍兴袍江经济技术开发区、柯桥经济技术开发区和绍兴高新技术产业开发区）。绍兴市为长三角城市群重要城市、环杭州湾大湾区核心城市、杭州都市圈副中心城市之一。截至 2023 年末，绍兴市常住人口 539.4 万人。

根据绍兴市国民经济和社会发展统计公报，2023 年，绍兴市经济稳步增长。2023 年，绍兴市 GDP 及其增速分别位居省内第 4 位和第 2 位，人均 GDP 处于中上游水平。工业发展方面，绍兴市提出，“十四五”期间逐步建立“3+2+4”的现代产业体系，即纺织、化工、金属加工三大传统产业为支撑，黄酒、珍珠两大历史经典产业为特色，高端装备、现代医药、新材料、电子信息四大新兴产业为引领。为此，近年来绍兴市全面实施制造业智能化改造、数字化赋能行动，深入推进数字经济“一号工程”，印染化工产业跨区域集聚提升，中芯绍兴一期达产，集成电路全产业链基本形成，工业互联网平台体系加快建设。2023 年，绍兴市产业转型升级加速推进，规模以上工业中，装备制造业、战略性新兴产业和高技术产业增加值分别增长 13.5%、13.2%和 11.7%，增速均高于规模以上工业平均水平；增加值分别占规模以上工业的 34.3%、42.0%和 16.2%。

图表 2 • 绍兴市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	6795	7351	7791
GDP 增速（%）	8.7	4.4	7.8
固定资产投资增速（%）	12.3	11.0	10.0
三产结构	3.3:47.5:49.2	3.3:49.0:47.7	3.1:47.9:49.0
人均 GDP（万元）	12.79	13.75	14.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年，绍兴市一般公共预算收入有所增长，整体收入质量良好。绍兴市政府性基金预算收入主要由国有土地使用权出让收入构成，受房地产市场环境及土地市场供需情况影响较大，2023 年政府性基金收入继续下降。整体看，绍兴市地方财政自给程度尚可，政府性基金

收入是绍兴市地方政府财力的重要补充。截至 2023 年末，绍兴市政府债务余额 1883.79 亿元，其中专项债务余额 1408.07 亿元，一般债务余额 475.72 亿元，绍兴市政府债务负担重。

图表 3 • 绍兴市主要财力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	603.80	540.09	578.75
一般公共预算收入增速（%）	11.1	-2.1 ¹	7.2
税收收入（亿元）	490.86	411.24	449.70
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	81.29	76.14	77.70
一般公共预算支出（亿元）	714.50	804.86	778.64
财政自给率（%）	84.51	67.10	74.33
政府性基金收入（亿元）	1154.77	727.73	445.07
地方政府债务余额（亿元）	1437.32	1680.49	1883.79

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据绍兴市统计局公布的数据，2024 年一季度，绍兴市实现 GDP 1852 亿元，按不变价格计算，同比增长 7.8%，增速与去年全年持平，居全省第 1 位；实现一般公共预算收入 217.72 亿元。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司股权结构及竞争地位未发生变化，公司仍是绍兴市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体，区域地位重要，且在燃气销售、水务运营等公用事业运营方面区域专营优势突出。公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

跟踪期内，公司股权结构未发生变动，绍兴市国资委仍为公司控股股东和实际控制人。公司仍是绍兴市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体，业务涵盖城市基础设施建设、城市燃气和水务公用事业以及工程施工等。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：913306007154908592），截至 2024 年 5 月 13 日，公司本部无未结清的关注类或不良类信贷信息记录，已结清贷款中存在 21 笔关注类贷款账户。根据公司提供的说明，关注类贷款账户系银行自身对平台类公司的分类调整形成。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91330600MA2D72N29K），截至 2024 年 5 月 28 日，子公司绍兴市原水集团有限公司（以下简称“原水集团”）本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91330600146044719C），截至 2024 年 6 月 3 日，子公司浙江双成电气有限公司（以下简称“双成公司”）本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司本部存在逾期或违约记录。

截至 2024 年 6 月 24 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构完善，主要内部管理制度连续；虽董事存在缺位，但不影响公司整体运作。

2023 年 5 月，赵荣夫同志、沈永全同志不再担任公司监事，姜华同志、沈鑫涛同志任公司监事。2023 年 11 月，宣晓鑫同志不再担任公司董事。2024 年 2 月，刘巍同志任公司职工董事。

¹ 为扣除留抵退税因素后同口径

截至 2024 年 5 月末，公司到位董事 6 名，其中 1 名外部董事；根据公司章程，公司暂缺董事 1 名。公司到位监事 5 名，符合公司章程约定。公司暂缺董事 1 名，对公司正常经营决策未造成重大影响。

（三）经营方面

1 经营概况

公司业务多元化，收入仍主要来源于燃气、水务公用事业运营板块和商品销售板块。2023 年，公司主营业务收入保持稳定，毛利率有所提升。

公司业务多元化程度较高，收入主要来源于燃气销售板块、商品销售以及水务板块（包括水资源销售、污水处理收集、工程施工和工程材料销售）。2023 年，公司主营业务收入保持稳定，受燃气销售、水资源销售、工程施工以及工程材料销售业务盈利提升影响，公司主营业务毛利率较上年提升 3.50 个百分点。

图表 4 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
燃气销售	40.13	42.81	-1.29	56.29	50.73	-4.67	50.47	45.37	2.03
水资源销售	6.77	7.23	7.37	4.94	4.45	4.90	6.11	5.49	12.19
污水收集处理	5.08	5.42	3.14	2.80	2.52	6.93	5.70	5.12	3.61
工程施工	5.46	5.83	20.57	9.27	8.36	10.62	5.43	4.88	16.42
有色金属销售	0.08	0.08	27.05	--	--	--	--	--	--
商品销售	18.94	20.21	22.92	17.13	15.44	12.92	25.38	22.81	12.25
工程材料销售	8.14	8.68	19.15	7.38	6.65	18.88	7.22	6.49	20.49
其他	9.13	9.74	56.15	13.15	11.85	46.61	10.94	9.84	45.49
合计	93.73	100.00	13.16	110.96	100.00	7.68	111.24	100.00	11.18

