



内部编号:2024060802

嵊州市投资控股有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

项目负责人: 周晓庆 周晓庆 zqxq@shxsj.com
李艳晶 李艳晶 liyj@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 鞠海龙 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、出售或以任何方式外传。

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）100669】

评级对象： 嵊州市投资控股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	
17 嵊州债	AA+/稳定/AAA/2024年6月28日	AA+/稳定/AAA/2023年6月27日	AA+/稳定/AAA/2023年6月27日	AA+/稳定/AAA/2021年6月28日	AA+/稳定/AAA/2021年6月28日	AA+/稳定/AAA/2021年6月28日
21 嵊州债 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6月27日	AA+/稳定/AA+/2021年6月28日	AA+/稳定/AA+/2021年6月28日	AA+/稳定/AA+/2021年6月28日
22 嵊州债 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6月27日	AA+/稳定/AA+/2022年3月4日	AA+/稳定/AA+/2022年3月4日	AA+/稳定/AA+/2022年3月4日
22 嵊州 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6月27日	AA+/稳定/AA+/2021年7月27日	AA+/稳定/AA+/2021年7月27日	AA+/稳定/AA+/2021年7月27日
22 嵊州债 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+/2023年6月27日	AA+/稳定/AA+/2022年7月4日	AA+/稳定/AA+/2022年7月4日	AA+/稳定/AA+/2022年7月4日

评级观点

主要优势：

- 外部环境良好。嵊州市产业经济特色鲜明，领带服饰、机械电机、电器厨具三大主导产业块状经济繁荣，2023年经济加快增长，财税收入恢复增长，为嵊州投控业务开展提供了良好的外部环境。
- 业务地位突出，政府支持力度大。跟踪期内，嵊州投控仍为嵊州市核心的基础设施建设和国有资产运营主体，2023年继续获得政府在业务和资金等方面的大力支持。
- 具有一定的专营优势。嵊州投控的砂石销售和供排水等业务在嵊州市范围内具有一定的专营优势，业务稳定性较好。
- 外部增信。17 嵊州债由中国投融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了上述债券偿付的安全性。

主要风险：

- 项目投融资压力上升。跟踪期内，嵊州投控基础设施建设项目投资力度加大，但受累于结算进度较慢，沉淀了大量资金，同时存在持续投资需求，后续投融资压力将进一步上升。
- 债务负担已重。跟踪期内，嵊州投控刚性债务规模增长较快，债务负担重，仍有部分非标借款，同时公司短期刚性债务规模持续攀升，面临较大即期偿债压力。
- 资产变现能力一般。嵊州投控资产主要集中于项目投入、往来占款以及土地房产等，资产变现能力一般。
- 对外担保风险。嵊州投控对外担保规模较大且相对集中，不利于财务风险的控制。
- 子公司管控风险。嵊州投控下属子公司较多，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。

评级结论

通过对嵊州投控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 17 嵊州债还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级；认为 21 嵊州债 01、22 嵊州债 01、22 嵊州 01 及 22 嵊州债 02 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

本评级机构预计嵊州投控信用质量在未来 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)	33.10	57.01	75.26	89.28
刚性债务 (亿元)	164.32	217.40	222.66	240.08
所有者权益 (亿元)	56.50	116.14	110.86	109.54
经营性现金净流入量 (亿元)	2.26	-21.11	57.29	0.11
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	1340.70	1761.03	1941.78	2054.10
总负债 (亿元)	803.91	1109.18	1233.21	1346.07
刚性债务 (亿元)	751.52	1047.66	1152.08	1250.21
所有者权益 (亿元)	536.79	651.84	708.57	708.03
营业收入 (亿元)	31.14	30.20	34.47	4.42
净利润 (亿元)	2.23	0.73	0.76	-1.65
经营性现金净流入量 (亿元)	-7.83	-47.17	14.42	12.15
EBITDA (亿元)	20.32	22.14	37.45	—
资产负债率[%]	59.96	62.98	63.51	65.53
权益资本/刚性债务[%]	71.43	62.22	61.50	56.63
长短期债务比[%]	247.05	219.42	134.82	125.99
短期刚性债务现金覆盖率[%]	81.06	73.13	45.59	55.40
EBITDA/利息支出[倍]	0.75	0.57	0.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.03	—
担保人合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	262.56	279.76	275.47	--
所有者权益[亿元]	111.35	109.42	110.93	--
融资性担保责任余额[亿元]	431.95	506.67	519.53	--
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.53	5.37	5.23	--
累计担保代偿率[%]	0.14	0.18	0.41	--
注: 发行人数据根据嵊州投控经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算; 担保人数据根据中投保担保经审计的 2021-2023 年财务数据整理、计算。				

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			

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
支持因素：(+2)	
① 嵊州投控作为嵊州市核心的国有资产运营及基础设施建设主体，承担着嵊州市重点项目投资和建设任务，在区域发展方面具有非常重要作用。	
② 嵊州投控是嵊州市财政局直属企业，在资本补充、业务拓展和政策等方面持续获得嵊州市大力支持。	

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年嵊州市投资控股有限公司公司债券、2021 年嵊州市投资控股有限公司公司债券（第一期）、2022 年嵊州市投资控股有限公司公司债券（第一期）、嵊州市投资控股有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）和 2022 年嵊州市投资控股有限公司公司债券（第二期）（分别简称“17 嵊州债”、“21 嵊州债 01”、“22 嵊州债 01”、“22 嵊州 01”及“22 嵊州债 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据嵊州投控提供的经审计的 2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对嵊州投控的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

据《国家发展改革委关于浙江省嵊州市投资控股有限公司发行公司债券核准的批复》（发改企业债券[2017]233 号），该公司于 2017 年 7 月发行了 17 亿元的公司债券（即“17 嵊州债”），期限为 7 年，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照发行总额 20%的比例偿还债券本金，目前待偿还余额为 3.40 亿元，票面利率为 5.35%。债券募集资金中 14 亿元用于建设嵊州市农副产品物流中心项目和嵊州市经济开发区拆迁安置房工程，3 亿元用于补充营运资金。募投项目计划总投资 21.41 亿元，截至 2024 年 5 月末，已完成投资 21.41 亿元，募集资金已全部使用完毕。

据《国家发展改革委关于嵊州市投资控股有限公司发行公司债券注册的通知》（发改企业债券[2020]297 号），该公司于 2021 年 8 月发行了待偿还本金余额为 8 亿元的企业债券（即“21 嵊州债 01”），期限为 7 年，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，票面利率为 4.60%。募集资金中 1.55 亿元主要用于嵊州市水联污泥处理有限公司 800T/d 污泥干化焚烧处理工程（简称“污泥处理工程”）、3.30 亿元用于嵊州市农村饮用水达标提标工程（简称“农饮水提标工程”）的建设及 3.15 亿元用于补充公司营运资金，截至 2024 年 5 月末，募集资金已使用 8 亿元，其中 1.55 亿元用于污泥处理工程建设、3.30 亿元用于农饮水提标工程建设及 3.15 亿元用于补充公司营运资金。污泥处理工程计划总投资 2.37 亿元，截至 2024 年 5 月末，已投资 2.33 亿元；农饮水提标工程计划总投资 4.77 亿元，截至 2024 年 5 月末，已基本完工。

据《国家发展改革委关于嵊州市投资控股有限公司发行公司债券注册的通知》（发改企业债券[2020]297 号），该公司于 2022 年 3 月发行了待偿还本金余额为 10 亿元的企业债券（即“22 嵊州债 01”），期限为 7 年，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，票面利率为 3.80%。募集资金中 6 亿元主要用于嵊州市集成电路产业园标准厂房建设项目（简称“集成电路产业园项目”）的建设、4 亿元用于补充公司营运资金，截至 2024 年 5 月末，募集资金已使用 10 亿元，其中 6 亿元用于集成电路产业园项目建设及 4 亿元用于补充公司营运资金；该公司于 2022 年 8 月发行了待偿还本金余额为 10 亿元的企业债券（即“22 嵊州债 02”），期限为 7 年，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，票面利率为 3.45%。募集资金中 6.15 亿元主要用于集成电路产业园项目的建设、3.85 亿元用于补充公司营运资金，截至 2024 年 4 月末，募集资金已使用 10 亿元，其中 6.15 亿元用于集成电路产业园项目建设及 3.85 亿元用于补充公司营运资金。集成电路产业园项目的计划总投资 17.32 亿元，截至 2024 年 5 月末，已投资 14.67 亿元。

