



内部编号:2024060788

绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

项目负责人: 黄丹  huangdan@shxsj.com
王昕昀  wangxinyun@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 鞠海龙 

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



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.

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，所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。

本次跟踪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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。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。

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，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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、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。

评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100657】

评级对象: 绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
21 上虞国投 MTN001:	AA+/稳定/AA+/2024年6月28日	AA+/稳定/AA+/2023年6月27日	AA+/稳定/AA+/2021年4月22日			
G21 虞资 1:	AA+/稳定/AA+/2024年6月28日	AA+/稳定/AA+/2023年6月27日	AA+/稳定/AA+/2020年12月31日			
G21 虞资 2:	AA+/稳定/AA+/2024年6月28日	AA+/稳定/AA+/2023年6月27日	AA+/稳定/AA+/2021年11月19日			
21 虞国 01:	AA+/稳定/AA+/2024年6月28日	AA+/稳定/AA+/2023年6月27日	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日			
22 上虞 01:	AA+/稳定/AA+/2024年6月28日	AA+/稳定/AA+/2023年6月27日	AA+/稳定/AA+/2022年6月8日			
22 上虞 02:	AA+/稳定/AA+/2024年6月28日	AA+/稳定/AA+/2023年6月27日	AA+/稳定/AA+/2022年11月2日			
23 上虞 01:	AA+/稳定/AA+/2024年6月28日	AA+/稳定/AA+/2023年6月27日	AA+/稳定/AA+/2023年1月29日			

评级观点

主要优势:

- 良好的外部环境。跟踪期内,上虞区经济总量保持稳步增长,长三角一体化发展及上虞区融杭连甬接沪发展战略的实施有助于进一步提升区域发展综合竞争力,为上虞国资的经营发展提供良好的外部环境。
- 业务地位核心。上虞国资为上虞区核心国有资产综合管理运作平台,业务地位核心,可得到上虞区政府在政策、资金和业务等方面的支持。
- 区域专营优势。上虞国资下属上虞水务集团、上虞交通集团、上虞城建集团等多家子公司在其业务范围内具有较强的区域专营优势。
- 多元化经营。上虞国资业务范围涵盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、商贸、综合服务等,多元化经营可在一定程度上提高经营稳定性。

主要风险:

- 债务偿付压力较大。跟踪期内,上虞国资刚性债务较快扩张,财务杠杆水平有所上升,已形成较重的债务负担;公司非筹资性现金流持续呈净流出状态,加之短期刚性债务持续大幅上升,项目投入及债务偿付资金对外部融资的依赖度较高,面临债务滚续及即期偿付压力。
- 资产流动性较弱。跟踪期内,上虞国资资产仍主要集中于项目建设成本和土地使用权,同时区属国有企业占用公司资金规模较大,公司整体资产流动性较弱。
- 盈利能力较弱。跟踪期内,上虞国资主营业务盈利能力仍较弱,期间费用高企,侵蚀营业毛利,盈利的实现政府对补助的依赖程度较高。
- 或有负债风险。上虞国资对外担保以上虞区属企业为主,但公司对外担保规模较大,不利于财务风险控制,存在一定的代偿风险。
- 内部整合和管控压力。上虞国资成立以来受让多家公司国有股权,存在较大内部整合和管控压力。

评级结论

通过对上虞国资及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级;认为上述债券还本付息安全性很强,并维持上述债券 AA+ 信用等级。

未来展望

本评级机构预计上虞国资信用质量在未来 12 个月持稳,维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
发行人母公司口径数据:				
货币资金(亿元)	30.18	23.60	15.95	21.24
刚性债务(亿元)	322.15	415.12	453.11	451.75
所有者权益(亿元)	431.04	394.13	337.39	337.89
经营性现金净流入量(亿元)	-60.26	-76.82	-29.65	0.07
发行人合并口径数据及指标:				
总资产(亿元)	1566.81	1778.33	1948.98	2014.42
总负债(亿元)	863.98	1052.86	1253.78	1304.55
刚性债务(亿元)	780.25	944.00	1114.70	1164.04
所有者权益(亿元)	702.84	725.48	695.20	709.87
营业收入(亿元)	73.41	65.99	68.93	11.83
净利润(亿元)	5.76	4.16	6.01	0.34
经营性现金净流入量(亿元)	-48.12	-85.10	-57.52	-7.98
EBITDA(亿元)	23.58	25.25	27.26	—
资产负债率[%]	55.14	59.20	64.33	64.76
权益资本/刚性债务[%]	90.08	76.85	62.37	60.98
长短期债务比[%]	151.02	153.45	134.26	146.02
短期刚性债务现金覆盖率[%]	40.40	35.48	25.44	30.56
EBITDA/利息支出[倍]	0.71	0.66	0.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	—

注:发行人数据根据上虞国资经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算,其中 2022 年财务数据使用 2022 年审计报告期末(间)数据。

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型:城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)			
评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	4	
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	合计调整	0
		其中:①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素	+2	
主体信用级别		AA ⁺	

调整因素:(0)

无。

支持因素:(+2)

上虞国资作为上虞区核心国有资产综合管理运作平台,可获上虞区政府支持。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司 2021 年度第一期中期票据、2021 年第一期绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司绿色债券、2021 年第二期绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司绿色债券、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、2022 年绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司公司债券（第一期）、2022 年绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司公司债券（第二期）和 2023 年绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司公司债券（第一期）（分别简称 21 上虞国投 MTN001、G21 虞资 1、G21 虞资 2、21 虞国 01、22 上虞 01、22 上虞 02 和 23 上虞 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司（简称“上虞国资”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对上虞国资的财务状况、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 2021 年 4 月发行 21 上虞国投 MTN001，发行金额为 10.00 亿元，票面利率 3.85%，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金用于偿还公司到期有息债务。截至 2024 年 4 月末，募集资金已使用完毕。

该公司分别于 2021 年 4 月和 12 月发行 G21 虞资 1 和 G21 虞资 2，发行金额均为 10.00 亿元，票面利率分别为 4.93%和 3.88%，期限均为 10 年，G21 虞资 1 附第 7 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，附本金提前偿还条款，募集资金 7.50 亿元用于绍兴市上虞区水环境综合治理工程项目，2.50 亿元补充公司营运资金；G21 虞资 2 附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，附本金提前偿还条款，募集资金 7.50 亿元用于绍兴市上虞区水环境综合治理工程项目，2.50 亿元补充公司营运资金。截至 2024 年 4 月末，G21 虞资 1 和 G21 虞资 2 募集资金已使用完毕。

该公司于 2021 年 6 月发行 21 虞国 01，发行金额为 20.00 亿元，票面利率 3.89%，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金用于偿还公司债券。截至 2024 年 4 月末，募集资金已使用完毕。

该公司分别于 2022 年 6 月、12 月和 2023 年 2 月分别发行 22 上虞 01、22 上虞 02 和 23 上虞 01，发行金额分别为 11.00 亿元、5.00 亿元和 5.00 亿元，票面利率分别为 3.49%、4.45%和 3.86%，期限均为 7 年，均附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，其中 22 上虞 02 和 23 上虞 01 附本金提前偿还条款。22 上虞 01 募集资金中 6.60 亿元用于绍兴市上虞区乡村振兴建设项目，4.40 亿元用于补充公司营运资金；22 上虞 02 和 23 上虞 01 均为募集资金中 3.00 亿元用于绍兴市上虞区乡村振兴建设项目，2.00 亿元用于补充公司营运资金。截至 2024 年 4 月末，22 上虞 01、22 上虞 02 和 23 上虞 01 募集资金已使用完毕。

数据基础

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021-2023 年财务报表进行了审计，且均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应用指南和准则解释的规定。

2023 年，该公司合并范围增加 13 家子公司，减少 8 家子公司，系新增设立绍兴市上虞舜邦城市建设有限公司、宁波市舜鼎贸易有限公司、绍兴市上虞区舜悦水利资产经营有限公司、绍兴市上虞区人才发展有限公司等 12 家子公司，同时根据绍兴市上虞区住房和城乡建设局《关于同意改制绍兴市上虞区城市建设综合开发有限公司、组建绍兴市上虞城市建设综合开发有限公司的批复》（虞建[2023]40 号）文件，将绍兴市上虞城市建设综合开发有限公司 100.00%股权无偿划转至公司；根据绍兴市上虞区国有资产监督管理办公室（简称“上虞区国资办”）《关于变更设立绍兴市上虞区国有资产发展集团有限公司的请示》（虞国资办[2023]13 号）文件和绍兴市上虞区人民政府办公室《关于变更设立绍兴市上虞区国有资产发展集团有限公司的复函》文件，将绍兴市上虞区虞信工程咨

询有限公司（简称“虞信咨询”）更名为绍兴市上虞区国有资产发展集团有限公司（简称“上虞国发”），同时将其 100.00% 股权无偿划转至绍兴市上虞区国有资产监督管理委员会（简称“上虞区国资委”），并将公司下属子公司绍兴市上虞区科诚建设工程质量检测有限公司等 5 家子公司 100% 股权无偿划入上虞国发；根据上虞区国资委《关于绍兴市上虞城市建设集团有限公司相关股权划转的复函》（虞国资委[2023]43 号）文件，将子公司绍兴市上虞舜邦城市建设有限公司 100.00% 股权无偿划转至上虞区国资委等。

2024 年第一季度，该公司新设绍兴市上虞舜城城市建设开发有限公司、绍兴市上虞江腾商贸有限公司、绍兴市上虞江畔园林有限公司、绍兴市上虞江盈商业管理有限公司和绍兴市上虞舜道商贸有限公司 5 家子公司。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的全资、控股子公司共计 193 家，其中一级子公司共 8 家，主要包括上虞水务集团、上虞城建集团、上虞交通集团等 6 大集团。