注：1. 其他业务收入主要包括管道安装及改装收入、出租收入、污泥和垃圾处置收入、环卫收入、停车费收入、代建收入等；2. 上表中公司 2021 年和 2022 年收入数据分别选自公司 2022 年和 2023 年审计报告中的上期数据；3. 有色金属销售业务由于政策性因素关停，2022 年及以后公司不再产生此项收入

资料来源：公司提供，联合资信整理

2 业务经营分析

（1）城市基础设施建设板块

公司城市基础设施建设板块中，政府回购项目存量规模较小且已变更模式为自营项目，委托代建项目仅按项目总投资的一定费率收取代建管理费。自主运营项目主要为市政道路项目等，大部分项目资金平衡依靠公司盘活资产和政府补贴，对公司资金形成一定占用，且未来收益存在不确定性。公司在建及拟建自营项目后续投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力。

公司主要负责绍兴市内的保障房、市政公益项目、道路和改造等基础设施建设，运营模式主要分为政府回购、代建、自主运营和 PPP 四种。

政府回购项目

公司承建的政府回购项目主要为 2012 年之前承接的项目，包括道路桥梁工程和保障房项目，公司与绍兴市政府于 2012 年 1 月 12 日签署了《关于绍兴市区部分基础设施建设项目 BT 协议》，待项目完成决算后，对于道路项目通过财政拨款回购方式实现 BT 收入，项目回购收入为市政基础设施建设成本加成一定比例的投资收益，绍兴市政府以政府回购的方式分期支付给公司项目投资回购款。受国发〔2014〕43 号文等相关政策影响，绍兴市政府将不再对上述项目回购。同时，根据 BT 协议约定，在建设期至设施竣工验收合格后，移交相关设施管理部门之日止，公司拥有项目设施的所有权。2021 年，公司将所有 BT 模式下基础设施建设工程项目进行重新划分，将其纳入自营项目中，拥有所有权，且由公司自主进行经营、养护。截至 2023 年末，公司政府回购项目主要包括老旧房改造一期（渔化桥河沿）和保障性住房（鹅境地块）2 个，其中不再进行回购部分资产转入投资性房地产科目，账面价值 2.56 亿元，主要为保障房和公共租赁用房资产。后续公司无在建及拟建 BT 项目。

委托代建项目

公司委托代建项目主要由项目建设需求方与公司或子公司绍兴市城投建设开发有限公司签订代建合同。公司主要负责代建项目前期工作、施工组织、合同洽谈等管理工作，项目建设资金一般由项目建设需求方采取向公司注入房产、财政资金统筹安排、通过相应地块出让收益覆盖的形式解决，公司按项目总投资的一定费率收取代建管理费。公司按照工程进度收取代建费，一般以合同签订、工程开工、工程主体验收、工程竣工验收、工程竣工结算、工程保修期为确认时点，按比例收取。2023 年，公司实现代建管理费 1254.28 万元。

截至 2024 年 3 月末，公司主要代建项目计划总投资 131.02 亿元，已投资 49.35 亿元，尚需投资规模 81.67 亿元。公司无拟建代建项目。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	计划总投资	已投资
绍兴市中医院改扩建工程	绍兴市中医院	12.06	9.73
绍兴技师学院（筹）（绍兴市职业教育中心）易地新建工程	绍兴技师学院	9.50	7.43
绍兴中专扩建工程	绍兴市中等专业学校	1.50	1.23
绍兴市聋哑学校易地新建工程	绍兴市聋哑学校	1.10	0.97
绍兴市公安局业务技术用房迁建项目	绍兴市公安局	5.54	4.58
绍兴市强制隔离戒毒所新建项目	绍兴市公安局	1.64	1.15
绍兴市儿童福利院迁建工程	绍兴市儿童福利院	1.37	1.23
绍兴市新公墓	绍兴市公墓管理中心	2.39	1.53
绍兴市公安局特警训练基地建设项目	绍兴市公安局	2.70	1.97
绍兴传媒中心建设工程	绍兴市传媒集团有限公司	12.90	3.17
绍兴文理学院扩建工程二期工程	绍兴文理学院	52.82	12.09
殡仪馆升级改造工程	绍兴市殡仪馆	2.20	0.37
绍兴文理学院附属医院二期工程	绍兴文理学院附属医院	13.47	1.10
绍兴市应急物资（粮食）综合应急保障库项目	绍兴粮食物资管理有限公司	5.00	1.54
绍兴市城建档案管理服务中	绍兴市城市建设档案馆	2.50	0.01
杭州湾会计学院住宿改造工程	绍兴市国有资产投资经营有限公司	0.24	0.16
2389 项目	绍兴市纪检监察信息服务中心	1.70	0.76
231019 项目	绍兴市廉政教育中心	2.40	0.33
合计	—	131.02	49.35

注：2389 项目和 231019 项目为保密项目；部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；上表中委托方“绍兴市聋哑学校”“绍兴粮食物资管理有限公司”已分别更名为“绍兴市特殊教育中心学校”“绍兴市粮食物资管理有限公司”

资料来源：公司提供

自主运营项目

公司自主运营项目建设资金主要由公司自筹，部分项目配套财政拨款或其他资产，完工后由公司自主运营、养护。在项目完工后的运营阶段，绍兴市财政局每年根据发生的养护费用、折旧费用等实际情况拨付财政资金用于基础设施的运营、养护。公司自主运营项目主要为市政道路项目等，大部分项目资金平衡依靠公司盘活资产和政府补贴，对公司资金形成一定占用，且未来收益存在不确定性。

截至 2024 年 3 月末，公司主要在建的自主运营项目计划总投资 237.76 亿元，累计投资 132.10 亿元，若不考虑已投资超概的项目，尚需投资 105.74 亿元；公司拟建的自主运营项目为凤凰山高品质养老院建设工程，项目总投资 9.01 亿元，建设资金主要为自筹，后期将通过养老公寓出售、康养运营实现收益。