经上海证券交易所审核同意并经中国证监会注册（注册批复文号：证监许可[2021]4010 号），该公司于 2022 年 1 月发行了待偿还本金余额为 20 亿元的公司债券（即“22 嵊州 01”），期限为 7 年，附第 3 年末和第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 3.87%。募集用途为置换前期以自有资金偿付的 16 嵊州 01、16 嵊州 02。截至 2024 年 4 月末，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）对该公司的 2023 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 2024 年第一季度财务报表未经审计。2022 年 11 月 30 日，财政部发布了《企业会计准则解释第 16 号》（财会[2022]31 号，简称“解释 16 号”），其中“关于单项交易产生的资产和负债相关的递延所得税不适用初

始确认豁免的会计处理”内容自 2023 年 1 月 1 日起施行执行解释 16 号的该项规定对公司财务报表未产生重大影响。

2023 年，嵊州市政府将嵊州市崇仁集镇建设工程有限公司无偿划入，同时该公司新设 9 家子公司，划出嵊州市海劳劳动保障事务代理有限公司和嵊州市海纳劳动保障事务代理有限公司，注销嵊州市公共自行车服务中心有限公司和嵊州市长乐镇长水污水处理有限公司。2024 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共有 130 家，其中直接持股 8 家。

业务

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。2023 年，嵊州市经济加快增长，财税收入恢复增长，但房地产及土地市场持续疲软，地方财力增长承压，且整体债务负担较重。跟踪期内，该公司仍是嵊州市核心的国有资产运营及基础设施建设主体，具体业务由各子公司负责。公司承担的基础设施建设项目逐年结算，且随着市内资源划拨以及自身发展所需，经营性业务稳步开展，持续实现一定的收入及现金流入，但目前业务较为分散，经营运作及资源整合仍存在压力。公司市政项目投入规模较大，但项目结算进度滞后，加之后续仍有持续项目建设需求，公司面临较重的项目投融资压力。

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

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1789平方公里,下辖15个乡镇(街道)。截至2023年末,全市户籍人口为70.37万人。

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,网络交通格局基本成型。甬金铁路2023年底正式通车,其以货运业务为主、兼顾客运业务,是宁波、舟山地区通往中西部内陆腹地的便捷运输通道。到“十四五”末,嵊州市将形成以“两铁三城际四高速两国道三省道”的“七纵七横”交通主干网,基本建成对外“306090”和对内“152030”双交通圈,30分钟抵达全省四大都市区,60分钟抵达上海,90分钟抵达南京、合肥等长三角主要城市,届时将有效推进嵊州市“融杭联甬接沪”,全面融入长三角一体化发展。

跟踪期内,嵊州市经济发展有所回升,2023年实现地区生产总值为750.36亿元,增速为7.6%,较上年提升3.5个百分点;人均地区生产总值为10.84万元,城镇居民人均可支配收入7.70万元。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,2023年嵊州市第一、二、三产业增加值分别为44.88亿元、337.06亿元和368.42亿元,增速分别为4.0%、7.1%和8.5%。三次产业结构由2022年的6.3:46.5:47.3调整为2023年的6.0:44.9:49.1,二、三产并举。

图表1. 嵊州市主要经济数据

指标	2021年		2022年		2023年	
	金额	增速(%)	金额	增速(%)	金额	增速(%)
地区生产总值(亿元)	658.39	7.2	711.08	4.1	750.36	7.6
人均地区生产总值(元)	96185	--	103204	--	108356	--
人均地区生产总值倍数(倍) ¹	1.18	--	1.20	--	1.21	--
规模以上工业增加值(亿元)	130.62	11.6	149.38	10.7	159.99	14.0
全社会固定资产投资(亿元)	229.76	13.7	264.87	15.3	285.98	8.00
社会消费品零售总额(亿元)	285.41	7.0	298.13	4.5	333.38	11.80

¹ 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

进出口总额（亿元）	73.28	-9.7	104.09	42.0	119.87	14.80
三次产业结构	6.3:44.8:48.9		6.3:46.5:47.3		6.0:44.9:49.1	
城镇居民人均可支配收入（万元）	6.97	9.3	7.29	4.6	7.70	5.6

注：根据嵊州市国民经济和社会发展统计公报整理

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，块状经济繁荣。嵊州市是全国最大的领带生产加工、批发销售和外贸出口基地。嵊州市年领带产量约占国内产量的 90%、世界产量的 70%，被列入省产业集群跨境电子商务发展试点。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，链轮、皮带轮产量占全国 60%以上，是中国小功率电机生产基地、粉碎设备生产基地和全国三大链轮出口基地之一。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，已培育出了森歌、帅丰电器、亿田智能等业内知名集成灶品牌。厨具整机及配套产量占全国 20%，集成灶销量占全国 65%以上，形成了“集成灶、嵊州造”的品牌优势，2023 年，嵊州市现代家具与智能家电产业集群(智能厨卫电器)成功列入第二批“浙江制造”省级特色产业集群核心区协同区创建名单。目前，嵊州市已有 A 股上市企业 7 家（昂利康、新光药业、迪贝电气、亿田智能、帅丰电器、新中港、盛泰集团），比亚迪、晶越半导体、金达视讯等龙头项目落户开发区。跟踪期内，嵊州市工业发展势头仍良好，2023 年全市规模以上工业总产值为 700.51 亿元，同比增长 10.6%。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。

固定资产投资是拉动嵊州市经济增长的重要驱动力。2023 年全市固定资产投资为 285.98 亿元，增速为 8.00%。受房地产投资拖累，全社会固定资产投资增速呈现一定下滑，其中工业投资增长 15.8%，基础设施投资增长 31.7%，房地产投资继续放缓，同比下降 27.8%。

跟踪期内，嵊州市房产销售承压向前，2023 年商品房销售面积和销售额分别实现 61.07 万平方米和 72.34 亿元，分别同比下降 4.3%和增长 8.9%。为提振楼市，2023 年 11 月嵊州市发布《关于优化政策举措促进嵊州市房地产市场平稳健康发展的通知》，具体包括延续新购房家庭补贴政策、降低购房税收负担等措施。但当前房地产市场受多重因素影响，落地效果还有待观察。

土地市场方面，受楼市影响，跟踪期内嵊州市土地市场景气度持续下降，量价齐跌。2023 年，嵊州市土地成交总面积为 168.82 万平方米，其中工业用地面积占比为 74.35%。而由于住宅出让下降，土地成交总价 2023 年大幅降至 30.64 亿元。2024 年第一季度，嵊州市以工业用地成交居多，当期实现出让总面积 33.03 万平方米，土地成交总价 2.76 亿元，体量较小。

图表 2. 嵊州市土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	214.52	216.35	168.82	33.03
其中：工业用地	137.15	104.33	125.51	28.04
住宅用地	3.64	36.41	0.79	-
综合用地（含住宅）	54.82	44.13	30.08	-
商办用地	15.00	17.90	8.25	4.98
其他用地	3.91	13.58	4.19	-
土地出让总价（亿元）	61.15	59.88	30.64	2.76
其中：工业用地	5.93	5.36	6.02	1.44
住宅用地	0.92	25.48	0.25	-
综合用地（含住宅）	46.89	21.02	21.33	-
商办用地	5.15	3.35	2.64	1.31
其他用地	2.26	4.67	0.39	-
土地出让均价（元/平方米）	2850	2768	1815	835
其中：工业用地	433	513	480	515
住宅用地	2531	6998	3155	-
综合用地（含住宅）	8553	4763	7093	-

指标	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度
商办用地	3432	1872	3205	2636
其他用地	5774	3440	927	-