图表 1. 截至 2024 年 3 月末公司主要一级子公司概况

子公司全称	子公司简称	主业	并表时间
绍兴市上虞区水务集团有限公司	上虞水务集团	自来水销售、污水处理、水务工程施工、水务物资贸易等	2015 年（划拨）
绍兴市上虞城市建设集团有限公司	上虞城建集团	基础设施建设、土地开发整理、保障房建设、大通商城运营、环卫服务等	2019 年（划拨）
绍兴市上虞国控实业集团有限公司	上虞实业集团	负责实业经营，业务涉及商贸、物流、安保、民爆、粮油仓储、工程咨询、勘测、劳务代理等	2019 年（新设）
绍兴市上虞教育体育集团有限公司	上虞教体集团	教育及体育设施建设、教育后勤服务、体育保障服务等	2020 年（划拨）
绍兴市上虞区交通集团有限公司	上虞交通集团	交通基础设施投资与建设，交通建设工程施工、成品油销售、贸易等	2021 年（划拨）
绍兴市上虞传媒集团有限公司	上虞传媒集团	报纸、广播、电视和新媒体业务以及会展、文化工程等业务	2022 年（划拨）

注：根据上虞国资提供资料整理

业务

上虞区地处杭州湾南岸，交通便利，目前已形成以机械装备、医药化工、轻工纺织、照明电器等为主导产业的经济格局。跟踪期内，上虞区经济增速较上年有所恢复，综合实力不断提升，同时长三角一体化发展及上虞区融杭连甬接沪发展战略的实施或将进一步提升区域发展综合竞争力。该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，目前主业覆盖水务、工程施工、土地开发、基础设施及安置房建设、综合服务及商品流通等多个板块，公司多项业务具有区域专营优势，同时多元化经营可在一定程度上提升经营稳定性。近年来，大通商城运营、建材物资和成品油等商品销售业务、环卫及物业租赁等综合服务业务以及工程施工业务是公司主要的营收来源，对利润的贡献也相对较大；2023 年公司结算土地开发收入，未结算受托代建收入，同时工程施工业务收入规模有所扩张，综合影响下当年公司营收规模实现增长。公司基建及土地开发业务已对资金形成较大占用，且后续仍有较大规模的投建安排，公司面临资本支出压力。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收

缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

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；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓：基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

（2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属需积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任机制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

（3）区域因素

上虞区地处浙江省绍兴市东部地区，是省级区域交通枢纽中心，绍兴商贸中心以及浙东新高都。2013 年 10 月，根据《国务院关于同意浙江省调整绍兴市部分行政区划的批复》（国函[2013]112 号），撤销县级上虞市，设立绍兴市上虞区，以原上虞市的行政区域为上虞区的行政区域。上虞区总面积 1403 平方公里，海岸线长 45 公里，整个地貌呈“五山一水四分田”的格局，境内高速公路、高铁、铁路、港口、运河等一应俱全，已纳入上海两小时交通圈。2019 年 1 月，上虞区出台融杭连甬接沪行动计划，加快实施融杭连甬接沪发展战略和“拥江西进”发展战略，进一步完善交通基础设施建设，加快优势产业链构建，加强区域合作，提升投资环境能级，以形成参

与长三角一体化发展的区域性优势，提升区域发展综合竞争力。截至 2023 年末上虞区户籍人口为 71.04 万人，较上年末下降 0.38 万人。

跟踪期内，上虞区经济继续保持稳健发展，2023 年全区实现地区生产总值 1317.72 亿元，同比增长 7.6%。其中，第一产业实现增加值 54.52 亿元，同比增长 4.0%；第二产业实现增加值 678.89 亿元，同比增长 7.7%；第三产业实现增加值 584.30 亿元，同比增长 7.9%；三次产业结构比例为 4.1:51.5:44.3。按户籍人口计算，2023 年上虞区人均地区生产总值为 18.50 万元，同比增长 8.1%。2024 年第一季度，全区实现地区生产总值 308.14 亿元，同比增长 7.1%。

图表 2. 2021 年以来上虞区主要经济指标情况（单位：亿元、%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1135.68	7.2	1241.76	4.7	1317.72	7.6	308.14	7.1
人均地区生产总值 ¹ （万元）	15.80	7.6	17.35	5.2	18.50	8.1	--	--
规模以上工业总产值	1914.82	19.1	2171.63	12.0	2144.55	--	559.72	4.6
固定资产投资	266.74	13.3	301.81	13.1	362.24	20.0	--	11.4
进出口总额	353.85	13.8	462.91	30.7	449.53	-2.9	143.28	23.3
社会消费品零售总额	402.15	8.0	416.03	3.5	446.76	7.4	139.17	10.2
三次产业结构	4.6:50.3:45.1		4.5:52.2:43.3		4.1:51.5:44.3		2.6:50.4:47.0	

注：根据上虞区国民经济和社会发展统计公报及上虞区政府公开统计数据整理

目前上虞区已形成了机械装备、医药化工、轻工纺织、照明电器等为主导的产业格局。2023 年实现规模以上工业总产值 2144.55 亿元，实现规模以上工业增加值 515.66 亿元，同比增长 10.1%。2023 年，全区规模以上高新技术产业、新兴产业和数字经济核心产业制造业分别实现增加值 80.36 亿元、36.18 亿元和 12.85 亿元，同比分别增长 80.36%、36.18%和 12.85%。2024 年第一季度，上虞区实现规模以上工业总产值 559.72 亿元，同比增长 4.6%；实现规模以上工业增加值 121.93 亿元，同比增长 10.2%。

从经济增长主要动力看，2023 年以来上虞区投资在基础设施、制造业等投资拉动下实现较快增长，消费市场复苏向好，但对外贸易有所回落。2023 年上虞区完成固定资产投资额 362.24 亿元，同比增长 20.0%，其中交通能源和水利投资、高新技术产业投资、制造业投资分别同比增长 41.4%、19.2%、21.4%。同期全区实现社会消费品零售总额 446.76 亿元，同比增长 7.4%。2023 年，上虞区实现进出口总额 449.53 亿元，同比下降 2.9%。其中，进口总额 40.03 亿元，同比下降 24.9%；出口总额 409.50 亿元，与上年持平，出口产品主要包括机电产品、化工产品、纺织服装类产品等，出口总量居前五位的国家（地区）依次为美国、印度、越南、韩国和巴西。2024 年第一季度，上虞区固定资产投资额同比增长 11.4%；实现社会消费品零售总额 139.17 亿元，同比增长 10.2%。同期，上虞区实现进出口总额 143.28 亿元，同比增长 23.3%；其中出口总额 130.95 亿元，同比增长 23.5%。

2022 年以来，上虞区通过出台房票政策、优化契税补贴政策、放松“限售限购”、发布“筑巢助企”购房补贴等措施来稳定楼市。2023 年全区实现房地产投资额 148.17 亿元，同比增长 15.9%；同期，全区实现商品房销售额 161.62 亿元，同比增长 27.2%，全年实现商品房销售面积 91.87 万平方米，同比下降 2.7%。截至 2023 年末商品房待售面积 36.98 万平方米，同比增长 32.2%。

土地市场方面，2023 年上虞区土地成交面积为 256.21 万平方米，同比下降 18.73%，各性质地块出让面积均有所下滑，受此影响，2023 年土地出让总价同比下降 22.64%至 58.57 亿元。同期，全区土地出让均价为 2286 元/平方米，较上年下降 4.79%，主要系当期均价较低的工业用地出让面积占比提升所致。2024 年第一季度，上虞区土地市场表现惨淡，住宅用地和综合用地（含住宅）均未实现出让，当期土地出让总面积 34.81 万平方米，实现土地出让总价 3.22 亿元，较上年同期下降 89.23%。

图表 3. 2021 年以来上虞区土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
土地成交面积（万平方米）	322.12	315.24	256.21	34.81
其中：住宅用地	30.30	22.06	17.40	--

¹ 人均地区生产总值系按户籍人口计算。

指标	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度
综合用地（含住宅）	27.80	18.81	14.60	--
商业/办公用地	7.07	21.47	11.75	6.72
工业用地	248.66	252.81	212.47	27.14
其他用地	8.29	0.10	--	0.95
土地成交总价（亿元）	109.85	75.70	58.57	3.22
其中：住宅用地	52.94	30.61	23.28	--
综合用地（含住宅）	40.43	24.75	19.49	--
商业/办公用地	2.91	7.53	5.62	1.41
工业用地	12.67	12.80	10.18	1.67
其他用地	0.89	0.01	--	0.14
土地成交均价（元/平方米）	3410	2401	2286	926
其中：住宅用地	17473	13877	13383	--
综合用地（含住宅）	14543	13163	13350	--
商业/办公用地	4115	3508	4779	2095
工业用地	5010	506	479	617
其他用地	1073	508	--	1493

注：根据 CREIS 中指数据整理

一般公共预算收支方面，2023 年上虞区实现一般公共预算收入 97.67 亿元，同比增长 7.3%；其中，税收收入为 77.24 亿元，税收比率为 79.08%，较上年下降 0.71 个百分点，仍保持在较高水平。同期，上虞区一般公共预算支出为 137.50 亿元，一般公共预算自给率²为 71.03%，较上年提升 4.74 个百分点。

政府性基金预算收支方面，2023 年上虞区实现政府性基金预算收入 70.78 亿元，随国有土地使用权出让收入减少同比大幅下降 58.37%，其中国有土地使用权出让收入为 62.77 亿元。同期，政府性基金支出为 113.23 亿元，政府性基金预算自给率为 62.51%，较上年下降 38.95 个百分点，随着区域土地出让热度减弱，政府性基金预算自给水平有所下降。

政府债务方面，2023 年末上虞区政府债务余额为 300.68 亿元，较上年末增长 20.92%，呈较快增长态势。上虞区广义债务率及负债率处全市上游水平，债务水平相对较高；区域内城投企业有息债务规模增长较快，地区债务负担加重，但考虑到区域内金融资源相对丰富，可有效缓释债务风险，且发债主体未出现债务违约事件，总体看，上虞区融资环境较好。