图表 6 • 截至 2024 年 3 月末公司主要在建自主运营项目情况（单位：亿元）

项目名称	主要用途	计划总投资	已投资
燃气产业管网网点建设	燃气销售	1.94	1.94
制水公司给水工程等	自来水销售	3.22	3.22
二环线转型搬迁项目	道路通行	7.46	7.54

329 国道快速路改造项目	道路通行	62.38	40.66
S308 省道（二环西路智慧快速路）改造工程	道路通行	47.77	39.53
城南大桥拓宽改造工程	道路通行	0.77	0.77
二环南路智慧快速路工程	道路通行	33.46	20.07
绿云路（凤林西路以北-329 国道）智慧快速路工程	道路通行	31.88	15.50
329 国道智慧快速路改造工程（越兴路至孙曹公路）	道路通行	48.88	2.87
合计	—	237.76	132.10

资料来源：公司提供

PPP 模式

公司引入社会资本参与基础设施项目建设，一般由政府相关部门、政府出资方及社会资本方签订三方协议，社会资本方均通过招投标的方式确定，公司作为政府出资方按照 PPP 项目合同出具一定比例的资本金。PPP 模式下项目建设及运营维护均由社会资本方或项目公司承担，公司按照持股比例获得收益；合作期限 20 年，合作期届满后社会资本方需将项目及其设施以及相关权益无偿移交给政府方。截至 2024 年 3 月末，公司 PPP 模式下的项目有 3 个，均已入国家 PPP 项目库，公司为政府出资方，资本金共 11.01 亿元，计划总投资 131.10 亿元，已完成投资 116.00 亿元；公司无拟建 PPP 项目。

图表 7 • 截至 2024 年 3 月末公司在建 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	公司对项目公司的持股比例（%）	公司需出资的资本金规模	计划总投资	已投资
越东路及南延段（杭甬高速—绍诸高速平水口）智慧快速路工程 PPP 项目（I 标段）	30.00	3.66	43.06	69.70
越东路及南延段（杭甬高速—绍诸高速平水口）智慧快速路工程 PPP 项目（II 标段）	30.00	3.08	36.87	
浙江省绍兴市二环北路及东西延伸段（镜水路—越兴路）智慧快速路工程 PPP 项目（镜水路至越东路）	30.00	4.27	51.17	46.30
合计	--	11.01	131.10	116.00

注：公司对 PPP 项目公司的持股比例均为 30%，未将上述项目纳入公司合并范围

资料来源：公司提供

（2）燃气销售板块

公司燃气业务具有区域专营优势，对公司主营业务收入贡献大。天然气的采购价格变化对燃气业务盈利水平有较大影响。随着公司调整为参考浙江省发改委核定价格的浮动定价机制采购天然气，天然气上下游价格可形成联动机制，公司 2023 年燃气供销价差由负转正，但利润空间仍较低。

公司燃气销售业务包括天然气销售、液化瓶装气销售和燃气管道安装三部分，运营主体为孙公司绍兴市燃气产业有限公司²（以下简称“绍兴燃气”）。绍兴燃气拥有绍兴市管道燃气业务特许经营权，经营期间为 2011—2026 年，在越城区、绍兴柯桥经济开发区、镜湖新区和滨海新区等九大区域具有管道燃气的独家经营资格，具有区域专营优势。2023 年，公司燃气销售收入同比下降 10.34% 至 50.47 亿元，毛利率由负转正为 2.03%，主要系公司天然气上下游价格可形成联动机制，2023 年燃气供销价差由负转正所致。

截至 2023 年末，绍兴燃气拥有高压-中高压调压站 13 座，高压-中低压调压站 2544 座，液化石油气供应中心 2 座，拥有用于运输批量采购天然气的市域天然气高压管网 119.42 公里，用于运输向终端用户销售的天然气中低压管网 3878.15 公里。截至 2023 年末，绍兴燃气拥有 2 家液化气站。

采购方面，2023 年 4 月，公司与浙江浙能天然气管网有限公司（以下简称“浙能公司”）³签订 5 年期供气合同，采购价格非采暖季、采暖季浙江省发改委核定价格的基础上，根据浙能公司天然气资源到岸价格进行逐月调整浮动。2023 年，公司天然气采购价格同比下降，采购量有所增长，天然气采购总额下滑。

² 为绍兴市公用事业集团有限公司全资子公司

³ 为国家管网集团浙江省天然气管网有限公司全资子公司

图表 8 • 公司天然气采购情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
采购数量（亿立方米）	14.49	13.77	14.31
平均采购价格（元/立方米）	2.63	4.11	3.25
采购总额（亿元）	38.11	56.59	46.51

资料来源：公司提供

销售方面，公司燃气业务销售包括高压管网批量销售和中低压终端客户销售两个环节。终端用户销售端客户包括居民客户和非居民客户。从用户结构来看，燃气业务的客户以居民用户为主，占客户数的 99% 以上。跟踪期内公司天然气销售模式未发生变化。2023 年，公司天然气用户数增长，但受销价下降影响，公司天然气销售收入同比有所下降。截至 2023 年末，绍兴燃气拥有用户数 51.61 万户，其中居民用户 51.28 户，工商业用户 0.33 万户。

图表 9 • 公司天然气销售情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
销售数量（亿立方米）	14.35	13.73	14.31
其中：居民（亿立方米）	0.65	0.73	0.76
工商户（亿立方米）	13.70	13.00	13.55
平均销价（元/立方米）	2.69	4.02	3.40
天然气销售收入（亿元）	38.54	55.24	48.73
居民用户（万户）	44.85	47.88	51.28
工商业工建用户（户）	2901	3090	3319

资料来源：公司提供

（3）水务板块

公司水务业务产业链较完备，区域专营优势突出。2023 年，公司水务业务收入整体较上年变动不大。

公司水务业务由孙公司绍兴市公用事业集团有限公司（以下简称“绍兴公用”）⁴负责运营，涵盖水资源销售和污水收集处理业务，并延伸至水务工程施工和工程材料销售业务，水务业务产业链较完备。