资料来源：中指数据库（查询日：2024年5月17日）

2023年，嵊州市税收收入有所抬升，带动一般公共预算收入增长。同时，政府性基金收入受土地出让市场形势和房地产市场景气度的影响，2023年明显下滑，进而影响整体财政收入的可持续性和稳定性。具体来看，2023年，嵊州市一般公共预算收入为50.81亿元，同期税收比率为71.65%，税收收入占比较高。从税收构成看，2023年全市税收收入主要集中于增值税、企业所得税、个人所得税和房产税，占同期税收收入的比重分别为42.17%、12.38%、9.06%和7.10%。2023年，全市一般公共预算支出为92.52亿元，其中用于一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生及公共安全支出等刚性支出的占比为62.31%。同期，嵊州市一般公共预算自给率为54.92%，财政自给程度一般，对上级补助有一定依赖。嵊州市政府性基金预算收入主要来源于国有土地使用权出让收入，2023年由于房地产市场低迷及土地出让减少，政府性基金预算收入同比下降31.5%，但仍高于一般公共预算收入，地方财力对土地市场有一定依赖。2023年，嵊州市政府性基金预算收入为65.86亿元，政府性基金预算自给率为78.72%。

2023年，城投融资监管进一步收紧，城投债发行用途以借新还旧为主，不过嵊州市银行和债券等融资渠道相对畅通，未出现过公开债务违约事件，整体融资环境较好。

图表3. 嵊州主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021年	2022年	2023年
一般公共预算收入	52.03	47.28	50.81
其中：税收收入	39.64	32.94	36.41
一般公共预算支出	80.21	104.19	92.52
政府性基金预算收入	73.14	96.20	65.86
其中：国有土地使用权出让收入	66.24	71.93	36.64
政府性基金预算支出	64.28	119.83	83.66
政府债务余额	169.09	202.46	246.57

注：根据嵊州市2021年、2022年财政决算报告和2023年预算执行报告整理

2. 业务运营

（1）业务地位

该公司作为嵊州市财政局直属企业，系嵊州市核心的基础设施建设及国有资产运营主体，业务主要由下属各子公司负责，本部则主要进行统筹管理和资金调度，目前资产体量突破两千亿元。公司承担嵊州市城市基础设施建设、土地开发整理、保障房建设、供排水等职责，此外还拓展了砂石销售、商品销售、物业租赁及食品销售等各类市场化业务，以做大业务体量。

（2）经营规模

跟踪期内，随着项目结算、土地出让增加及经营性业务拓展，该公司资产体量及业务规模均有所扩张。2023年公司实现营业收入34.47亿元，同比增长14.14%。不过公司营业收入构成较为分散，且受项目建设结算进度及市场环境存在波动。其中，受托代建相对稳定，2023年收入占比为20.21%；砂石销售额收入略降，占比减至15.44%；供排水业务收入同比增长132.39%，占比提升至9.07%；土地出让、工程施工和商品销售单项收入均有所下降，占总体营收比重处于5-7%的区间。公司另有房屋销售、视听维护、宾馆服务、物业出租、食品销售等业务，对营业收入形成良好补充，主要系房屋销售增加，2023年其他业务收入增长，占比升至37.37%。2024年第一季度，公司实现营业收入4.42亿元，同比下降4.14%，当期未有结算委托代建和土地出让，主要收入形成于工程施工和其他业务。

图表 4. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产（期末）	1340.70	-	1761.03	-	1941.78	-	2054.10	-
营业收入	31.14	100.00	30.20	100.00	34.47	100.00	4.42	100.00
其中：受托代建	5.02	16.11	4.91	16.26	6.96	20.21	--	--
工程施工	3.55	11.39	2.75	9.09	1.75	5.07	1.32	29.86
土地出让	5.91	18.96	3.06	10.15	2.36	6.83	--	--
供排水	1.39	4.46	1.34	4.45	3.13	9.07	0.32	7.30
砂石销售	2.72	8.72	6.12	20.28	5.32	15.44	0.61	13.82
商品销售	3.75	12.04	3.81	12.61	2.07	6.01	0.26	5.90
其他	8.82	28.32	8.20	27.16	12.88	37.37	1.91	43.12

注 1：收入统计口径中，供排水收入包括自来水费和污水处理收入，商品销售收入含沥青及混合料销售收入。

注 2：根据嵊州投控所提供的数据整理

A. 基础设施建设业务

该公司基础设施建设业务主要承接主体包括嵊州市城市建设投资发展集团有限公司（简称“嵊州城投”）、嵊州市城南建设投资有限公司（简称“嵊州南投”）、嵊州市交通发展有限公司（简称“嵊州交发”）和嵊州市经济开发区投资有限公司（简称“嵊州经开”）等，其中嵊州城投、嵊州南投和嵊州经开分别主要投建嵊州市老城区、城南新区、开发区等范围内的城市基础设施工程和市内其他重要的市政基建项目，嵊州交发主要负责嵊州市区域内的道路交通基础设施建设项目以及大型交通项目出资。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，进行嵊州市内的基础设施建设，建设资金由公司通过自有资金、外部融资等渠道自行筹措，待项目完成竣工结算后再由市财政局分期拨付项目结算款，结算金额以项目成本加成一定比例的方式确定，加成比例一般为 10%-20%，结算期一般为 3-10 年。

2023 年该公司基础设施建设项目投入 81.08 亿元，其中“在建工程”科目核算在建项目，“其他非流动资产”主要核算已完工待结算项目支出；截至 2023 年末，入账“在建工程”和“其他非流动资产”科目的项目投入合计约 746 亿元，其中已完工项目账面金额约 231 亿元。

截至 2023 年末，该公司主要在建基建项目主要包括城中村改造工程、农村公路改造提升工程和艇湖区块配套工程等，计划总投资规模 342.56 亿元，截至 2023 年末已完成投资 240.14 亿元，尚有 102.42 亿元待投资。公司拟建项目主要包括艇湖新兴产业园基础设施 EPC 建设项目等，计划总投资规模 25.63 亿元。

图表 5. 公司主要在建及拟代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2023 年末已投资额
城中村改造工程	82.71	82.71
农村道路提升改造工程	41.43	20.53
农村公路改造提升工程		3.79
艇湖区块配套工程	20.00	25.54
527国道黄泽至甘霖段	17.67	14.36
经济开发区时尚产业园市政配套工程	12.46	5.72
嵊州市鹿山街道棚户区改造（小佛村拆迁）项目	12.00	8.90
经济开发区浦口区块基础设施配套工程	9.18	4.60
高铁工程项目	21.06	14.67
嵊州市鹿山街道棚户区改造（中央宅）项目	5.20	5.17
杨港路东延工程	5.69	5.65
普田大道至浙锻路	4.75	3.66
嵊州市剡湖街道棚户区改造（璇泽墅）项目	3.54	2.28
甬金互通西接线	3.47	2.47
罗柱岙至小佛段工程	3.73	3.72

项目名称	计划总投资	截至 2023 年末已投资额
艇湖科技城建设项目	8.00	3.42
曹娥江清风船闸与航道工程	6.73	2.47
嵊州市三溪水库工程	35.51	0.34
嵊州市白莲堂未来社区	49.43	30.14
在建项目小计	342.56	240.14
艇湖新兴产业园基础设施EPC建设项目	17.41	--
美丽农村公路提升改造工程	2.75	--
嵊州市西港中小学建设工程	1.97	--
阮庙新村庙后自然村棚户区改造	3.50	--
拟建项目小计	25.63	--

注：根据嵊州投控所提供数据整理（截至 2023 年末）受项目开发周期和竣工结算进度的影响，该公司基础设施建设项目结算进度较为滞缓，2023 年确认代建收入 6.96 亿元，毛利率为 16.42%。2024 年一季度，公司未确认代建收入。公司已结算项目资金基本可于当年回笼，但已完工和在建项目众多，项目结算进度滞缓，公司未来持续面临较大的资金筹措压力。

B. 土地出让业务

该公司承担了嵊州市区范围内的部分土地开发整理业务职能。业务模式为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。公司近年来已平整土地主要系在建项目的配套用地，未来或转入在建工程核算或挂牌出让，规模较小，截至 2023 年末，账面约有 23 亿元平整土地支出尚未结算（计入“存货”科目的“合同履行成本”列），主要位于嵊州市经开区。

跟踪期内，该公司仍主要通过自有地块进行开发整理后由政府挂牌出让，或将账面有证土地进行开发后由政府收回出让等方式，取得土地出让收入，2023 年取得土地出让收入 2.36 亿元；毛利率为-10.23%。2024 年第一季度，公司未确认土地出让收入。未来该项业务规模及收入受土地规划、政府收储方案等影响将持续波动。