图表 4. 2021 年以来上虞区主要财政数据（单位：亿元）³

指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
一般公共预算收入	100.10	91.01	97.67
其中：税收收入	85.69	72.61	77.24
一般公共预算支出	129.68	137.29	137.50
政府性基金预算收入	185.83	170.03	70.78
其中：国有土地使用权出让收入	174.08	157.84	62.77
政府性基金预算支出	193.84	167.57	113.23
政府债务余额	206.23	248.66	300.68

注：根据上虞区政府网站整理

² 本报告中，一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；政府性基金预算自给率=政府性基金预算收入/政府性基金预算支出*100%。

³ 2021 年上虞区一般公共预算收入、税收收入均已剔除滨海新城收入；2021 年一般公共预算收入同比增速 13.0%系按 2020 年一般公共预算收入（剔除滨海新城）88.60 亿元同比计算。

2. 业务运营

(1) 业务地位

该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，定位为上虞区核心国有资产综合管理运作平台，公司已整合上虞水务集团、上虞城建集团、上虞交通集团等多家上虞区属企业，并通过子公司开展各项业务，目前主业覆盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、工程施工、商品贸易、综合服务等多个板块。

(2) 经营规模

2023 年末，该公司资产总额为 1948.98 亿元，较上年末增长 9.60%。当年，公司实现营业收入 68.93 亿元，受当期实现土地开发业务收入，工程施工业务收入有所增长，受托代建业务未结算等综合影响，营业收入同比增长 4.45%。同期，公司综合毛利率为 10.47%，同比下降 1.69 个百分点，主要系因项目结算进度及项目个体差异影响导致工程施工业务毛利率下降，污水处理成本下降导致水务业务毛利率提升转为盈利等综合影响所致。2024 年第一季度，公司实现营业收入 11.83 亿元，主要受水务、工程施工等业务毛利率为负影响，综合毛利率为-0.16%。

图表 5. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）⁴

业务	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
总资产	1566.81	-	1778.33	-	1948.98	-	2014.42	-
营业收入	73.41	100.00	65.99	100.00	68.93	100.00	11.83	100.00
其中：水务	4.74	6.46	5.24	7.94	5.78	8.38	1.25	10.58
工程施工	10.53	14.34	8.11	12.29	14.01	20.33	2.69	22.73
受托代建	2.07	2.82	3.35	5.07	-	-	-	-
土地开发	13.19	17.96	-	-	3.80	5.51	-	-
房屋销售	2.66	3.62	3.13	4.75	1.25	1.81	0.08	0.65
服务	12.10	16.48	13.87	21.02	13.84	20.08	2.78	23.49
商品销售	26.08	35.53	28.18	42.70	27.69	40.16	4.90	41.41
其他	2.05	2.80	4.11	6.24	2.57	3.73	0.13	1.14

注：根据上虞国资提供的审计报告、财务资料整理，其中服务收入包括环卫、劳动代理、出租、物流运输、旅游及其他服务收入；商品销售收入含粮食收储、成品油及贸易收入。

A. 水务板块

该公司水务业务主要由子公司上虞水务集团负责。上虞水务集团拥有包括制水、供水、排水及污水处理的厂网一体化的体系，主营业务较为突出，产业链较完整，是上虞区唯一的供排水及污水处理经营主体，具有区域专营优势。此外，上虞水务集团还运营与水务行业相关的建设工程施工、商品销售及水质监测等辅助业务。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现水务业务收入 5.78 亿元和 1.25 亿元，其中 2023 年随污水处理量增长及价格调整，该业务收入较上年增长 10.56%。同期毛利率分别为 9.73%和-8.52%，其中 2023 年主要受益于药剂、污泥处置费等污水处理成本下降，公司水务业务毛利率较上年提升 11.76 个百分点，转为盈利；2024 年第一季度主要受污水处理业务收入较上年同期有所下降，折旧成本相对变大影响，业务毛利率再次转负。

2023 年，上虞水务集团污水处理量为 7170.59 万吨，同比增长 2.03%；污水处理业务收入为 3.25 亿元，同比增长 18.84%，保持稳定增长。价格方面，居民污水处理费为 0.70-0.95 元/吨⁵；非居民污水处理费自 2023 年 5 月 1 日起上调，非工业污水处理费基准价及一般工业类企业污水处理费基准价由现行的 2.00 元/吨调整为 3.10 元/吨，排污行业一类由现行的 2.60-3.30 元/吨调整为 5.20 元/吨，排污行业二类由现行的 4.0 元/吨调整为 7.80 元/吨⁶。

⁴ 表中分项加总与合计数略有差异，系数据“四舍五入”所致，下同。

⁵ 根据《绍兴市上虞区发展和改革局文件（虞发改价[2016]61 号）》，调整后的居民生活污水处理收费标准：城区三个街道（百官街道、曹娥街道、东关街道）按 0.95 元/吨收取；重点建制镇（丰惠镇、松厦镇）按 0.85 元/吨收取；其他乡镇仍按 0.7 元/吨收取。

⁶ 自 2023 年 5 月 1 日起，据虞发改价[2023]29 号《关于调整上虞区非居民污水处理标准等事项的通知》，结合上虞区实际情况，合并和调整原有的分类方式，工业污水具体细化为一般工业类和排污行业一类、排污行业二类 3 小类，非工业污水具体细化为经营性污水和非经营性污水 2 小类，其中一般工业类企业污水处理费基准价由现行的 2.00 元/吨调整为 3.10 元/吨，排污行业一类由现行的 2.60-3.30 元/吨调整为 5.20 元/吨，排污行业二类由现行的 4.0 元/吨调整为 7.80 元/吨；非工业污水处理费基准价均由现行的 2.00 元/吨调整为 3.10 元/吨。鉴于此次调价幅度较大，为减轻排污企业负担，原则上分三年调整到位。

成本方面，上虞水务集团污水处理成本包括药剂、电费、污泥处置费和人工等，2023年污水单位处理成本为3.84元/吨，同比下降11.32%，主要系药剂成本、污泥处置费成本等有所下降所致。受上述因素共同影响，2023年上虞水务集团污水处理业务毛利率为15.41%，较上年大幅提升26.66个百分点转为盈利。2024年第一季度，上虞水务集团污水处理业务收入为0.66亿元，毛利率为-13.32%，毛利率较上年再次下滑至负，主要系业务收入较上年同期有所下降，计提的折旧成本相对变大所致。

上虞水务集团自来水销售业务主要是在上虞区城乡区域范围内进行自来水终端销售、自来水用户管道安装与用户服务。上虞水务集团供水业务在上虞区具有区域垄断性，目前供水区域除岭南外，已覆盖全区各乡镇、街道。截至2024年3月末上虞水务集团共拥有4座水厂，较2022年末减少1家，系2021年投运的第一水厂已完全投用，于2023年9月关停1993年投运的上源闸水厂所致，目前供水产能能够满足供水需求；期末日供水能力为35万吨，较上年末下降15万吨；服务用户约38万户，服务人口约100万人。2023年，上虞水务集团实现售水量9693.10万吨，实现售水收入2.52亿元，分别同比下降0.26%和增长0.84%。价格方面，上虞区居民用水价格实施阶梯式水价制度，居民生活用水价格为2.00-6.00元/吨，对非居民生活用水和特种用水到户价格分别按3.10元/吨和5.10元/吨执行。2023年，上虞水务集团自来水销售业务产销差率为4.57%，整体处于行业较好水平，较低的产销差率有利于自来水销售业务成本控制。上虞水务集团自来水销售成本主要由原水费、折旧、电费、药剂及人工费等组成，由于供水区域内的供水管网铺设较早，需对供水管网定期维修及改造，近年来自来水销售折旧成本较高，2023年上虞水务集团自来水销售成本为2.46亿元，同比增长7.04%。同期，公司自来水销售业务毛利率为2.41%，较上年下降5.65个百分点，主要系折旧、原水费等售水成本有所提升所致。

此外，截至2024年3月末，上虞水务集团主要在建水务项目为工业污水处理异地扩建项目，计划总投资7.19亿元，已投资5.12亿元。整体来看，上虞水务集团作为上虞区唯一的供排水及污水处理经营主体，规模优势和区域垄断优势较明显。

B. 工程施工板块

该公司工程施工业务主要系下属子公司绍兴市上虞区宏达公路建设有限公司（简称“宏达公路”）承接的上虞区公路养护工作、上虞水务集团承接的上虞区供排水工程、市政工程承包施工、建筑水电安装等工程和上虞交通集团承接的上虞区公路、桥梁及隧道工程等。2023年及2024年第一季度，公司工程施工业务分别实现营业收入14.01亿元和2.69亿元，毛利率分别为5.10%和-9.15%，主要因承接项目量、项目收入成本结算进度及结算项目个体差异等因素影响业务毛利率有所波动。

上虞区的公路均由宏达公路养护，主要包括329、104两条国道和上虞区内的所有县道，养护内容系以公路为中心，完成全区范围内道路保洁、坑洞修补、路面大中修、危桥抢修、公路绿化养护及外包工程等。宏达公路每年管理的公路总里程为500多公里，同时还负责养护、绿化的上虞区内桥梁共计215座；每年承担全区农村公路小修保养415公里，平均投资约2000万元。资金平衡方面，宏达公路的国道养护、绿化所需资金主要由浙江省交通厅拨款，县道费用由上虞区财政拨款。宏达公路于每年初提交本年的公路养护、绿化计划，交由区政府相关部门审核，审核通过后由区财政局现行拨款，项目建设过程中也分批次按照相应的工程实施进度进行拨款。2023年，宏达公路实现营业收入0.45亿元，较上年略降0.81%。2023年宏达公路主要建设项目包括2023年县乡村道大中修保养工程（动态隐患治理）、上虞区2022年公路交通安全提升工程桥头跳车治理、2023年县乡村道大中修保养工程井枫线等项目，共计完成投资0.50亿元。