水资源销售

公司水资源销售业务主要覆盖上游——原水销售，中游——制水，和下游——自来水销售。其中，原水销售的经营范围为绍兴市区、柯桥区、上虞区以及 2/3 慈溪市区域，制水业务经营范围为绍兴市区和柯桥区，自来水供应的经营范围为绍兴市区（不含上虞区），污水处理的经营范围为绍兴市区和柯桥区。2023 年，公司水资源销售收入为 6.11 亿元，毛利率为 12.19%。

原水销售方面，公司原水业务由孙公司绍兴市汤浦水库有限公司（以下简称“汤浦水库公司”）负责。汤浦水库公司原水供应能力为 100.00 万吨/日，原水销售价格由政府定价，目前销售价格为 0.62 元/吨。2023 年，汤浦水库公司销售原水 26596 万吨，下游客户仍为绍兴公用下属子公司绍兴市制水有限公司（以下简称“制水公司”）、绍兴市上虞区供水有限公司和慈溪市自来水有限公司。

图表 10 • 汤浦水库公司原水销售情况

年度	原水年销售量（万吨）	下游客户销售情况（万吨）		
		制水公司	绍兴市上虞区供水有限公司	慈溪市自来水有限公司
2021 年	32326	17700	8611	6015
2022 年	34372	19117	9301	5954
2023 年	26596	15033	7150	4413

资料来源：公司提供

制水业务方面，公司制水业务由制水公司负责。制水公司净化原水后，销售净水给下游客户，下游客户主要包括绍兴市水务产业有限公司、绍兴柯桥供水有限公司和绍兴柯桥滨海供水有限公司等客户。制水公司下辖水厂 3 个，分别为宋六陵水厂、平水江水厂和曹娥江水厂。

⁴ 绍兴公用原为公司控股一级子公司。根据绍兴市国资委《关于绍兴市公用事业集团有限公司部分股权无偿划转的通知》，公司将其持有的绍兴公用 51% 股权无偿划转至原水集团。

厂，总制水核定产能为 115 万吨/日。2023 年，公司净水销售价格未发生变化，销售量有所下降。

图表 11 • 制水公司经营情况（单位：万吨）

经营环节	供应			生产	销售
涉及经营内容	原水采购量			净水生产能力	净水销售量
	汤浦水库	平水江水库	曹娥江	宋六陵水厂、平水江水厂、曹娥江水厂	
2021 年	17701	4084	4366	41400	26475
2022 年	19117	3521	2693	41400	25673
2023 年	15033	3179	6889	41400	25332

资料来源：公司提供

自来水销售方面，公司自来水销售业务由绍兴市水务产业有限公司运营，其主要负责绍兴市区（不含上虞区）内自来水终端销售和自来水管网维护。截至 2024 年 3 月末，公司自来水用户数量达到 51.54 万户，其中居民用户数量为 48.15 万户。跟踪期内，公司自来水销售价格未发生变动，居民用水价格实行阶梯水价（绍市发改价〔2010〕65 号），第一阶梯用水价格为 1.80 元/吨；非居民用水价格统一为 2.70 元/吨，特种用水价格为 5.50 元/吨。

污水收集处理

公司负责绍兴市越城区的污水收集和越城区及柯桥区的污水处理业务。2023 年，公司实现污水收集处理收入 5.70 亿元，毛利率为 3.61%。

跟踪期内，绍兴市居民污水处理价格未发生调整，仍为 0.95 元/吨；工业污水处理价格有所上调，其中一般工业用水污水处理价格上调为 4.45 元/吨，重工业用水污水处理价格上调为 6.60 元/吨，经营性污水处理价格上调为 3.30 元/吨，非经营性污水处理价格上调为 2.90 元/吨。

工程施工与工程材料销售

公司工程施工业务主要由绍兴公用下属子公司绍兴市公用工程建设有限公司承接，主要为水务工程施工。2023 年，公司实现工程施工收入 5.43 亿元，毛利率为 16.42%。公司工程材料销售业务主要由绍兴公用下属子公司浙江水联环科集团有限公司承接，主要从事不锈钢复合管、离心球墨管、铸铁管、镀锌钢管、螺旋钢管、无缝钢管、波纹管及其配件、阀门、水表、水处理药剂等给排水物资和建筑材料的经营。2023 年，工程材料销售业务实现收入 7.22 亿元。

（4）商品销售板块

公司商品销售业务主要为房产销售、预制构件和电力销售，其中房产销售集中在绍兴市区域，预制构件客户集中度高，电力销售业务为 2021 年新增，业务规模处于扩张趋势。2023 年，商品房销售收入增长带动公司商品销售业务收入增长。

公司商品销售业务主要为商品房销售、预制构件销售和电力销售等。

商品房销售

公司商品房销售业务主要由全资子公司绍兴市保障房建设有限公司和绍兴市房地产综合开发有限公司负责，均具有房地产开发三级资质。公司通过“招、拍、挂”的形式，从绍兴土地储备中心拍得土地，并足额缴纳所获地块的土地出让金，土地使用权证齐全。2023 年，公司实现商品房销售收入 7.95 亿元，主要为袍江 3-5 地块开发项目交付结转。截至 2024 年 3 月末，公司在售房地产项目在售总建筑面积 8.85 万平方米⁵，累计已销售面积 0.07 万平方米，剩余可售面积 8.78 万平方米。

截至 2024 年 3 月末，公司在建商品房开发项目计划总投资 35.95 亿元，已投资金额 29.89 亿元，尚需投资 6.06 亿元；公司无拟建商品房项目。

图表 12 • 截至 2024 年 3 月末公司在建商品房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	计划总投资额	已投资额
袍江 3-5 地块开发项目	6.40	7.85	7.20
越城区 F-28 地块项目	9.56	28.10	22.69
合计	15.96	35.95	29.89

注：上表中建筑面积为地上建筑面积

资料来源：公司提供

⁵ 袍江 3-5 地块开发项目仅剩少量尾盘未售，越城区 F-28 地块项目中 0.75 万平方米为配套用房，不作出售

土地储备方面，公司主要的储备土地位于绍兴市老城区和滨海新区，土地以住宅用地和商业用地为主。截至 2024 年 3 月末，公司土地储备中出让用地合计面积为 62.09 万平方米，账面价值合计 39.99 亿元，暂无开发计划。