此外，该公司通过招拍挂获得了较大规模的土地资产。截至 2023 年末，公司入账存货的已有权证土地账面价值 179.71 亿元，较上年末下降 1.80%，基本通过招拍挂取得；另有部分土地暂未办理权证，账面价值 21.36 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、经济开发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. 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”）进行。公司现拥有多座自来水厂，各类口径供水管网长度为 1510 公里；污水日处理能力达 22.5 万吨。

图表 6. 近年来公司水务业务情况

项目	2021年	2022年	2023年
供水情况：			
供水管网长度（公里）	1005	1350	1510
全年供水量（万m ³ ）	4013	3893	5006
全年售水量（万m ³ ）	3219	3508	4563
其中：居民生活售水量（万m ³ ）	1696	1778	2190
工业及其他售水量（万m ³ ）	1523	1630	2017
污水处理情况：			
全年污水处理量（万m ³ ）	6474.00	4441.51	4734.00

注：根据嵊州投控所提供数据整理

跟踪期内，嵊州供排水价格未有变动，随着居民及工业用水需求上升，该公司售水量稳步增长，供水业务相对稳定。2023 年，公司实现自来水费收入 1.24 亿元，较上年增长 4.05%；毛利率为 18.11%。

污水处理方面，由于将收到的污水处理费全部上缴财政专户，而财政根据该公司运营汇报情况及财政安排进行

拨付，公司污水收入存在波动性。2023年，公司实现污水处理收入1.88亿元，较上年大幅增加1.73亿元；毛利率为3.01%，较上年大幅下降，主要系新增污水处理为委托外部单位加工处理，成本上升所致。

图表 7. 嵊州市供排水价格情况（单位：元/吨）

类别	自来水价	污水处理费	合计	执行范围
一、居民生活用水	2.00	0.95	2.95	居民、儿童福利院、敬老院、幼儿园、小学、中学等教育用水。
二、 一 一 表 居民	月用量小于等于20吨	0.95	2.95	
	月用量大于20吨小于等于30吨	0.95	4.15	
	月用量30吨以上	0.95	5.15	
三、非经营性用水	3.40	1.40	4.80	国家机关、事业单位、社会团体、部队、狱政等用水。
四、经营性用水	3.40	1.80	5.20	工业、商业服务业等用水。
	3.40	2.60	6.00	医药、化工、造纸、化纤、印染等工业用水。
五、特种行业用水	6.00	1.80	7.80	高尔夫球场、桑拿、水疗等用水。

注：根据嵊州投控所提供数据整理（截至2023年末）

总体来看，该公司供排水业务区域垄断性较强，业务运营相对稳定，可提供持续的经营收入及现金流。

D. 工程施工业务

该公司工程施工业务实施主体包括子公司嵊州交发、嵊州城投及其下属公司。公司工程施工项目主要有道路养护、污水管网、农村基建和有线电视及配套设施等，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。由于公司施工项目待工程竣工验收移交后确认收入。2023年及2024年一季度，公司分别实现工程施工业务收入1.75亿元和1.32亿元，同期毛利率分别为40.67%和25.40%，主要由于完工结算工程项目不一，使得收入及毛利空间年度波动。截至2024年3月末，公司账面约有1.53亿元工程施工支出尚未结算（计入“合同资产”科目）。

E. 砂石销售业务

为统一管理市内砂石资源以及建立健全砂石资源集中开发经营模式，嵊州市政府陆续将市内砂石资源及开采权划入公司旗下，公司整体砂石资源和经营能力进一步丰富和增强，受砂石开采量及原材料价格影响，业务规模所波动。2023年公司实现砂石销售业务收入5.32亿元，同比下降13.14%；毛利率为12.50%，同比提高9.99个百分点。

目前该公司下属经营砂石销售业务的主体有嵊州市砂石资源管理有限公司（简称“砂石公司”）、嵊州市水利水电发展有限公司（简称“嵊州水利水电公司”）和嵊州经开。其中，砂石公司由于业务开展时间较早，已建成五百多亩砂石采选加工厂，成为主要运营主体，业务模式也较为成熟，包括自行开采和外包，其中外包模式下，由砂石公司提供砂石采选加工场地，全部生产加工过程外包。结算模式上，砂石公司主要采取预收货款的方式销售货物，回款周期较短。砂石公司下游客户主要为嵊州市及周边地区各类建材公司，2023年前五大客户分别为嵊州市经济开发区产业经营管理有限公司、浙江永坚新材料科技股份有限公司、嵊州市路通水泥制品有限公司、嵊州市永固商品混凝土有限公司和嵊州市三和混凝土有限公司，合计销售1.68亿元，约占合并口径砂石销售收入的31%。

F. 商品销售业务

该公司商品销售业务实施主体包括嵊州市汇通实业有限公司、嵊州经开、嵊州市城投商贸有限公司和嵊州市城市基础设施投资开发有限公司，销售模式基本采用赊销的方式，账期为1年以内，主要销售商品为沥青和钢材等。公司商品销售业务上游供应商主要为贸易企业，下游客户主要为建筑企业及贸易企业。2023年公司实现商品销售收入2.07亿元，同比下降45.56%。受限于业务特征，商品销售盈利有限，同期毛利率为21.81%，同比提高13.12个百分点，因毛利率较高的商品销售收入占比加大，整体毛利空间有所提升。

G. 其他业务

该公司经营业务还涉及房屋销售、视听维护、宾馆服务、粮食销售、摊位出租以及食品销售等。2023年及2024

年第一季度收入合计分别为 12.88 亿元和 1.91 亿元，其中 2023 年增量主要来自房屋销售、物业收入、垃圾清运服务和设备租赁等。

图表 8. 公司 2021-2023 年及 2024 年第一季度其他收入情况（单位：亿元，%）

类别	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他收入	8.82	100.00	8.20	100.00	12.88	100.00	1.91	100.00
房屋销售	2.43	27.56	--	--	2.31	17.95	--	--
宾馆服务	0.80	9.04	0.89	10.90	0.96	7.46	0.28	14.88
物业收入	1.54	17.51	2.33	28.39	3.15	24.45	0.29	14.95
殡仪服务	0.21	2.35	0.23	2.77	0.20	1.52	0.05	2.65
视听维护费	0.60	6.76	0.57	6.94	0.58	4.50	0.15	8.03
食品销售	1.15	13.03	1.14	13.92	1.16	8.99	0.31	16.11
设备租赁	--	--	0.31	3.82	0.64	4.97	--	--
加油站/油品销售	0.21	2.39	0.23	2.78	0.42	3.26	0.14	7.20
发电收入	--	--	0.34	4.18	0.25	1.95	--	--
垃圾清运服务	0.75	8.55	0.97	11.80	1.35	10.47	--	--
其他业务	1.13	12.81	1.19	14.49	1.86	14.47	0.69	36.18

注：根据嵊州投控所提供数据整理

房屋销售业务方面，2023 年该公司房屋销售收入 2.31 亿元，主要系嵊州城投保障房拍卖收入，由于保障房项目利润有限，毛利率为 10.27%。截至 2023 年末，公司静湖雅苑安置房的剩余账面价值 988.73 万元，该项目定价在当地商品房市场价格的基础上下浮一定比例，定向出售给符合安置条件的拆迁户。考虑到公司安置房项目销售受当地房地产市场政策环境、供需情况等影响较大，项目收益规模及投资回收期存在不达预期风险。

该公司物业出租业务收入 2023 年及 2024 年第一季度分别为 3.15 亿元和 0.29 亿元；同期毛利率分别为 66.82% 和 -14.17%。随着物业租赁规模扩大，物业出租业务收入不断增长，2023 年同比增长 35.28%。此外嵊州市农副产品物流中心项目于 2021 年末已竣工，规划总投资为 11.20 亿元，截至 2023 年末尚未运营。

宾馆服务业务主要来自该公司经营的嵊州宾馆。嵊州宾馆是嵊州市首家获批四星级的涉外宾馆，于 2020 年完成改扩建，目前总占地面积约 105 亩，总建筑面积约 8.5 万平方米，包括 436 间客房、36 个包厢、4 个餐厅、24 个会议室。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现宾馆服务收入 0.96 亿元和 0.28 亿元，毛利率分别为 60.59% 和 44.37%，运营较为正常。