该公司依托上虞水务集团承接上虞区供排水工程、市政工程承包施工、建筑水电安装等市场化业务，同时承接各项上虞区政府水利建设投资代建项目，代建项目基本以成本加利润点的方式与客户协商签订合同，无需承担垫资压力，主要采用分包形式分包给施工方。2023年，上虞水务集团工程施工业务实现收入10.34亿元，较上年增长46.57%；业务毛利率为2.01%，较上年下降3.91个百分点，主要系结算项目差异导致毛利水平有所波动。同期，上虞水务集团建设工程施工业务新中标合同金额为2.98亿元，同比增长102.17%，主要受益于外拓项目所致。截至2023年末，上虞水务集团在手未完工合同金额为3.52亿元。

上虞交通集团工程施工板块主要依托其子公司浙江金衢交通工程有限公司（简称“金衢公司”）开展，主要承接上虞区公路、桥梁及隧道工程等业务。金衢公司持有浙江省住房和城乡建设厅颁发的《建筑业企业资质证书》，具备公路工程施工总承包二级等资质。金衢公司工程项目主要通过公开招投标方式获取，小部分项目则直接由上虞区人民政府授权取得。此外，上虞交通集团子公司绍兴上虞交通建设管理有限公司（简称“上虞交建”）2022年起新增工程施工业务，主要承接政府投资项目。2023年，金衢公司新承接的项目总金额为1.11亿元，同比下

降 8.62%，主要系受委托情况影响有所波动。截至 2023 年末，金衢公司在手合同金额约为 1.82 亿元。2023 年，上虞交通集团实现工程施工收入 3.11 亿元，主要受益于当年金衢公司工程结算增加，该业务收入较上年增加 1.86 亿元；毛利率为 2.24%，较上年略增 0.17 个百分点。

C. 受托代建业务板块

该公司受托代建板块运营主体主要为子公司上虞城建集团和上虞交通集团，负责上虞区的基础设施代建业务，近年来该业务收入主要由上虞城建集团贡献，但受代建项目结算进度影响，2023 年及 2024 年第一季度公司未确认受托代建业务收入。

上虞城建集团自 2008 年开始承担上虞区基础设施建设任务，业务模式包括委托代建方式和工程施工方式等，其中代建项目由政府授权委托建造，资金由上虞城建集团自筹，建成后按照协议进行结算，一般在项目完工后 3~5 年进行结算。2023 年及 2024 年第一季度，上虞城建集团未确认受托代建业务收入。截至 2023 年末，上虞城建集团主要在建及拟建项目计划投资总额为 30.24 亿元，累计已投资 4.71 亿元。同期末，上虞城建集团存货余额为 320.00 亿元，主要为待结算的土地整理成本、安置房及基建项目开发成本等。

上虞交通集团作为上虞区的交通基础设施投资建设及运营主体，主要承担上虞区交通道路、公路项目的投资建设。2018 年 7 月上虞交通集团与绍兴市上虞区建设发展有限公司⁷（简称“上虞建发”）签订《基础设施建设总委托代建框架协议》，受托进行区内交通类基础设施项目建设，上虞建发按照审核确认的工程成本费用总额以及按工程成本费用总额的 15%计算的代建收益。截至 2023 年末，上虞建发未与上虞交通集团结算，未形成代建业务收入。截至 2024 年 3 月末，上虞交通集团在建基础设施建设项目主要包括 329 国道上虞盖北至道墟段改建工程、建筑渣土资源综合利用项目（一期）、南北中心大道江东路互通建设工程等，计划总投资 31.79 亿元，已完成投资 17.49 亿元。

整体看，上虞城建集团和上虞交通集团基础设施建设项目结算进度及资金回笼滞后，后续在建项目仍有较大资金投入需求，面临一定的资本支出压力。

D. 土地开发业务板块

该公司土地开发业务板块运营主体主要为上虞城建集团。上虞城建集团是负责上虞城区“城中村”拆迁改造工作的主要主体，根据政府规划对“城中村”进行拆迁改造，资金来源为银行贷款和土地结算款，业务模式为拆迁区域地块“五通一平”后移交政府出让，土地出让后，政府按实际开发整理成本加成一定比例进行结算。2023 年，公司实现土地开发业务收入 3.80 亿元，主要为上虞区城东 86 号地块和上虞区城北 38-1-c 号（城北新区 D4-3A）地块结算收入，业务毛利率为 4.76%。2024 年第一季度，公司未确认土地开发收入。截至 2024 年 3 月末，上虞城建集团持有已开发、待出让土地合计面积 0.28 万亩，合计成本 58.56 亿元。

总体看，上虞城建集团已整理待出让的土地规模较大，未来实现出让可带来较多收入和资金流入，但实际出让进度受政府土地出让计划、外部供求以及政策调控等因素影响，存在不确定性。

E. 房屋销售板块

该公司房屋销售业务主要由上虞城建集团及其子公司运营，涉及上虞区保障房建设及销售，以及小部分商品房销售。2023 年，公司房屋销售收入为 1.25 亿元，主要受房屋开发计划、销售进度影响，2023 年该业务收入同比下降 60.19%；毛利率为 47.34%，主要受完成销售项目毛利率差异影响，2023 年该业务毛利率同比下降 2.37 个百分点。2024 年第一季度，公司实现房屋销售收入 0.08 亿元，规模较小。

上虞城建集团承担了上虞区保障性住房的建设任务，其作为保障性住房的业主，负责保障性住房项目报批、建设、分配（政府限价房）、销售（市场化房源）和管理；保障房销售模式为直接销售。截至 2023 年末，上虞城建集团的 7 个保障房项目均已完工，包括 1 个租赁型保障房项目和 6 个对外出售的保障房项目。其中租赁型项目为上虞凤凰公寓项目，总投资 4.25 亿元，均由财政出资，目前已全部出租；6 个出售项目合计投资 56.29 亿元，截至 2023 年末剩余 743 套待出售，合计回笼资金 41.09 亿元。同期末，上虞城建集团在建保障房项目 5 个，计划总投资合计 124.26 亿元，截至 2023 年末已投资 61.42 亿元，后续资金平衡情况和建成后销售情况需持续关注。

⁷ 由上虞区财政局全资持股，经营范围为城市基础设施建设和社会公益事业项目投资经营。

F. 服务业务板块

该公司服务业务收入主要包括劳动代理服务、出租服务、环卫服务、物流运输服务和旅游收入等。2023年，公司实现服务业务收入13.84亿元，同比略降0.20%，业务毛利率为20.21%，同比提升2.13个百分点。2024年第一季度，公司实现服务收入2.78亿元。

劳动代理服务主要由上虞实业集团下属子公司绍兴市上虞大众劳动事务代理(所)有限公司(简称“大众劳务”)运营。大众劳务的劳动服务主要包括代理缴纳工资、五险一金业务和人事代理两项服务，人事代理服务包括档案管理、劳务派遣等服务。根据客户需求，具体开展业务时，与用人单位主要有以下两种合作模式：(1)仅提供代理缴纳五险一金业务，不提供人事代理服务；(2)既提供代理缴纳五险一金业务也提供人事代理服务。截至2023年末，大众劳务共有劳务派遣代理人员4590人，代理单位291家，涉及国有企业、机关事业单位和民营企业等。2023年及2024年第一季度，该公司分别实现劳动代理服务收入4.61亿元和1.25亿元，其中2023年该业务收入同比小幅增长4.44%。

出租服务收入主要包括上虞实业集团下属子公司绍兴市上虞区商贸国有资产有限公司和绍兴市上虞区舜汇市场投资开发有限公司的商铺出租收入，以及上虞城建集团及其子公司的房产、停车位和农业批发市场租赁收入等。2023年及2024年第一季度，该公司分别实现出租服务收入2.54亿元和0.74亿元。

环卫服务主要由上虞城建集团子公司绍兴市上虞环境卫生管理集团有限公司负责运营，与区环卫中心、各乡镇街道办签订保洁服务协议，提供环卫保洁服务，并向其收取服务费用。环卫服务业务目前已覆盖上虞主城区及开发区，后续规划将逐步覆盖全部乡镇街道，另外还经营上虞区交通局托管保洁道路的保洁服务。2023年及2024年第一季度，该公司分别实现环卫服务收入3.25亿元和0.35亿元。

物流运输服务主要为上虞实业集团下属子公司绍兴信诚物流有限公司(简称“信诚物流”)提供的仓储服务、货运信息服务、安保及停车服务等。目前，信诚物流拥有办公房屋建筑面积约1万平方米，货棚等仓储空间1.35万平方米；内有双向环行车道的停车场2.30万平方米，可同时停放各类货车200余辆；中心出入口设有3个通道，布有红外线自动报警系统、110联动系统、闭路电视监控系统等安保设施和大型地磅。2023年及2024年第一季度，该公司分别实现物流运输服务收入1.00亿元和0.18亿元。

旅游业务主要由上虞交通集团子公司绍兴市上虞东方旅游有限公司负责运营，主要开展常规旅行社旅游服务和上虞区单位的疗休养服务。疗休养业务主要通过对接存在职工疗休养需求的区内单位，并对接安排疗休养基地，为客户提供疗休养服务。根据绍兴市疗休养政策，党政机关、事业单位疗休养经费不超过3000元/人*年，其他企业单位职工疗休养费用标准在省定标准之内由职工大会或职代会讨论决定。2023年及2024年第一季度，该公司分别实现旅游收入0.16亿元和0.06亿元，其中受业务量变动影响，2023年该业务收入同比下降16.22%。

G. 商品流通板块

该公司商品流通板块主要由商品销售业务、粮食收储业务、成品油销售及贸易业务组成。2023年及2024年第一季度，公司商品流通板块分别实现收入27.69亿元和4.90亿元，毛利率分别为5.58%和7.62%，其中2023年该板块业务收入同比略降1.75%，毛利率同比略降0.15个百分点。