预制构件生产销售及电力销售

公司预制构件生产及销售由子公司绍兴市科技产业投资有限公司等负责，所生产销售的预制构件主要用于公司承建的基建项目。公司预制构件销售业务利润主要来源于销售价格与采购及生产成本的差价。2023 年，公司实现预制构件销售收入 2.67 亿元。公司根据项目建设需求采购原材料（原材料主要包含钢筋、钢绞线、水泥、砂石等）并进行生产，与供应商的结算方式为确认收到货物后 30 天内支付 80%，90 天内支付另 15%，剩余 5% 作为质量保证金，待供货结束后 60 个工作日内付清。2023 年，公司预制构件销售业务前五大供应商采购金额占比为 51.57%，集中度一般，主要供应商为浙江交科供应链管理有限公司、浙江天壹重石建设科技有限公司、杭州卓立建设有限公司等。销售方面，公司与下游客户结算方式主要为预收部分款项及分期收款结合的方式，主要采用汇款的方式结算。2023 年，公司前五大下游客户销售金额占比为 91.46%，集中度高，主要为中国十九冶集团有限公司、中铁二十二局集团有限公司厦门分公司等。

电力销售业务由子公司双成公司负责，主要负责电缆保护管等商品生产和销售，系 2021 年新增。双成公司拥有承装（修、试）电力设施许可证、输变电工程专业承包三级资质及电力工程施工总承包三级资质，主要生产各类高低压成套电气设备。生产模式主要分自产和外部协助（在自身业务饱和、订单紧急的情况下，会采用此种模式）两种，客户主要覆盖绍兴建元电力集团有限公司（双成公司另一股东）及其下属公司和浙江浙电产业发展有限公司等。2023 年，公司电力销售收入 14.34 亿元，较上年增长 4.53%。

3 未来发展

公司将继续承担绍兴市城市基础设施及公用事业运营，继续保持燃气销售等业务的专营优势，强化盈利能力。

公司以“建筑经济的集成商、公用设施的运营商、建筑领域的金融投资商”为目标，未来，公司将继续以市场化、产业化的方式开展基础设施建设业务，承担绍兴市保障房、公建设施、城市快速路交通等方面的城市重大建设项目的建设任务，公用事业方面，公司将围绕现有业务板块通过在建项目推进以及扩容改造等多种方式持续扩大生产和处理能力。

（四）财务方面

公司提供的 2023 年度财务报告已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2024 年一季度财务数据未经审计。

公司根据最新的会计准则及相关规定编制财务报表。2023 年，公司对与水库有关的固定资产折旧年限进行了梳理，重新核定了固定资产的折旧年限，公司将该项折旧年限变更作为会计差错，并采用追溯重述法进行更正。整体看，2023 年前期会计差错更正调整金额不大，对财务报表上年末数据影响较小。基于前期差错更正，本报告中公司 2022 年度/末数来自 2023 年审计报告中的上年同期/上年末数据。

合并范围方面，2023 年，公司新增纳入合并范围子公司 7 家，注销子公司 1 家，无偿划转 8 家。2024 年一季度，公司合并范围无变动。截至 2024 年 3 月末，公司合并范围内子公司 80 家，其中一级子公司 20 家。整体看，公司前期差错更正金额不大，新增或注销子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产中以商品房开发成本和土地为主的存货，以及以基础设施建设和自营项目开发形成的在建工程、其他非流动资产规模较大，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。公司权益规模变动不大，权益稳定性仍一般。公司债务规模较快增长，整体债务负担持续上升，债券融资占比高。

图表 13 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	228.21	34.82	201.85	29.99	229.58	31.49	253.81	33.41
货币资金	54.63	8.34	37.05	5.50	55.81	7.66	80.97	10.66
其他应收款	38.54	5.88	26.50	3.94	26.02	3.57	29.03	3.82
存货	106.04	16.18	104.79	15.57	126.16	17.30	124.10	16.34
非流动资产	427.17	65.18	471.17	70.01	499.50	68.51	505.78	66.59

投资性房地产	53.32	8.14	54.72	8.13	57.39	7.87	57.37	7.55
固定资产	210.68	32.15	209.11	31.07	202.63	27.79	197.44	25.99
在建工程	106.09	16.19	29.39	4.37	26.79	3.67	36.53	4.81
其他非流动资产	0.66	0.10	122.69	18.23	157.39	21.59	158.46	20.86
资产总额	655.38	100.00	673.02	100.00	729.08	100.00	759.59	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

截至 2023 年末，公司资产规模较上年末增长 8.33%，主要系货币资金、存货和其他非流动资产增长所致。受益于融资规模扩大，公司货币资金较上年末增长 50.65%。公司货币资金主要由银行借款（占 99.31%）构成，其中受限货币资金 0.24 亿元。公司其他应收款应收对象主要为绍兴市国资委以及绍兴市旧城改造办公室（基建）等政府单位，账龄较长（3 年以上的占 77.55%），累计计提坏账准备 0.70 亿元。公司存货主要为商品房开发成本和土地资产；2023 年末，公司存货中开发成本和开发产品分别占 87.48%和 6.03%，公司未对存货计提跌价准备。公司投资性房地产采用公允计量模式，较上年末小幅增长，主要为各类用于出租的商业、商务或办公用房。公司固定资产主要由房屋及建筑物构成，累计计提折旧 91.47 亿元。公司在建工程主要为二环线转型搬迁项目、给水工程、燃气管道建设及改造及污水收集工程等自营项目投入。公司其他非流动资产主要为快速路改造工程、省道改造工程等基础设施项目投入，2023 年末其他非流动资产较年初增长主要系快速路改造工程等项目持续投入所致。

截至 2023 年末，公司受限资产 38.34 亿元，主要为用于借款抵押的存货和投资性房地产。公司受限资产占总资产比重为 5.26%，受限比例较低。截至 2024 年 3 月末，公司资产总额和资产结构较上年末变动不大。