此外，食品销售业务由子公司嵊州市益嘉配送有限公司负责，主要从事学校、政府机关等食堂粮油配送，跟踪期内运营稳定，2023 年及 2024 年第一季度分别实现食品销售收入 1.16 亿元和 0.31 亿元，毛利率分别为 15.32% 和 16.11%。垃圾清运服务由子公司嵊州市环卫实业有限公司负责，2023 年分别实现垃圾清运服务收入 1.35 亿元，毛利率为 8.07%。设备租赁业务由子公司嵊州交发负责运营，2023 年实现设备租赁收入 0.64 亿元，毛利率为 41.40%；发电业务由嵊州市水务投资发展集团有限公司负责运营，2023 年实现发电收入 0.25 亿元，毛利率为 33.41%。

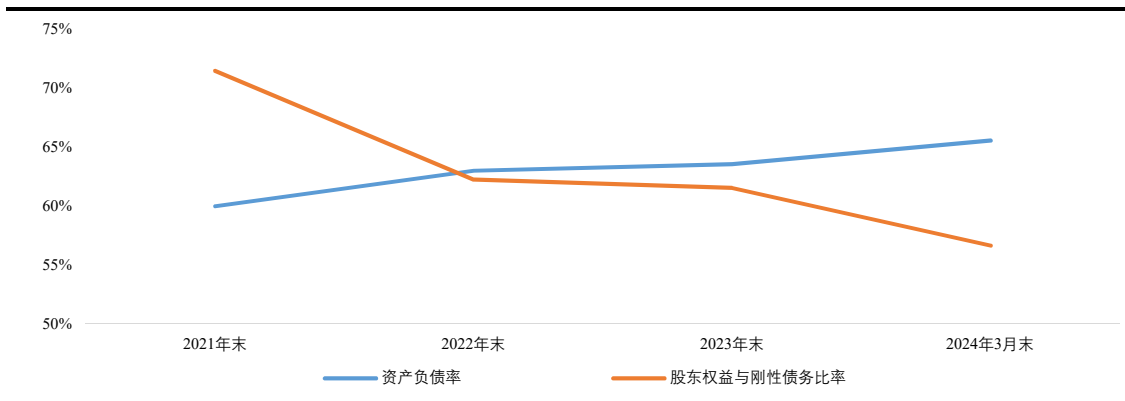
财务

跟踪期内，随着项目建设的推进，该公司负债规模快速增长，债务负担沉重；得益于政府资产注入以及财政拨款等，公司权益资本持续增厚，财务杠杆小幅上升。公司资产主要沉淀于项目投入、土地房产以及往来占款等，且随着中长期融资逐步进入还款期，短期刚性债务增长较快，流动性压力上升。公司期间费用对利润侵蚀较重，盈利主要依赖非经营性收益，存在波动压力。

1. 财务杠杆

跟踪期内，随着项目建设持续推进，外部融资大幅增加，该公司负债总额快速攀升，2023年末及2024年3月末分别为1233.21亿元和1346.07亿元，分别较上年末增长11.18%和9.15%；同期末由于权益资本大幅扩充，财务杠杆小幅上升，同期末资产负债率分别为63.51%和65.53%，分别较上年末提高0.52和2.02个百分点；所有者权益对负债保障程度继续下降，处于较低水平，股东权益与刚性债务比率分别为61.50%和56.63%，分别较上年末下降0.72和4.87个百分点。

图表9. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据嵊州投控所提供的数据整理、绘制

(1) 资产

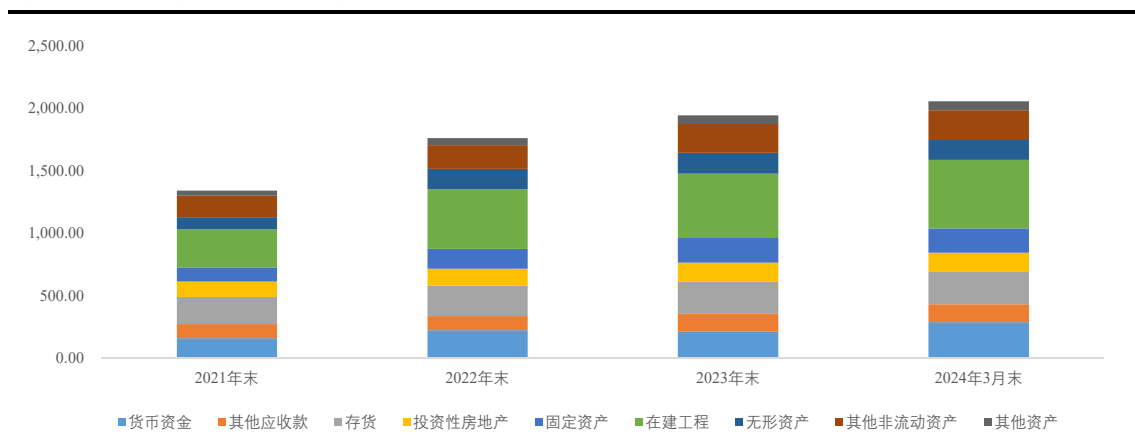
跟踪期内，主要由于大规模的土地资产购置、项目建设投入和政府资产注入，该公司资产总额持续大幅增长，2023年末为1941.78亿元，同比增长10.26%。公司资产以非流动资产为主，2023年占资产总额比重为67.58%，较上年末提高1.91个百分点。

该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，占2023年末资产总额的比重分别为10.99%、7.30%和13.26%。年末货币资金余额较上年末下降5.98%至213.46亿元，其中可动用货币资金191.53亿元，现金储备较为充裕。其他应收款主要由公司与市财政及市属企事业单位等资金往来形成，近年来维持较大规模，2023年末为141.75亿元，同比增长27.14%，主要包括应收嵊州市城中村改造投资有限公司（简称“城中村改造投资公司”）37.49亿元、嵊州市国有资产经营管理有限公司25.85亿元、嵊州市城东新城建设发展有限公司25.57亿元、浙江盛天建设开发有限公司（简称“盛天建设”）7.58亿元和嵊州市剡州置业有限公司6.34亿元，未来回款时间不确定性高。由于开发成本增加，存货余额较上年末增长5.46%至257.44亿元，以招拍挂方式大量购入土地为主，包括土地使用权约201亿元、土地平整投入约23亿元和林木资产约15亿元等。

该公司非流动资产主要包括投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产，占2023年年末资产总额的比重分别为7.92%、10.07%、26.53%、8.53%和11.88%。在建工程主要系公司的基础设施建设项目投入，包括城中村改造拆迁工程、道路、水库、桥梁建设工程等，2023年末为515.12亿元，随着项目集中投建已累积较大成本。其他非流动资产主要系已完工但暂未结算的基建项目的投入，2023年末余额为230.77亿元，较上年末增长21.61%，主要由于项目完工转入实现持续增长。随着公允价值变动及资产划拨，2023年末投资性房地产增长14.41%至153.72亿元，主要为住宅和商务办公类型。固定资产主要为公司持有的房屋、设备、道路、水库等资产，年末余额为195.49亿元，较上年末增长23.47%，主要增量来自政府注入水库资产评估作价33.00亿元。主要因购置渣土经营权和土地使用权等，无形资产账面价值较上年末增长1.44%至165.51亿元，其中河道砂石资源开采权131.03亿元，占比达79.11%。此外，其他权益工具投资主要系公司投资的企业股权，大多为政府安排下以注资的形式支持嵊州市当地市政项目建设，2023年晶越半导体有限公司公允价值增加，同时转让绍兴银行股份有限公司股权，综合影响下较上年末微增1.12%至15.28亿元；长期股权投资主要系对当地市属企业的投资，2023年末较上年末增长97.12%至30.38亿元，主要系联营企业城中村改造投资公司业务扩张及资本注入增加权益法下确认投资收益5.07亿元和其他权益变动7.62亿元，以及增加嵊州诗路文旅发展有限公司投资2.19亿元。

2024年3月末，该公司资产总额为2054.10亿元，较上年末增长5.78%。当期末，货币资金较上年末增长35.96%至290.21亿元。主要因浙江中祺建设有限公司预付款增加，预付款项较上年末增长26.70%至10.13亿元。随着项目建设持续投入，在建工程较上年末增长6.04%至546.22亿元。