该公司商品销售业务主要由上虞城建集团旗下大通商城的百货销售业务、上虞实业集团及其子公司的民爆用品、冷藏农产品销售业务，以及上虞水务集团子公司绍兴市上虞区水务物资贸易有限公司(简称“水务物贸公司”)的商品销售业务等组成。2023年及2024年第一季度，公司商品销售业务分别实现收入13.51亿元和1.84亿元。大通商城座落于上虞老城区“人流黄金三角区”，共有5层营业楼，营业面积为3.10万平方米。大通商城以联营模式为主，即与供应商签订联营合同，以销定进，约定合同扣率和费用承担方式，并根据供应商的销售额和约定扣率获取毛利收益，以及通过费用分担获取收益。除联营模式外，大通商城还有部分业务采取经销和租赁模式，近年来随着百货商场购物中心化和商业街区开业，大通商城租赁比例有所提高。2023年上虞城建集团商品销售收入为5.09亿元，毛利率为17.29%，其中大通商城的百货销售收入贡献相对较大。同期，上虞水务集团商品销售收入为5.79亿元，毛利率为8.98%，主要为水务物贸公司经营给排水仪器仪表、给排水工具、管道及配件、五金、建材等物资。

该公司粮食收储业务主要由绍兴市上虞区粮食收储有限公司经营，负责实施有关部门下达的政策性粮油购销、调拨、储备计划等。由于粮储公司是政策性粮食收储公司，不以盈利为主要目的，运营时以收购的新粮替代旧粮使粮食存储量保持相对稳定，销售的粮食主要为旧粮，卖出的价格往往低于当年收购价，因此盈利能力弱，甚至

亏损，政府每年会给予相应的财政补贴。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现粮食收储收入 2.89 亿元和 0.63 亿元，毛利率分别为-1.03%和 2.27%。

该公司成品油销售业务主要由上虞交通集团子公司浙江省上虞汽车运输有限公司运营，负责经营人民路加油站和岭光加油站，2 个加油站均具备成品油零售经营批准证书和危险化学品经营许可证，主要销售 92#汽油、95#汽油、98#汽油和 0#柴油。成品油销售业务采用行业通行的采购-库存-零售模式，即向上游成品油供应商整车采购成品油并运输至加油站进行地下安全库存，再对外零售。该项业务上游企业为中石油、中石化和中海油，上游企业均处于行业垄断地位，公司议价能力弱。公司与上游客户结算方式为先款后货，结算周期一般为 1-3 月。成品油销售的下游包括工程公司、当地企事业单位以及散客。公司与下游散客结算方式为现加现结，款项回收较有保障；部分工程公司和当地企事业单位，采取批发或定点的方式提供油品零售批发，公司给予其价格优惠，按月结算；与行政事业单位采取 IC 卡预充值后使用，季末上报定点加油“结算单清单”的方式进行结算。下游定价方面，由于成品油零售行业在零售端价格受发改委成品油标准零售价影响，零售价格以在国家指导价格的基础上小幅波动为主；同时，由于公司与部分工程公司和当地企事业单位签订了采取批发或定点的方式提供油品零售批发合同，销售单价的定价稍低于零售单价。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现成品油销售收入 5.32 亿元和 1.65 亿元，随着业务扩张 2023 年销售收入同比增长 46.12%；毛利率分别为 5.97%和 4.47%，其中 2023 年毛利率较上年略降 0.21 个百分点。

贸易业务主要由上虞交通集团子公司绍兴市上虞区交通贸易有限公司和绍兴市上虞区交通产业发展有限公司负责经营，贸易品种主要为沥青、钢材、电解铜、水泥、钢筋、原石、螺纹钢等。公司上下游客户集中度均较高；价格方面，采购价一般为市场价，受市场行情影响而波动较大，销售价通常在采购价的基础上附加一定进销差价确定，进销价差根据商品的市场供求行情变化进行决策；结算模式方面，上游采购结算模式主要为款到发货，下游销售结算模式以分期付款为主，即下游客户在收到货物后，按照合同约定采取分期支付的方式支付货款，分期付款的期限大部分在一年之内。整体看，贸易业务面临一定的市场风险及垫资回收风险。2023 年及 2024 年第一季度，该公司分别实现贸易收入 5.97 亿元和 0.78 亿元，毛利率分别为 1.67%和 4.31%，其中 2023 年贸易收入同比下降 22.05%，主要系贸易规模减少所致。

财务

跟踪期内，该公司主营业务盈利能力仍较弱，期间费用高企，侵蚀营业毛利，盈利的实现对政府补助的依赖程度较高；公司承担的土地整理及基础设施、保障房等建设任务较重，资金投入量大，跟踪期内刚性债务较快扩张，财务杠杆水平有所上升，已形成较重的债务负担；公司主业现金回笼情况较好，但非筹资性现金流持续呈净流出状态，加之短期刚性债务持续大幅上升，公司项目投入及债务偿付资金对外部融资的依赖度较高，面临债务滚续及即期偿付压力；公司资产主要集中于项目建设成本和土地使用权，同时区属国有企业占用公司资金规模较大，公司整体资产流动性较弱。

1. 财务杠杆

该公司承担的土地整理及基础设施、保障房等建设任务较重，资金投入量大，目前已形成较重的债务负担；跟踪期内随着刚性债务持续扩张，财务杠杆水平有所上升，净资产对刚性债务的覆盖程度有所下降。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司负债总额分别为 1253.78 亿元和 1304.55 亿元，分别较上年末增长 19.08%和 4.05%，其中刚性债务分别为 1114.70 亿元和 1164.04 亿元，分别较上年末增长 18.08%和 4.43%，占债务总额的比重分别为 88.91%和 89.23%；同期末公司资产负债率分别为 64.33%和 64.76%，其中 2023 年末较上年末上升 5.13 个百分点；股东权益与刚性债务比率分别为 62.37%和 60.98%，其中 2023 年末较上年末下降 14.49 个百分点

(1) 资产

2023 年末，该公司资产总额为 1948.98 亿元，较上年末增长 9.60%，其中流动资产占比为 46.19%。从具体构成来看，2023 年末，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款⁸和存货构成。其中，货币资金余额为 116.44 亿

⁸ 不含应收股利和应收利息，下同。

元，较上年末下降 5.43%，受限货币资金余额为 23.50 亿元，主要为质押借款受限资金；其他应收款余额为 114.86 亿元，主要为应收政府部门、国企及关联方款项，应收账款余额前五名分别为绍兴市上虞区万象控股有限公司（简称“万象控股”）11.96 亿元、绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司（简称“上虞经开”）10.80 亿元、绍兴上虞大通经开置业有限公司（简称“大通经开置业”）9.38 亿元、上虞建发 8.55 亿元和浙江上虞经济开发区发展总公司 8.34 亿元往来款等，账龄主要在 2 年以内，其他应收款余额较上年末下降 5.10%，主要系应收上虞建发往来款减少，同时新增应收万象控股往来款等综合影响所致；存货余额为 641.14 亿元，较上年末增长 1.92%，主要为开发成本 263.04 亿元和合同履约成本 365.11 亿元。

2023 年末，该公司非流动资产余额为 1048.68 亿元，较上年末增长 18.16%，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2023 年末，公司长期股权投资余额为 292.67 亿元，较上年末增长 6.21%，主要系根据上虞区国资办《关于变更设立绍兴市上虞区国有资产发展集团有限公司的请示》（虞国资办[2023]13 号）文件和绍兴市上虞区人民政府办公室《关于变更设立绍兴市上虞区国有资产发展集团有限公司的复函》文件，将上虞区国资委持有的绍兴市上虞杭州湾经开区控股集团有限公司（简称“上虞杭州湾经控”）5%股权无偿划转至公司、根据虞国投[2024]5 号文件，将上虞区国资委持有的上虞杭州湾经控 4%股权和绍兴市上虞杭州湾海旭工业产业发展有限公司（简称“海旭工业”）49%无偿划转至公司，期末公司对上虞杭州湾经控长期股权投资余额较上年末增加 33.48 亿元至 182.25 亿元，新增对海旭工业的投资余额 15.72 亿元，同时减少对绍兴市上虞区创富投资合伙企业（有限合伙）的投资 20.89 亿元等综合影响所致，另外，期末公司对绍兴滨海新区发展集团有限公司（简称“滨海发展”）⁹和绍兴市上虞曹娥江旅游开发投资有限公司（简称“曹娥江旅开”）投资余额分别为 83.47 亿元和 2.14 亿元；投资性房地产余额为 119.52 亿元，较上年末增长 43.26%，主要系固定资产、存货、在建工程等转入所致；固定资产余额为 102.16 亿元，较上年末下降 6.06%，主要为房屋建筑物和供水设施等；在建工程余额为 90.30 亿元，主要为供水工程、舜惠虞东河湖工程、新农村及各乡镇工程等，较上年末增长 20.30%，主要系各项目持续投入所致；无形资产余额为 225.49 亿元，主要为土地使用权余额 207.97 亿元和砂石资源开采权余额 9.83 亿元等，较上年末增长 29.22%，主要系划入土地使用权所致；其他非流动资产余额为 139.85 亿元，主要为公路工程项目 115.45 亿元，较上年末增长 28.77%，主要系公路工程项目投资增加及上虞教体集团预付固定资产购置款增加等所致。此外，公司债权投资余额为 41.70 亿元，较上年末增长 123.54%，主要系新增定期存单及利息 21.43 亿元等所致，另外公司对绍兴市曹娥江大闸投资开发有限公司及杭甬客运专线上虞段的投资余额分别为 5.67 亿元和 5.13 亿元；其他权益工具投资余额为 7.37 亿元，主要为对上市公司卧龙电气驱动集团股份有限公司 2.15 亿元和国邦医药集团股份有限公司 1.21 亿元投资，以及对非上市公司浙江杭绍甬高速公路有限公司 1.48 亿元投资等，较上年末下降 30.93%，主要系当期减少对绍兴银行股份有限公司的投资 2.63 亿元等所致；其他非流动金融资产余额为 6.65 亿元，主要为对长三角数文（绍兴上虞）股权投资合伙企业（有限合伙）的投资 3.25 亿元和对绍兴上虞宝祥企业管理合伙企业（有限合伙）的投资 1.67 亿元等，较上年末下降 33.40%，主要系减少对宁波保税区虞科稳健投资合伙企业（有限合伙）的投资 3.33 亿元等所致；长期应收款余额为 21.71 亿元，较上年末增长 2.72%，主要为代绍兴市上虞区水利局支付工程款。