截至 2023 年末，公司所有者权益 261.67 亿元，较上年末变动不大；主要由实收资本（占 12.61%）、资本公积（占 49.28%）、未分配利润（占 14.71%）和少数股东权益（占 21.09%）构成，权益稳定性一般。公司资本公积主要为绍兴市政府历年注入的商铺、电子信息设备以及财政拨款。截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益规模及构成较上年末变化不大。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	159.26	40.04	131.63	31.96	135.36	28.96	178.59	35.87
短期借款	12.84	3.23	19.44	4.72	17.40	3.72	58.51	11.75
应付账款	20.41	5.13	22.41	5.44	25.09	5.37	23.31	4.68
其他应付款	40.66	10.22	49.24	11.95	60.88	13.03	57.44	11.54
非流动负债	238.48	59.96	280.23	68.04	332.05	71.04	319.22	64.13
长期借款	64.68	16.26	46.89	11.39	61.33	13.12	61.17	12.29
应付债券	131.16	32.98	190.19	46.18	231.54	49.54	218.65	43.92
长期应付款	38.85	9.77	38.01	9.23	33.41	7.15	33.29	6.69
负债总额	397.74	100.00	411.86	100.00	467.41	100.00	497.81	100.00

注：长期应付款中包含专项应付款；其他应付款中包含应付利息、应付股利

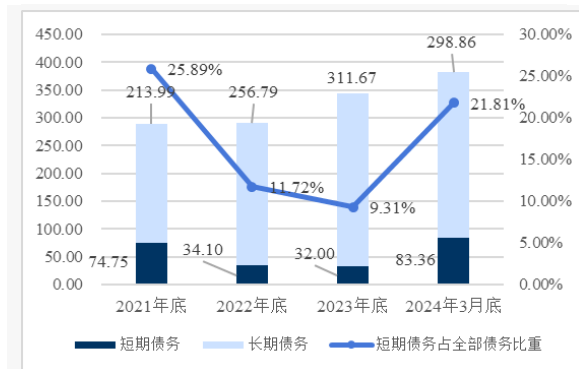
资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

截至 2023 年末，公司负债总额 467.41 亿元，较上年末增长 13.49%，主要系其他应付款、长期借款和应付债券增长所致。公司经营性负债主要体现在以应付工程款为主的应付账款、以往来款为主的其他应付款、以收到的项目专项资金为主的专项应付款和以收到的购房款为主的合同负债。

有息债务方面，本报告将其他应付款和长期应付款中的有息部分（主要为债权投资计划和少量的融资租赁款）纳入债务核算。截至 2023 年末，公司全部债务 343.67 亿元，较上年末增长 18.14%，主要系长期借款和应付债券增长。其中长期债务占 90.69%，债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2023 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末均有所提高，债务负担有所上升。从融资渠道看，公司全部债务中，银行借款、债券融资和非标分别占 24.02%、70.22%和 5.68%，债券融资占比高。

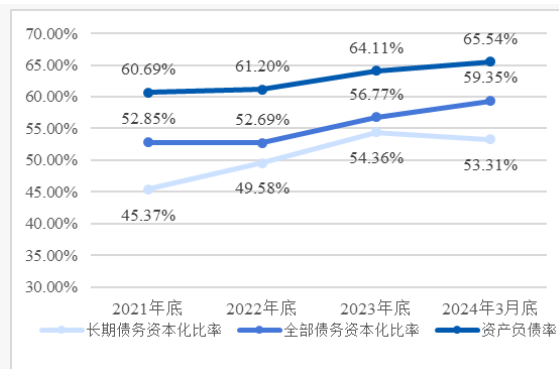
截至 2024 年 3 月末，公司全部债务 382.22 亿元，较上年末增长 11.22%，仍以长期债务为主。其中，短期债务 83.36 亿元，较上年末增长 160.49%，主要为短期借款增长所致。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年末进一步提高，长期债务资本化比率较上年末有所下降。跟踪期内公司整体债务负担持续上升。从债务期限分布看，截至 2024 年 3 月末，未考虑债券行权情况下，公司 2026 年需偿还还有息债务规模相对较大。

图表 15 • 公司债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

图表 16 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

图表 17 • 截至 2024 年 3 月末公司有息债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	2024 年 4—12 月	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
偿还金额	65.63	29.94	148.40	138.03	382.00
占有息债务的比例（%）	17.18	7.84	38.85	36.13	100.00

注：上表数据统计不含应付票据，未考虑债券行权
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023 年，公司营业总收入同比变化不大；受燃气销售、水资源销售、工程施工以及工程材料销售业务盈利提升影响，公司营业利润率有所提升。2023 年，公司期间费用大幅下降，主要系获得 8.44 亿元财政贴息冲减利息费用所致。非经营性损益方面，2023 年，公司收到的政府补贴减少，导致其他收益同比大幅下滑。公司投资收益较上年增长 83.32%，主要系投资绍兴银行股份有限公司带来的收益增长所致。2023 年，公司营业外支出较上年大幅增长，主要为土地征收/核销支出。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 28.24 亿元，较 2023 年同期增长 20.76%。

图表 18 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	94.18	111.37	111.72	28.24
营业成本	81.63	102.32	99.05	25.74
费用总额	25.57	26.49	13.91	3.59
投资收益	0.69	1.55	2.84	0.70
其他收益	18.59	18.39	7.43	1.13
营业外支出	1.27	0.19	2.05	0.02
利润总额	4.32	3.45	3.64	0.17
营业利润率（%）	10.75	6.68	9.55	7.51
总资本收益率（%）	3.24	2.59	0.66	--
净资产收益率（%）	1.08	0.76	0.62	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季报整理

公司经营活动现金流入主要为公用事业板块收入、商品房销售收入以及与政府、其他公司之间的往来款、借款及财政补贴。2023 年，公司主业经营现金流入有所下滑，收入实现质量有所下降，经营活动现金保持净流入。公司投资活动现金保持净流出，主要以购建固定资产、无形资产支出为主。2023 年，公司融资力度不减，但受当期到期债务规模大幅下降影响，公司筹资活动现金转为净流入。未来公司在建项目投资规模较大，后续仍存在一定的筹资需求。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金转为净流出，投资活动现金净流出，筹资活动现金净流入。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	144.90	182.10	158.54	34.59
经营活动现金流出小计	119.67	146.26	138.25	42.30