图表 10. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据嵊州投控所提供的数据整理、绘制

2023年末，该公司受限资产余额为95.83亿元，占资产总额的4.94%。公司受限资产主要包括质押借款及保证金受限、冻结的货币资金21.92亿元，用于抵押借款的投资性房地产22.10亿元、存货36.97亿元等。

图表 11. 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

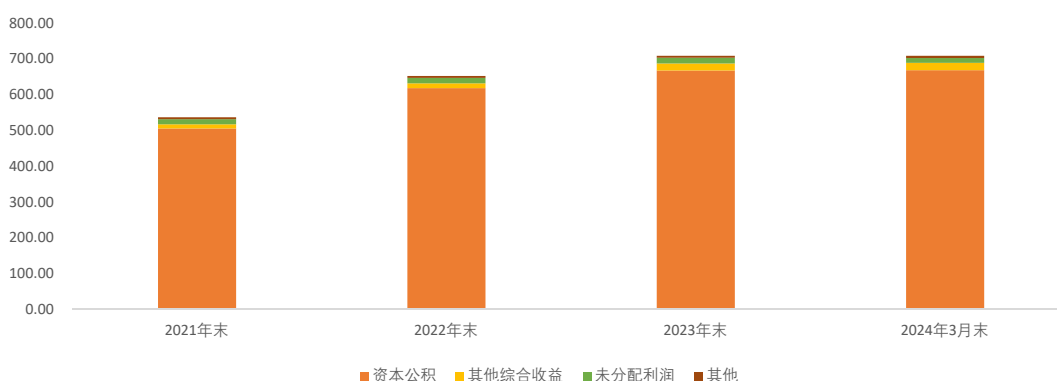
名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	21.92	10.27	借款质押、保证金
固定资产	4.71	2.41	借款抵押
投资性房地产	22.10	14.38	借款抵押
存货	36.97	14.36	借款抵押
在建工程	4.86	0.94	借款抵押
无形资产	3.57	2.15	借款抵押
使用权资产	1.69	97.45	融资租赁抵押
合计	95.83	--	

注：根据嵊州投控所提供的数据整理、绘制

（2）所有者权益

跟踪期内，得益于政府持续大规模注入资产和财政拨款，该公司权益资本规模提升，2023年末为708.57亿元，较上年末增长8.70%。公司权益资本主要由资本公积构成，2023年末资本公积余额为666.96亿元，较上年末增长7.97%，占所有者权益的比重为94.13%，主要包括250.86亿元财政拨款、154.23亿元水库资产、90.56亿元房屋建筑物资产、136.48亿元砂石资产、21.85亿元停车位特许经营使用权和13.51亿元林木资产等。从资本公积变动看，2023年，公司收到资本金增加4.30亿元、水库资产、国有人防车位、房产、林木资产等国有资产注入增加52.33亿元，联营企业城中村改造投资公司其他权益变动增加7.61亿元，土地等资产注销减少3.55亿元，嵊州市高新技术产业园区管理委员会的往来冲减6.64亿元。2023年末未分配利润为15.53亿元，较上年末增长7.28%。其他综合收益主要形成于投资性房地产首次转换时公允价值大于原账面价值部分，2023年末为19.97亿元，较上年末增长44.92%。2024年3月末，公司所有者权益较上年末微降0.08%至708.03亿元，主要系当期经营亏损，未分配利润较上年末减少13.68%所致。

图表 12. 公司所有者权益构成



注：根据嵊州投控所提供的数据整理、绘制

(3) 负债

从期限结构看，该公司负债主要为中长期负债，与公司业务投资周期长、资金回笼进度慢的经营特点较为匹配，2023 年及 2024 年 3 月末长短期债务比分别为 134.82%和 125.99%，分别较上年末下降 84.60 个百分点和 8.83 个百分点。其中，2023 年末比率明显下降，主要系长期借款及债券临近到期较多且新增短期借款、短期债券所致。

从债务结构来看，该公司负债集中于刚性债务，2023 年末刚性债务为 1152.08 亿元，较上年末增长 9.97%，占负债总额的比重分别为 93.42%，主要为债券和金融机构借款。除刚性债务外，公司负债主要还分布于应付账款、预收款项、其他应付款和专项应付款，2023 年末占负债总额的比重分别为 0.59%、1.28%、2.26%和 1.30%。应付账款主要为公司应付项目工程款和机器设备购买款，2023 年末余额为 7.22 亿元，较上年末增长 5.25%。预收款项年末大幅增加 15.39 亿元，主要系预收停车位出租费²。其他应付款主要是与嵊州市当地企事业单位的往来款，年末余额为 27.91 亿元，同比增长 14.42%，2023 年末主要包括应付嵊州市两山实业发展有限公司 10.79 亿元、嵊州市甘霖镇财政管理小组 1.65 亿元、嵊州市剡溪公共设施经营管理有限公司 1.30 亿元、嵊州市财政局 1.12 亿元等。公司专项应付款形成于建设项目财政拨款，年末余额为 15.98 亿元，较上年末下降 12.56%。

2024 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增长 9.15%至 1346.07 亿元，其中刚性债务较上年末增长 8.52%至 1250.21 亿元；主要因预收购房款、服务费增加，合同负债较上年末增长 66.33%至 5.40 亿元；因与嵊州市当地企事业单位的往来款增加，其他应付款较上年末增长 49.27%至 41.66 亿元。

该公司融资渠道较为多元化，金融机构借款和债券直接融资是目前主要的融资方式，2023 年末占刚性债务的比重分别为 53.13%和 44.37%。从期限结构看，受中长期融资逐步进入还款期影响，公司短期债务规模占比逐步上升，即期偿债压力加重。公司短期刚性债务占刚性债务的比重由 2021 年末的 26.89%升至 2024 年 3 月末的 41.98%。

该公司金融机构借款包括银行、融资租赁及信托借款，2023 年末金融机构借款总额为 612.11 亿元，较上年末增长 20.60%。从借款渠道看，2023 年末公司银行借款为 502.98 亿元、融资租赁借款 78.08 亿元、信托及证券公司等其他金融机构借款 31.05 亿元。从期限结构看，期末公司金融机构借款中短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款占比分别为 25.69%、18.01%和 56.14%。从借款方式看，公司借款主要采取保证、抵押、质押等方式，2023 年末占金融机构借款的比重分别为 87.17%、2.67%和 1.23%，担保方主要为公司本部及下属子公司，质押物主要为公司银行存单，抵押物主要为公司拥有的土地使用权。从借款成本看，年末公司银行借款成本主要位于 3.45%-6.50%区间，融资租赁、信托等其他金融机构借款成本主要位于 3.50%-8.30%区间。从债务主体看，公司金融机构借款举债主体主要为嵊州交发、嵊州城投、嵊州南投和嵊州经开等子公司。此外，公司还发行非标金融产品、向区域其他平台拆入少量借款，2023 年末融资余额为 15.28 亿元，借款主体主要为嵊州南投和嵊州经开等子公司，以上对外融资均计入“长期应付款（含一年内到期）”。公司另有应计利息 12.69 亿元和应付票据 0.77 亿元。

目前，该公司本部及主要子公司债券量已较大，截至 2024 年 6 月 17 日公司本部、子公司嵊州城投、嵊州交发、

² 子公司嵊州市公共停车管理服务有限公司将相关停车位 20 年经营权出租给嵊州市剡溪公共设施经营管理有限公司，出租款项一次性收到，公司于 2023 年起每年确认租赁收入。

嵊州南投及嵊州经开的待偿还境内债券本金合计分别为 151.90 亿元、111.50 亿元、102.20 亿元、50.00 亿元和 32.93 亿元；境外债发行方有本部、嵊州城投和嵊州交发，本部和嵊州城投待偿本金分别为 3.50 亿美元和 1.43 亿美元，嵊州交发待偿本金为 1.42 亿美元、3.30 亿元和 3.30 亿元（中国（上海）自由贸易试验区离岸债券）。截至 2024 年 6 月 17 日，公司待偿还债券详见附录五。

根据该公司测算，2024-2026 年公司需偿还到期债务本息分别约为 455.32 亿元、156.46 亿元和 142.56 亿元，中短期内偿付压力很大。公司拟通过发行债券、金融机构借款以及财政结算回款等方式筹集偿债资金，但同时未来公司在建项目仍需较大的资金投入，预计债务仍有扩张压力。