2024 年 3 月末，该公司资产总额为 2014.42 亿元，较上年末增长 3.36%，其中货币资金较上年末增长 19.97%至 139.69 亿元，其中受限货币资金为 24.50 亿元，主要为质押借款受限资金；因项目持续投入导致存货较上年末增长 3.03%至 660.58 亿元、在建工程较上年末增长 2.25%至 92.33 亿元。除此之外，公司资产结构未发生重大变化。

截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产余额为 91.91 亿元，占资产总额的比例为 4.56%。其中货币资金、债权投资、投资性房地产和固定资产受限金额分别为 24.50 亿元、21.43 亿元、17.41 亿元和 10.69 亿元，受限原因主要为借款质押和抵押。

图表 6. 截至 2024 年 3 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	24.50	17.54	借款质押专项资金
存货	8.21	1.24	借款抵押
债权投资	21.43	51.35	借款抵押
其他流动资产	6.57	47.36	借款抵押

⁹ 滨海发展成立于 2013 年 5 月，注册资本为 39.00 亿元，绍兴市交通投资集团有限公司、绍兴市上虞区交通投资有限公司、绍兴滨海新城国有资本投资经营有限公司和绍兴市柯桥区建设集团有限公司分别持股 51.62%、30.00%、11.61%和 6.77%。

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	10.69	8.87	借款抵押
无形资产	1.43	1.55	借款抵押
在建工程	1.68	0.75	借款抵押
投资性房地产	17.41	14.57	借款抵押
合计	91.91	-	-

注：根据上虞国资所提供的数据整理

(2) 所有者权益

权益资本方面，2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 695.20 亿元和 709.87 亿元，其中 2023 年末较上年末下降 4.17%。从构成看，2023 年末及 2024 年 3 月末实收资本均为 3.72 亿元，资本公积分别为 378.97 亿元和 380.04 亿元，主要系政府注入的土地、房产、股权和货币资金等。其中 2023 年末公司资本公积较上年末下降 11.77%，主要系当期分别无偿划出子公司绍兴市上虞新农村发展投资有限公司和上虞实业集团 49%和 10%股权，分别减少资本公积 47.77 亿元和 13.02 亿元；分别无偿划入杭州湾经开和海旭工业 9%和 49%股权，分别增加资本公积 33.48 亿元和 15.72 亿元等综合影响所致。此外，2023 年因经营积累及非全资子公司资本实力增强，期末公司未分配利润较上年末增长 12.46%至 41.73 亿元，少数股东权益较上年末增长 5.85%至 266.98 亿元。2024 年 3 月末，公司实收资本及资本公积合计 383.76 亿元，占所有者权益的 54.06%。

(3) 负债

2023 年末，该公司长短期债务比为 134.26%，债务期限结构总体偏长期。从具体构成看，公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款¹⁰、合同负债和专项应付款构成。2023 年末，公司应付账款余额为 13.43 亿元，较上年末增长 54.49%，主要为应付浙江省水电建筑安装有限公司、新昌云成商贸有限公司、北京金河水务建设集团等单位工程款，涉及单位分布较为分散；其他应付款余额为 43.58 亿元，主要为应付上虞区属企业往来款，较上年末增长 6.56%，主要包括应付万象控股 13.38 亿元、绍兴市上虞区铁路建设投资有限公司 3.69 亿元、曹娥江旅开 3.12 亿元、绍兴市上虞区财政局 3.12 亿元等；合同负债余额为 15.75 亿元，较上年末增长 14.87%，主要为预收商品款 9.77 亿元、预收工程款 5.56 亿元等；专项应付款余额为 54.86 亿元，主要为收到的工程专款 24.70 亿元、财政拨款 15.57 亿元、崧北河综合整治工程款 4.94 亿元、虞东河湖综合整治工程款 2.98 亿元等，较上年末增长 55.52%，主要系工程专款、财政拨款等增加所致。

2024 年 3 月末，该公司应付账款余额为 9.64 亿元，较上年末下降 28.24%，主要系应收工程款结算所致；专项应付款余额为 60.38 亿元，较上年末增长 10.06%，主要系财政拨款增加所致。除刚性债务所涉科目外，其他负债科目较上年末变动不大。

刚性债务方面，2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 1114.70 亿元和 1164.04 亿元，分别较上年末增长 18.08%和 4.43%，其中短期刚性债务余额分别为 458.11 亿元和 457.42 亿元，分别较上年末增长 31.80%和下降 0.15%，期末占刚性债务余额的比重分别为 41.10%和 39.30%。同期，短期刚性债务现金覆盖率分别为 25.44%和 30.56%，分别较上年末下降 10.04 个百分点和提升 5.12 个百分点，公司持续面临即期偿付压力。

2023 年末该公司刚性债务主要包括银行借款 468.80 亿元、债券 562.19 亿元（包括理财直融）、融资租赁及信托等其他形式借款 60.70 亿元和地方政府债券 23.00 亿元。从具体构成看，银行借款余额为 468.80 亿元，较上年末大幅增加 153.74 亿元，余额包括短期借款 209.95 亿元、一年内到期的长期借款及利息 42.55 亿元和长期借款 216.30 亿元，分别较上年末增长 44.64%、54.17%和 42.96%；公司主要采用保证借款、抵押借款和信用借款的方式，抵押物主要为房产、土地使用权、定期存单和项目未来收益权等。同期末，公司债券融资（包括理财直融）余额为 562.19 亿元，较上年末增加 16.23 亿元，其中一年内到期的应付债券及利息 114.41 亿元、计入其他流动负债的短期融资债券 64.28 亿元、中长期债券 383.50 亿元，分别较上年末增长 33.00%、下降 10.16%和下降 1.26%；融资租赁及信托等其他形式借款 60.70 亿元，较上年末增加 17.00 亿元，其中短期融资租赁和短期信托借款余额为 2.30 亿元和 18.25 亿元。从承债主体看，刚性债务主要集中于公司本部，以及上虞城建集团、上虞交通集团、上虞实业集团和上虞水务集团等子公司，2023 年末公司本部刚性债务余额为 453.11 亿元。2024 年 3

¹⁰ 不含应付股利，下同。

月末，公司刚性债务较上年末增加 49.34 亿元至 1164.04 亿元，增量主要来源于银行借款。

截至 2024 年 6 月 24 日，该公司存续境内标准债券本金余额为 366.40 亿元，若以行权计，2024-2026 年到期本金分别为 55.60 亿元、28.00 亿元和 167.80 亿元；存续境外债券本金余额为 10.40 亿美元和 35.90 亿元人民币，期末公司本部待偿债券本金合计 255.30 亿元和 8.00 亿美元。

图表 7. 截至 2024 年 6 月 24 日公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

债项名称	发行主体	发行金额	期限	当前票面利率	待偿余额	发行时间
21 上虞绿色债 01	上虞国资	10.00	7+3	4.93	9.00	2021.4.14
21 上虞国投 MTN001	上虞国资	10.00	3+2	2.86	10.00	2021.4.28
21 虞国 01	上虞国资	20.00	3+2	3.89	20.00	2021.6.29
21 虞资 03	上虞国资	12.00	3+2	3.69	12.00	2021.7.29
21 上虞国投 PPN002	上虞国资	8.00	3	3.70	8.00	2021.8.27
21 上虞国投 MTN002	上虞国资	5.00	3+2	3.63	5.00	2021.10.29
21 上虞绿色债 02	上虞国资	10.00	5+5	3.88	10.00	2021.12.29
22 上虞国投 MTN001	上虞国资	5.00	3+2	3.30	5.00	2022.1.6
22 虞资 01	上虞国资	10.00	3+2	3.29	10.00	2022.6.14
22 虞资债 01	上虞国资	11.00	5+2	3.49	11.00	2022.6.29
22 虞资 02	上虞国资	18.00	3+2	3.16	18.00	2022.7.29
22 虞资 03	上虞国资	16.00	3+2	3.07	16.00	2022.9.13
22 虞资 04	上虞国资	6.00	3	3.14	6.00	2022.11.3
22 虞资债 02	上虞国资	5.00	5+2	4.45	5.00	2022.12.22
23 虞资债 01	上虞国资	5.00	5+2	3.86	5.00	2023.2.28
23 虞资 01	上虞国资	10.00	3	3.90	10.00	2023.4.3
23 上虞国投 PPN001	上虞国资	5.80	3	3.73	5.80	2023.5.9
23 虞资 02	上虞国资	7.00	3	3.49	7.00	2023.7.5
23 虞资 03	上虞国资	15.00	3	3.25	15.00	2023.9.8
23 上虞国投 PPN002	上虞国资	10.00	3	3.47	10.00	2023.10.9
23 虞资 D1	上虞国资	12.60	1	3.00	12.60	2023.10.20
24 虞资 01	上虞国资	8.00	3+2	3.03	8.00	2024.1.12
24 虞资 02	上虞国资	12.00	3+2	2.43	12.00	2024.5.23
21 虞水债	上虞水务集团	5.00	3	3.87	5.00	2021.12.21
22 上虞水务 MTN001	上虞水务集团	6.00	3+2	3.14	6.00	2022.8.15
22 上虞水务 MTN002（绿色）	上虞水务集团	2.00	3+2	3.10	2.00	2022.9.5
23 上虞水务 CP001	上虞水务集团	2.00	1	3.30	2.00	2023.6.27
23 虞水 01	上虞水务集团	8.00	3	3.76	8.00	2023.7.12
23 虞水 02	上虞水务集团	7.00	3	3.55	7.00	2023.8.18
23 上虞水务 CP002	上虞水务集团	5.00	1	2.90	5.00	2023.8.31
21 虞水 01	上虞水利	5.00	3+2	2.80	5.00	2021.5.27
21 虞水 02	上虞水利	5.00	3+2	4.00	5.00	2021.11.04
20 上虞停车场债 01	上虞城建集团	10.00	7	3.89	6.00	2020.4.20
21 上虞城建 MTN001	上虞城建集团	7.00	3+2	3.34	7.00	2021.1.14
21 上虞停车场债 01	上虞城建集团	10.00	7	4.60	10.00	2021.6.28
21 虞城 01	上虞城建集团	10.00	3+2	3.60	10.00	2021.8.6
22 虞建 01	上虞城建集团	5.00	3	3.87	5.00	2022.11.22
23 虞建 01	上虞城建集团	5.00	3	4.35	5.00	2023.2.17
21 上虞交通 MTN001	上虞交通集团	10.00	3+2	3.34	10.00	2021.1.11
21 上虞交通 PPN001	上虞交通集团	10.00	3+2	3.90	10.00	2021.7.23
21 虞交 01	上虞交通集团	5.00	3+2	3.68	5.00	2021.11.3
22 虞交 02	上虞交通集团	10.00	3	3.28	10.00	2022.7.13
23 虞交 01	上虞交通集团	10.00	3	3.65	10.00	2023.5.4