经营活动现金流量净额	25.23	35.84	20.29	-7.71
投资活动现金流入小计	4.60	1.99	0.97	0.46
投资活动现金流出小计	56.16	45.40	43.81	11.93
投资活动现金流量净额	-51.56	-43.41	-42.83	-11.46
筹资活动现金流入小计	213.50	132.78	125.31	50.88
筹资活动现金流出小计	158.34	142.82	84.21	16.77
筹资活动现金流量净额	55.15	-10.05	41.10	34.11
现金收入比（%）	108.98	111.51	103.52	91.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季报整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现尚可，或有负债风险可控，备用授信规模一般。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 1—3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	143.30	153.35	169.60	142.12
	速动比率（%）	76.72	73.74	76.40	72.63
	现金短期债务比（倍）	0.73	1.11	1.76	0.98
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	31.83	26.07	16.54	--
	全部债务/EBITDA（倍）	9.07	11.16	20.78	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.10	2.12	5.02	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季报整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年末，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。公司受限货币资金规模小，现金类资产对短期债务完全覆盖。截至 2024 年 3 月末，公司短期偿债指标表现较上年末有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现强。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 同比下降 36.56%；EBITDA 对利息支出保障程度高，全部债务/EBITDA 指标表现尚可。整体看，公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额 45.57 亿元，担保比率为 17.41%，均为对绍兴市区域内国有企业的担保，或有负债风险可控。

图表 21 • 截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	被担保企业性质
嵊州市城市建设投资发展集团有限公司	10.80	国有企业
绍兴市镜湖开发集团有限公司	9.20	国有企业
绍兴柯桥排水有限公司	0.50	国有企业
新昌县工业园区投资发展集团有限公司	10.50	国有企业
绍兴水处理发展有限公司	8.23	国有企业
绍兴柯桥滨江水处理有限公司	6.34	国有企业
合计	45.57	--

资料来源：联合资信根据公司提供整理

截至 2024 年 3 月末，公司无涉诉金额在 500 万元以上的重大未决诉讼或仲裁。

截至 2024 年 3 月末，公司获得银行授信总额 210.03 亿元，尚未使用授信 70.01 亿元，公司备用授信规模一般。

3 公司本部主要变化情况

公司资产、权益和负债主要集中在本部，收入主要来源于子公司，子公司中原水集团经营管理相对独立。公司本部债务负担一般，构成以长期债务为主。

截至 2023 年末，公司本部资产、负债和所有者权益占合并口径的比重分别为 68.60%、64.52%和 75.88%，公司本部全部债务 253.49 亿元，长期债务占 95.69%，全部债务资本化比率为 56.08%，债务负担一般。2023 年，公司本部营业收入占合并口径的 1.34%。公司合并

范围内子公司较多，主营业务主要由子公司运营。子公司原水集团通过同一控制下的企业合并纳入合并范围，但其经营管理相对独立，公司本部对其管控力度一般。

（五）ESG 方面

公司环境方面无监管处罚情况，积极履行作为地方国有企业的社会责任，ESG 信息披露质量有待改善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，有利于其持续经营。

环境方面，公司城市基础设施建设、燃气、水务等业务在项目建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。自成立以来，公司未发生污染与废物排放等相关监管处罚。公司着眼绿色发展，孙公司绍兴公用负责的绍兴市循环生态产业园二期工程焚烧厂项目被浙江省建筑业协会和浙江省工程建设质量管理协会授予“浙江省建筑业绿色施工示范工程”。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人。公司未发生一般事故以上的安全生产事故。同时，公司作为绍兴市属重点企业，在帮扶、公益活动等方面承担一定的社会责任。

治理方面，公司本部未设置专门的 ESG 管治部门或组织，未披露 ESG 相关报告。公司在信息披露、关联交易、高管行为等方面未发生违法违规事件，且未受到行政和监管部门处罚。

七、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强。公司作为绍兴市重要的城市基础设施投资建设以及国有资产运营主体，跟踪期内在财政贴息和政府补助方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人是绍兴市国资委。绍兴市位于浙江省中北部、杭州湾南岸，为长三角城市群重要城市、环杭州湾大湾区核心城市、杭州都市圈副中心城市之一。2023 年，绍兴市实现地区生产总值 7791 亿元，完成一般公共预算收入 578.75 亿元。公司实际控制人综合实力非常强。

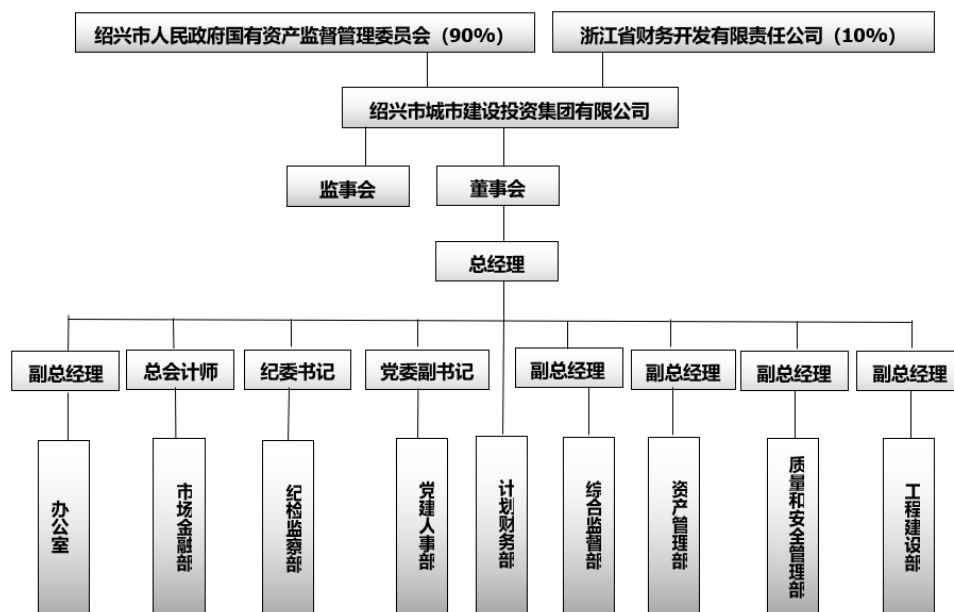
作为绍兴市重要的城市基础设施投资建设以及国有资产运营主体，公司主营业务涵盖城市基础设施建设、城市燃气、城市水务等，相关业务在绍兴市具有突出的区域专营优势。2023 年，公司获得财政贴息 8.44 亿元，冲减财务费用；获得政府补助 7.43 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 绍城 01”“21 绍城 G1”“21 绍兴城投 MTN002（权益出资）”“21 绍兴城投 MTN003”和“21 绍城 G2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构及组织架构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供整理