2. 偿债能力

（1）现金流量

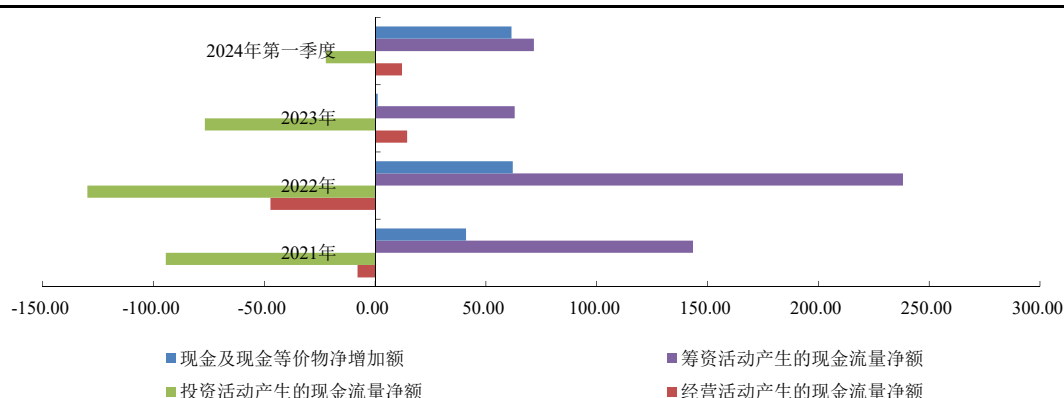
该公司经营性现金流主要反映了除基础设施建设以外的主营业务收支、往来款和财政补贴情况。2023 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 52.59 亿元，营业收入现金率为 152.59%，较上年提高 37.08 个百分点，经营收现水平不断提升。公司经营性业务现金支出通过“购买商品、接受劳务支付的现金”核算，2023 年流出 28.91 亿元，较上年明显收窄。公司与市属单位和政府部门经营性往来活动较为频繁，2023 年其他与经营活动有关的现金收支仍呈净流出状态，为-3.42 亿元。综合影响下，2023 年公司经营活动产生的现金流量净额转为净流入，为 14.42 亿元。

该公司投资活动现金流出主要反映了公司市政基础设施建设的支出，2023 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少 40.87%至 78.16 亿元；同时股权投资及购买银行理财产品等支出亦有所减少，2023 年公司投资性现金流仍呈较大规模净流出状态，2023 年净流出 76.77 亿元，资金缺口较上年收窄 53.02 亿元。

该公司主要通过外部融资弥补资金缺口。2023 年筹资活动现金流入为 569.35 亿元，同期筹资活动现金流出为 506.34 亿元，主要为偿还债务本息支出。公司筹资活动现金流量仍保持净流入状态，2023 年净流入 63.01 亿元，同比减少 73.54%。

2024 年第一季度，该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.25 亿元，当期营业收入现金率为 163.82%，业务收现情况较好。受益于其他经营性往来净流入，公司经营活动产生的现金流量净额仍呈净流入，为 12.15 亿元。当期公司仍有大量的项目建设及投资支出，投资性现金净流出 22.25 亿元。同期，公司维持较大力度的外部融资，筹资性现金净流入额为 71.71 亿元。

图表 13. 公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据嵊州投控所提供的数据整理、绘制

（2）盈利

2023 年，该公司毛利为 7.09 亿元，较上年增长 3.85%，主要来源于物业租赁、工程施工、土地出让和受托代建等业务，合计毛利占比为 52.44%，同比下降 16.20 个百分点。

该公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2023 年期间费用为 30.53 亿元，较上年增长 37.21%；其中，由于

子公司数量众多、规模扩张导致管理成本逐年增加，同期管理费用为 6.23 亿元，较上年增长 11.11%；2023 年有息债务规模扩张，财务费用显著增长 47.60%至 23.52 亿元。与收入规模相比，公司期间费用发生额较大，2023 年期间费用率为 88.59%，同比提高 14.90 个百分点，费用负担沉重。

政府补助、公允价值变动收益、投资净收益可对该公司盈利形成支撑。2023 年，公司其他收益为 21.32 亿元，包括基础设施维护补贴、农贸市场运营补助及公共交通运营补贴等，预计政府补助具有一定可持续性。2023 年公司产生公允价值变动净收益 0.59 亿元，由于投资性房地产评估增值额减少以及闻泰科技股份有限公司公允价值波动，交易性金融资产下降，未来公允价值变动仍存在较大不确定性。此外，2023 年，公司实现投资净收益 5.33 亿元，较上年减少 7.50%，主要来源于对联营企业城中村改造投资公司投资权益法确认的投资收益。2023 年，公司实现净利润 0.76 亿元，同比增长 3.55%，总资产报酬率为 1.64%，净资产收益率为 0.11%，资产收益水平较低。

2024 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.33 亿元，基本来自工程施工业务；同期公司期间费用为 3.40 亿元，同时获得政府补助 2.87 亿元，取得投资收益 0.03 亿元，公允价值变动净亏损 0.07 亿元，呈净亏损 1.65 亿元。

(3) 偿债能力

跟踪期内，该公司 EBITDA 持续增长，2023 年 EBITDA 为 37.45 亿元，较上年增长 69.18%。但由于公司借款规模较大，EBITDA 对债务的保障程度偏低，亦无法完全覆盖利息支出。公司经营性现金流 2023 年转为净流入，但对流动负债和刚性债务偿付支持仍弱，且非筹资性现金流持续大额净流出，难以对债务偿付提供稳定保障。

图表 14. 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)	0.75	0.57	0.67	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.02	0.03	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.37	-16.30	3.30	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-1.18	-5.24	1.31	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-43.98	-61.14	-14.29	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-15.43	-19.67	-5.67	—
流动比率(%)	221.27	174.10	119.85	119.24
现金比率(%)	70.72	65.57	40.77	48.82
短期刚性债务现金覆盖率(%)	81.06	73.13	45.59	55.40

注：根据嵊州投控所提供的数据计算、绘制

由于一年内到期债务增长，该公司流动性指标有所下滑，2023 年末流动比率为 119.85%。且考虑到公司流动资产主要沉淀于土地使用权及市属企事业单位占款，前者变现能力受当地房地产市场及政策和规划影响，后者回收情况不确定，流动资产总体变现能力一般。公司现金类资产对即期债务偿付的保障较为一般，2024 年 3 月末，现金比率及短期刚性债务现金覆盖率分别为 48.82%和 55.40%。

该公司与多家银行保持了较好的合作关系。截至 2023 年末，公司拥有银行授信额度 668.87 亿元，其中已使用额度 522.69 亿元，尚未使用的授信额度为 146.18 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司运作总体平稳，法人治理结构、组织架构和管理制度等方面未有重大变化。

2. 表外因素

截至 2023 年末，该公司对外担保金额为 147.69 亿元，担保比率为 20.86%；其中对嵊州市城北建设投资发展有限公司、嵊州市城东新城建设发展有限公司、嵊州市经济开发区产业经营管理有限公司、嵊州市两山实业发展有限公司和嵊州市剡溪公共设施经营管理有限公司提供的担保金额分别为 30.09 亿元、17.52 亿元、28.87 亿元、32.00 亿元和 21.08 亿元，占比分别为 20.37%、11.87%、19.55%、21.67%和 14.27%。公司担保规模较大，且较为集中，存在一定的或有损失风险。

图表 15. 截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保金额
嵊州市城北建设投资发展有限公司	30.09
嵊州市城东新城建设发展有限公司	17.52
嵊州市城南商贸有限公司	2.80
嵊州市高欣贸易有限公司	1.60
嵊州市公共项目建设管理有限公司	4.00
嵊州市国有资产经营管理有限公司	0.30
嵊州市机关服务有限公司	1.10
嵊州市经济开发区产业经营管理有限公司	28.87
嵊州市经开贸易有限公司	2.40
嵊州市两山实业发展有限公司	32.00
嵊州市剡溪公共设施经营管理有限公司	21.08
嵊州市现代农业园区建设有限公司	2.93
嵊州市新农村建设有限公司	3.00
合计	147.69