债项名称	发行主体	发行金额	期限	当前票面利率	待偿余额	发行时间
23 虞交 02	上虞交通集团	3.00	3	3.07	3.00	2023.9.1
境内债券合计	--	371.40	--	--	366.40	--
21 上虞国资美元债 5 年期	上虞国资	2 亿美元	5	3.55	2 亿美元	2021.3.16
22 上虞国资美元债 3 年期	上虞国资	3 亿美元	3	5.20	3 亿美元	2022.9.21
23 上虞国资美元债 3 年期	上虞国资	11.3 亿人民币	3	4.95	11.3 亿人民币	2023.2.15
23 上虞国资美元债 2 年期	上虞国资	13.6 亿人民币	2	4.35	13.6 亿人民币	2023.4.20
24 上虞国资美元债 3 年期	上虞国资	3 亿美元	3	5.60	3 亿美元	2024.1.30
上虞城建集团 3.3% N20261119	上虞城建集团	2.4 亿美元	5	3.30	2.4 亿美元	2021.11.19
上虞城建集团 3.9% N20250722	上虞城建集团	11 亿人民币	3	3.90	11 亿人民币	2022.7.22
境外债券合计	--	--	--	--	--	--

注：根据 wind 整理

2. 偿债能力

(1) 现金流量

该公司经营环节现金流主要反映公司土地整理、水务以及商品销售等主营业务的现金收支及往来情况。2023 年，公司主营业务收到的现金为 71.38 亿元，营业收入现金率为 103.55%，主业现金回笼情况较好。此外，近年来公司项目建设投入规模较大，同时受公司与企事业单位往来款影响，其经营活动产生的现金流持续呈大额净流出状态，2023 年净流出量为 57.52 亿元。由于公司资产整合工作的推进以及上虞水务集团、上虞交通集团等在建项目的投入，公司投资活动现金流持续呈净流出状态，2023 年投资性现金流净额为-43.71 亿元。公司主要依靠外部融资弥补经营和投资环节的现金流出，2023 年筹资活动产生的现金净流入量为 100.37 亿元。

2024 年第一季度，受项目建设持续投入影响，该公司当期经营活动现金流量净额仍呈净流出状态，净流出量为 7.98 亿元，营业收入现金率为 101.75%，收现情况仍较好；同期公司投资活动现金流量净额为-4.84 亿元，筹资活动现金流量净额为 38.55 亿元。

(2) 盈利

该公司营业毛利主要来源于服务业务、商品销售和工程施工业务等，2023 年，公司实现营业毛利 7.21 亿元，同比下降 10.08%；综合毛利率为 10.47%，主营业务盈利能力较弱。分业务板块，2023 年公司上述三项业务板块毛利占当年营业毛利的比重分别为 38.77%、21.41%和 9.90%，其中服务业务毛利率为 20.21%，较上年提升 2.13 个百分点，盈利水平较好，商品销售和工程施工业务毛利率分别为 5.58%和 5.10%，盈利能力较弱。此外，同期公司水务业务毛利率为 9.73%，较上年提升 11.76 个百分点转为盈利，主要系药剂、污泥处置费等污水处理成本下降等所致；房屋销售毛利率为 47.34%，较上年末下降 2.37 个百分点，但仍保持较好的盈利水平；其余业务毛利率基本稳定。

2023 年，该公司期间费用为 24.14 亿元，同比下降 6.12%，期间费用率为 35.02%，期间费用仍高企，侵蚀营业毛利。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，2023 年财务费用和管理费用分别为 10.81 亿元和 11.05 亿元。公司下属多家子公司在上虞区内承担重要的职能，可得到政府持续的支持，2023 年收到政府补助 22.20 亿元。同时，投资收益也为盈利提供一定支撑，2023 年公司实现投资收益 3.46 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益以及其他权益工具投资、交易性金融资产持有期间形成的股利收入和投资收益，2023 年主要包括上虞杭州湾经控、滨海发展长期股权投资权益法下确认投资收益分别为 1.54 亿元和 0.91 亿元等；同期，公司实现净利润 6.01 亿元，同比增长 44.61%。

2024 年第一季度，该公司实现营业收入 11.83 亿元，主要受水务、工程施工等业务毛利率为负影响，综合毛利率为-0.16%。同期，期间费用为 6.39 亿元，期间费用率为 53.98%，期间费用仍较高；公司收到政府补助收入 8.06 亿元，实现净利润 0.34 亿元。

(3) 偿债能力

该公司 EBITDA 主要由利息支出、利润总额和固定资产折旧等构成，2023 年为 27.26 亿元，由于公司刚性债务规模较大，而利润规模有限，EBITDA 对利息支出的保障程度一般。近年来，公司非筹资性现金流持续呈净流出状态，无法对公司债务提供有效保障。

图表 8. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 第一季度（末）
EBITDA/利息支出(倍)	0.71	0.66	0.63	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.03	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-16.13	-22.41	-12.10	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-6.64	-9.87	-5.59	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-28.69	-34.25	-21.30	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-11.81	-15.09	-9.83	—
流动比率（%）	239.96	214.44	168.22	177.88
现金比率（%）	34.43	29.68	21.77	26.36
短期刚性债务现金覆盖率（%）	40.40	35.48	25.44	30.56

注：根据上虞国资所提供的数据计算

2023 年末和 2024 年 3 月末，该公司流动比率分别为 168.22%和 177.88%，处于较高水平，但公司资产主要集中于土地使用权和项目建设成本，其变现受当地土地市场景气度及政府结算安排等因素影响较大，此外区属企业占用公司资金规模较大，不利于公司资金周转，公司整体资产流动性较弱。同期末，公司现金比率分别为 21.77%和 26.36%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 25.44%和 30.56%，近年来公司短期刚性债务规模整体呈上升态势，现金类资产对其保障程度不足，同时非筹资性现金流持续净流出，公司项目投入及债务偿付资金对外部融资的依赖度较高，面临债务滚续及即期偿付压力。

该公司已与多家商业银行开展合作，整体信用状况良好。截至 2023 年末，公司获得的银行总授信额度为 848.75 亿元，剩余授信 294.36 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

2023 年，根据上虞区国资办《关于变更设立绍兴市上虞区国有资产发展集团有限公司的请示》（虞国资办[2023]13 号）文件和绍兴市上虞区人民政府办公室《关于变更设立绍兴市上虞区国有资产发展集团有限公司的复函》文件，将该公司子公司虞信咨询更名为绍兴市上虞区国有资产发展集团有限公司，同时将公司 100.00%股权无偿划转至上虞国发，公司全资股东由上虞区国资委变更为上虞国发。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本仍为 10.00 亿元，实收资本仍为 3.72 亿元，全资股东为上虞国发，实际控制人为上虞区国资委。跟踪期内，公司法定代表人、董事长及总理由倪红娣变更为金权炜，董监事成员有所变动，除此之外管理制度等方面未发生重大变化。公司自成立以来受让多家公司国有股权，仍存在较大内部整合和管控压力。

2. 表外因素

截至 2024 年 3 月末，该公司对外担保金额为 196.73 亿元，担保比率为 27.71%，其中对关联方上虞杭州湾经控及其下属子公司提供担保 81.50 亿元，对关联方绍兴市上虞文化旅游集团有限公司（简称“上虞文旅集团”）及其下属子公司提供担保 89.40 亿元，对其他关联方提供担保 23.75 亿元；对非关联方提供担保 2.08 亿元，主要为绍兴市上虞区丰惠、下管、汤浦供销合作社等的担保 1.83 亿元，以及对绍兴英特大通医药有限公司提供担保 0.25 亿元。公司对外担保以上虞区属企业为主，与公司在同一国资体系中，但公司对外担保规模较大，不利于财务风险控制，存在一定的代偿风险。

3. 业务持续性

该公司为上虞区核心国有资产综合管理运作平台，目前主业覆盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、工程施工、商品贸易、综合服务等多个板块，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

该公司关联交易主要为向关联方绍兴市汤浦水库有限公司采购原水等，2023 年关联交易发生额为 0.59 亿元，规模较小，但公司与关联方存在较为密切的资金往来及关联担保。截至 2023 年末，公司向关联方提供担保金额共计 186.37 亿元，主要包括为上虞杭州湾经控及其下属子公司提供担保 80.44 亿元，为上虞文旅集团及其下属子公司提供担保 86.31 亿元等；公司作为被担保方，关联方为公司担保金额共计 35.79 亿元。同期末，公司应收关联方款项账面余额共计 39.40 亿元，包括应收上虞杭州湾经控下属子公司上虞经开和绍兴市上虞海发农艺园林有限公司款项合计 13.31 亿元、应收万象控股款项 11.96 亿元、应收大通经开置业¹¹款项 9.49 亿元、应收上虞文旅集团款项合计 2.99 亿元等；应付关联方款项共计 27.41 亿元，主要为应付万象控股款项 13.38 亿元、应付绍兴市上虞水资源投资开发有限公司款项 3.91 亿元，应付曹娥江旅开 3.12 亿元等。