附件 1-2 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月末）

子公司名称	注册资本（亿元）	持股比例（%）	取得方式
绍兴市原水集团有限公司	30.00	100.00	同一控制下合并
浙江双成电气有限公司	1.50	40.00	非同一控制下合并

注：将持股比例为 40% 的浙江双成电气有限公司纳入合并范围，原因为公司与持有浙江双成电气有限公司 40% 股份的另一大股东绍兴建元电力集团有限公司签订一致行动人协议，协议约定双方在股东会会议中采取一致行动，若意见不同，以公司意向进行表决，公司能够实际控制浙江双成电气有限公司，故纳入合并范围。

资料来源：联合资信根据公司提供整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	37.70	56.43	81.44
应收账款（亿元）	12.38	12.36	11.80
其他应收款（亿元）	26.50	26.02	29.03
存货（亿元）	104.79	126.16	124.10
长期股权投资（亿元）	16.92	18.69	19.39
固定资产（亿元）	209.11	202.63	197.44
在建工程（亿元）	29.39	26.79	36.53
资产总额（亿元）	673.02	729.08	759.59
实收资本（亿元）	33.00	33.00	33.00
少数股东权益（亿元）	57.53	55.19	55.36
所有者权益（亿元）	261.15	261.67	261.77
短期债务（亿元）	34.10	32.00	83.36
长期债务（亿元）	256.79	311.67	298.86
全部债务（亿元）	290.89	343.67	382.22
营业总收入（亿元）	111.37	111.72	28.24
营业成本（亿元）	102.32	99.05	25.74
其他收益（亿元）	18.39	7.43	1.13
利润总额（亿元）	3.45	3.64	0.17
EBITDA（亿元）	26.07	16.54	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	124.19	115.65	25.89
经营活动现金流入小计（亿元）	182.10	158.54	34.59
经营活动现金流量净额（亿元）	35.84	20.29	-7.71
投资活动现金流量净额（亿元）	-43.41	-42.83	-11.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	-10.05	41.10	34.11
财务指标			
销售债权周转次数（次）	8.38	8.59	--
存货周转次数（次）	0.97	0.86	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.16	--
现金收入比（%）	111.51	103.52	91.69
营业利润率（%）	6.68	9.55	7.51
总资本收益率（%）	2.59	0.66	--
净资产收益率（%）	0.76	0.62	--
长期债务资本化比率（%）	49.58	54.36	53.31
全部债务资本化比率（%）	52.69	56.77	59.35
资产负债率（%）	61.20	64.11	65.54
流动比率（%）	153.35	169.60	142.12
速动比率（%）	73.74	76.40	72.63
经营现金流动负债比（%）	27.23	14.99	--
现金短期债务比（倍）	1.11	1.76	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	2.12	5.02	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.16	20.78	--

注：1. 本报告已将公司其他应付款中的有息部分计入短期债务，长期应付款中的有息部分计入长期债务核算；2. 公司 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 公司 2022 年度/末数来自 2023 年审计报告中的上年同期/上年末数据

资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	15.85	31.40	52.62
应收账款（亿元）	0.06	0.02	0.34
其他应收款（亿元）	203.91	237.38	239.25
存货（亿元）	26.77	26.25	26.33
长期股权投资（亿元）	78.55	79.52	80.22
固定资产（亿元）	70.97	67.14	66.72
在建工程（亿元）	0.11	0.12	0.13
资产总额（亿元）	459.27	500.14	525.19
实收资本（亿元）	33.00	33.00	33.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	194.53	198.56	199.74
短期债务（亿元）	10.97	10.91	51.32
长期债务（亿元）	216.13	242.58	231.60
全部债务（亿元）	227.10	253.49	282.92
营业总收入（亿元）	1.06	1.49	0.43
营业成本（亿元）	0.03	0.08	0.01
其他收益（亿元）	17.21	6.56	1.10
利润总额（亿元）	7.98	4.92	1.07
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.22	1.60	0.14
经营活动现金流入小计（亿元）	52.58	41.28	6.51
经营活动现金流量净额（亿元）	-10.87	-1.30	-6.90
投资活动现金流量净额（亿元）	0.13	-0.46	-0.85
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.18	17.34	26.77
财务指标			
销售债权周转次数（次）	33.65	35.61	--
存货周转次数（次）	0.001	0.003	--
总资产周转次数（次）	0.002	0.003	--
现金收入比（%）	114.50	107.33	31.83
营业利润率（%）	37.90	50.01	54.81
总资本收益率（%）	3.95	1.03	--
净资产收益率（%）	3.84	2.32	--
长期债务资本化比率（%）	52.63	54.99	53.69
全部债务资本化比率（%）	53.86	56.08	58.62
资产负债率（%）	57.64	60.30	61.97
流动比率（%）	550.03	516.16	346.41
速动比率（%）	493.30	470.31	317.81
经营现金流动负债比（%）	-23.03	-2.27	--
现金短期债务比（倍）	1.45	2.88	1.03
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部长期应付款中的有息部分计入长期债务核算；2. 公司本部 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 公司 2022 年度/末数来自 2023 年审计报告中的上年同期/上年末数据；4. 由于公司本部口径未提供折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算，以“/”表示；“--”代表不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持