根据该公司提供的 2024 年 4 月公司本部、2024 年 5 月上虞城建集团、上虞水务集团、上虞交通集团《企业信用报告》，公司本部及上述子公司未结清信贷无征信异常情况。根据国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公开平台 2024 年 6 月 23 日的查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

外部支持

该公司是上虞区核心国有资产综合管理运作平台，业务地位核心，成立至今已将上虞城建集团、上虞交通集团等多家上虞区属企业纳入合并范围，资本实力显著提升。目前公司主业覆盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、商贸、综合服务等，下属多家子公司在上虞区内承担重要职能，在其业务范围内具有较强的区域专营优势，可得到上虞区政府在政策、资金和业务等方面的支持。2023 年公司收到政府补助 22.20 亿元，为盈利的实现提供了重要支撑。同时，该公司已与多家商业银行开展合作，整体信用状况良好。截至 2023 年末，公司获得的银行总授信额度为 848.75 亿元，剩余授信 294.36 亿元。

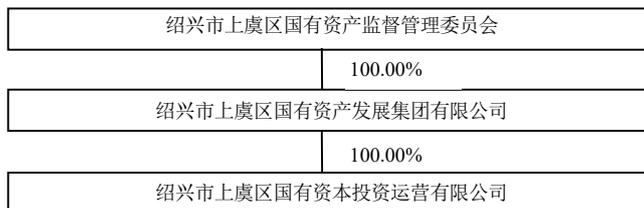
跟踪评级结论

综上，本评级机构维持上虞国资主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，本次债券信用等级均为 AA⁺。

¹¹ 大通经开置业成立于 2022 年 8 月，注册资本 0.20 亿元，该公司子公司绍兴大通控股集团有限公司及上虞经开分别持有其 55%和 45%股份。

附录一：

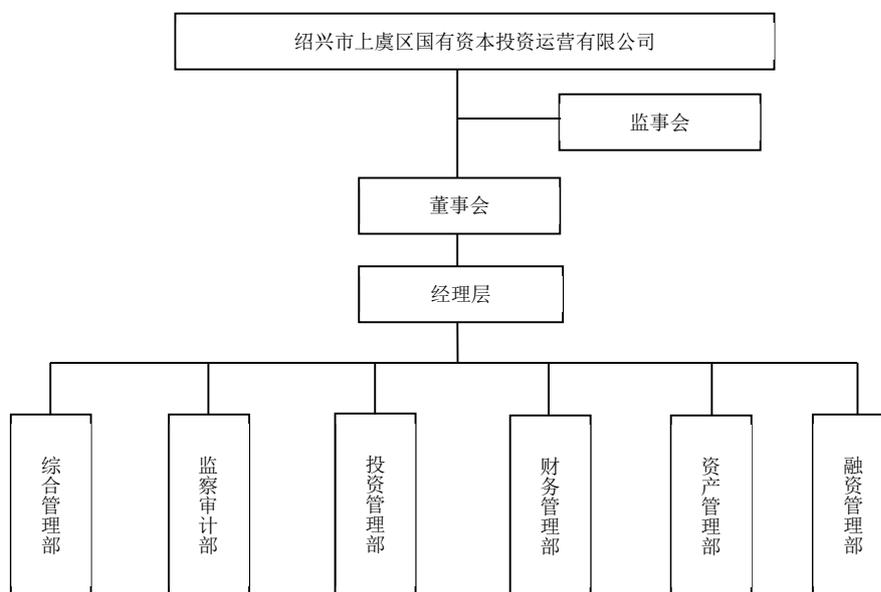
公司与实际控制人关系图



注：根据上虞国资提供的资料整理绘制（截至 2024 年 5 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据上虞国资提供的资料整理绘制（截至 2024 年 5 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	2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产 (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)	
绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司	上虞国资	--	污水处理、供水；基础设施建设；土地开发；工程建设等	827.36	337.39	0.01	1.17	-29.65	母公司口径
绍兴市上虞区水务集团有限公司	上虞水务集团	100.00	供水、污水处理、水利工程建设	369.14	182.68	25.08	0.86	-5.49	
绍兴市上虞区交通集团有限公司	上虞交通集团	51.00	交通基础设施投资建设与运营、成品油销售、商品贸易等	521.67	295.70	16.64	1.94	2.54	
绍兴市上虞城市建设集团有限公司	上虞城建集团	51.00	土地整理开发、受托代建项目建设、安置房建设销售、商品销售等	495.17	200.28	17.79	1.36	-51.16	
绍兴市上虞国控实业集团有限公司	上虞实业集团	直接持股 65%，间接持股 15%	劳动代理、粮食收储、资产出租、物流运输、商品销售、工程施工等	300.44	130.16	11.99	2.19	23.60	

注：根据上虞国资提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 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（亿元）
诸暨市国有资产经营有限公司	2910.79	881.24	69.72	79.34	3.33	-110.21
嵊州市投资控股有限公司	1941.78	708.57	63.51	34.47	0.76	14.42
绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司	1948.98	695.20	64.33	68.93	6.01	-57.52

注：根据 wind 资料整理

附录五：

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]	2021年	2022年	2023年	2024年 第一季度
资产总额[亿元]	1,566.81	1,778.33	1,948.98	2,014.42
货币资金[亿元]	118.35	123.13	116.44	139.69
刚性债务[亿元]	780.25	944.00	1,114.70	1,164.04
所有者权益[亿元]	702.84	725.48	695.20	709.87
营业收入[亿元]	73.41	65.99	68.93	11.83
净利润[亿元]	5.76	4.16	6.01	0.34
EBITDA[亿元]	23.58	25.25	27.26	—
经营性现金净流入量[亿元]	-48.12	-85.10	-57.52	-7.98
投资性现金净流入量[亿元]	-37.48	-44.96	-43.71	-4.84
资产负债率[%]	55.14	59.20	64.33	64.76
长短期债务比[%]	151.02	153.45	134.26	146.02
权益资本与刚性债务比率[%]	90.08	76.85	62.37	60.98
流动比率[%]	239.96	214.44	168.22	177.88
速动比率[%]	66.83	62.27	47.67	52.46
现金比率[%]	34.43	29.68	21.77	26.36
短期刚性债务现金覆盖率[%]	40.40	35.48	25.44	30.56
利息保障倍数[倍]	0.49	0.47	0.45	—
有形净值债务率[%]	159.60	191.26	267.45	269.85
担保比率[%]	26.96	25.91	27.11	27.71
毛利率[%]	10.29	12.16	10.47	-0.16
营业利润率[%]	8.48	7.12	9.50	3.03
总资产报酬率[%]	1.18	1.06	1.03	—
净资产收益率[%]	0.99	0.58	0.85	—
净资产收益率*[%]	0.98	0.57	1.06	—
营业收入现金率[%]	105.27	153.47	103.55	101.75
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-16.13	-22.41	-12.10	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.64	-9.87	-5.59	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-28.69	-34.25	-21.30	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.81	-15.09	-9.83	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.71	0.66	0.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	—

注：表中数据依据上虞国资经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2022 年财务数据使用 2022 年审计报告期末（间）数据。

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%
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%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末短期刚性债务余额} \times 100\%$
利息保障倍数(倍)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$
有形净值债务率(%)	$\text{期末负债合计} / (\text{期末所有者权益合计} - \text{期末无形资产余额} - \text{期末商誉余额} - \text{期末长期待摊费用余额} - \text{期末待摊费用余额}) \times 100\%$
担保比率(%)	$\text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	$\text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率(%)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率(%)	$\text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$
营业收入现金率(%)	$\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

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+其他具期债务

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

附录六：

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。

附录七:

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	2017年7月26日	AA+/稳定	陆奕璇、刘明球	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2023年8月15日	AA+/稳定	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论(2022) 公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业) FM-GG001(2022.12)	-
	本次评级	2024年6月28日	AA+/稳定	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论(2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001(2024.06)	-
债项评级 (21上虞国投MTN001)	历史首次评级	2021年4月22日	AA+	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2023年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论(2022) 公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业) FM-GG001(2022.12)	报告链接
	本次评级	2024年6月28日	AA+	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论(2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001(2024.06)	-
债项评级 (G21虞资1)	历史首次评级	2020年12月31日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2023年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论(2022) 公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业) FM-GG001(2022.12)	报告链接
	本次评级	2024年6月28日	AA+	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论(2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001(2024.06)	-
债项评级 (G21虞资2)	历史首次评级	2021年11月19日	AA+	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2023年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论(2022) 公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业) FM-GG001(2022.12)	报告链接
	本次评级	2024年6月28日	AA+	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论(2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001(2024.06)	-

债项评级 (21 虞国 01)	历史首次评级	2021 年 6 月 22 日	AA ⁺	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论 (2022) 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM-GG001 (2022.12)	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AA ⁺	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论 (2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	-
债项评级 (22 上虞 01)	历史首次评级	2022 年 6 月 8 日	AA ⁺	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论 (2022) 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM-GG001 (2022.12)	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AA ⁺	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论 (2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	-
债项评级 (22 上虞 02)	历史首次评级	2022 年 11 月 2 日	AA ⁺	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论 (2022) 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM-GG001 (2022.12)	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AA ⁺	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论 (2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	-
债项评级 (23 上虞 01)	历史首次评级	2023 年 1 月 29 日	AA ⁺	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	龚春云、吴梦琦	新世纪评级方法总论 (2022) 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM-GG001 (2022.12)	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AA ⁺	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论 (2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。