注：根据嵊州投控所提供数据整理

3. 业务持续性

该公司主要业务包括城市基础设施建设、土地开发整理、保障房建设、供排水等，经营性业务较为分散，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

该公司作为嵊州市主要的基础设施建设及国有资产运营主体，与关联方嵊州市财政局、嵊州市投资发展有限公司等嵊州市政府部门及市属企业存在一定规模的资金往来。2023 年末，公司应收关联方 46.54 亿元，其中城中村改造投资公司 37.45 亿元、盛天建设 7.57 亿元；应付关联方 2.30 亿元，主要为应付嵊州市财政局 1.12 亿元、应付嵊州市投资发展有限公司 1.07 亿元。公司与关联方交易规模小，2023 年主要向嵊州甬矿业有限公司支付加工费 0.27 亿元，向绍兴市首创污水处理有限公司和绍兴市嵊新首创污水处理有限公司分别支付污水处理费 0.43 亿元和 0.59 亿元。

根据该公司本部提供的 2024 年 6 月 18 日《企业信用报告》，公司本部已结清贷款中有 1 笔关注类贷款，系国家开发银行将平台公司贷款列入关注类贷款所致，该笔贷款本息已还清，无违约情况发生；公司本部未结清贷款均为正常类贷款；子公司嵊州南投、嵊州交发提供的 2024 年 5 月 20 日《企业信用报告》，嵊州南投已结清、未结清贷款均为正常类贷款；嵊州交发未结清贷款均为正常类贷款，已结清贷款中有 1 笔不良/违约类贷款和 17 笔关注类贷款³；根据嵊州经开提供的 2024 年 5 月 7 日《企业信用报告》，嵊州经开已结清、未结清贷款均为正常类贷款；根据嵊州城投提供的 2024 年 6 月 6 日《企业信用报告》，嵊州城投未结清贷款均为正常类贷款，已结

³ 根据嵊州交发提供的说明，不良/违约类贷款系因 2007 年中国工商银行浙江省分行年末利润调整和计提风险拨备要求，对嵊州交发经审批展期后的贷款分类结果由关注调整为次级，产生不良贷款信息，该贷款展期后按期还本付息，实际无不良记录；关注类贷款系因按照当时银行的相关规定，对政府类平台贷款一律调整为关注类，实际贷款正常，均已正常结清。

清贷款中有 17 笔关注类贷款⁴。

根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、中国执行信息公开网及证券期货市场失信记录查询平台等公开平台 2024 年 6 月 18 日信息查询结果，近年来该公司本部及主要子公司嵊州南投、嵊州交发、嵊州城投和嵊州经开无其他重大不良行为记录。

外部支持

跟踪期内，该公司仍作为嵊州市基础设施建设及国有资产经营主体，在业务和资金等方面可持续获得地方政府大力支持。2023 年，公司收到资本金增加 4.30 亿元、水库资产、国有人防车位、房产、林木资产等国有资产注入增加 52.33 亿元，资本实力不断增强。同时，嵊州市财政继续提供政府补助，2023 年及 2024 年第一季度，公司分别收到政府补助 21.32 亿元和 2.87 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

17 嵊州债：外部担保

17 嵊州债由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5.00 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（后更名为国家开发投资集团有限公司，简称“国投集团”），同时增资至 30.00 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名；同年 12 月，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2023 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，实际控制人为国务院国资委。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 16. 截至 2023 年末中投保前五大股东明细

序号	股东名称	持股数（亿股）	持股比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
4	金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
合计		38.64	85.86

资料来源：中投保 2023 年年报

截至 2023 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 275.47 亿元，股东权益为 110.93 亿元；当年实现营业总收入 16.55 亿元，净利润 5.71 亿元。

中投保着力构建以担保增信为主体、投资资管和金融科技为两翼的“一体两翼三类四型”业务架构，形成中投保特色的综合投融资服务模式，推动业务全面服务国家战略，促进其高质量可持续发展。中投保代偿率控制在较低水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，追偿效果较好，基本实现当期回收。资产管理方面，中投保信裕资产管理（北京）有限公司作为中投保旗下最重要的投资、资管平台，下设两家子公司开展资产管理业务，通过加强合规经营，增强主动管理能力，围绕担保增信业务链条，形成担保、投资、资管三个业务领

⁴ 根据中国光大银行杭州朝晖支行、中国银行股份有限公司嵊州支行、交通银行股份有限公司绍兴嵊州支行、中国农业银行股份有限公司嵊州市支行分别出具的说明文件，嵊州城投以往在相关银行取得的借款均被列入为关注类贷款，主要系上述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。

域相互协同的局面。金融科技方面，中投保数字科技（北京）股份有限公司充分发挥数字经济引擎作用，构建以金融科技为手段服务普惠金融领域的产品线，推动技术与业务的深度融合，加快构建数字化风控体系，打造有科技含量、有市场吸引力、有复合型能力的金融科技业务平台。资金运用方面，中投保近年来逐步调整投资组合，加大高评级债券资产配置力度，各类资产比例满足监管规定。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力较强，但宏观经济变化的不确定性和资本市场波动对其风险管理能力提出更高要求。

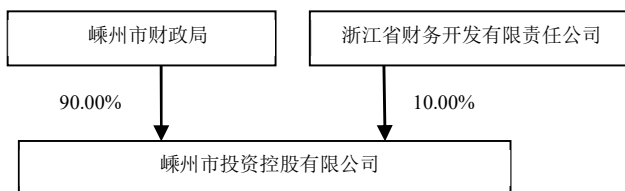
整体来看，中投保提供的担保进一步增强了 17 嵊州债的安全性。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持嵊州投控主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，17 嵊州债债券信用等级为 AAA；21 嵊州债 01、22 嵊州债 01、22 嵊州 01 及 22 嵊州债 02 债券信用等级均为 AA⁺。

附录一：

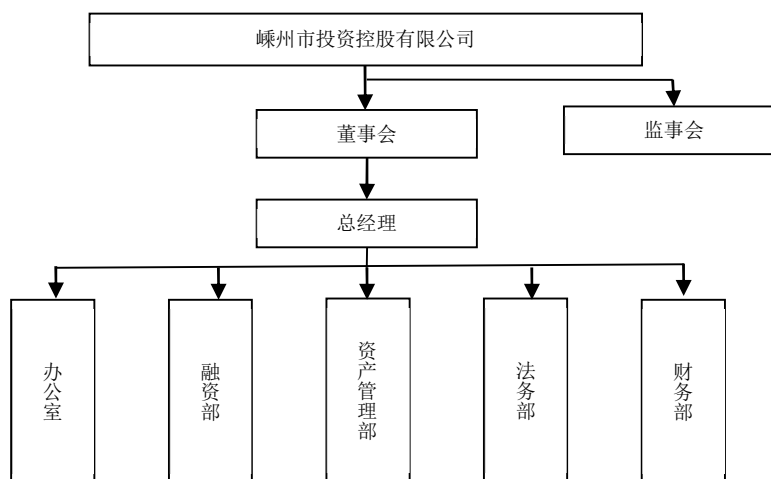
公司与实际控制人关系图



注：根据嵊州投控提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据嵊州投控提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 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)	
嵊州市投资控股有限公司	嵊州投控	—	基础设施建设、国有资产经营	370.53	110.86	0.16	-5.81	57.29	母公司口径
嵊州市城市建设投资发展集团有限公司	嵊州城投	100.00	基础设施项目建设和开发	958.60	475.04	14.65	2.76	-27.58	合并口径
嵊州市交通投资发展集团有限公司	嵊州交发	100.00	交通基础设施建设	465.46	207.77	8.63	1.51	-9.09	合并口径
嵊州市城南建设投资有限公司	嵊州南投	51.00	高铁新城基础设施建设	291.16	131.60	3.89	0.95	3.65	合并口径；另间接持股 49%
嵊州市经济开发区投资有限公司	嵊州经开	70.00	开发区土地整理及基础设施建设	336.06	130.01	8.16	1.47	-10.36	合并口径；另间接持股 30%

注：根据嵊州投控提供的资料整理

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）
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
绍兴市柯桥区建设集团有限公司	935.60	289.23	69.09	20.10	1.78	-58.84
浙江省新昌县投资发展集团有限公司	1793.73	615.16	65.71	38.23	2.09	-75.15
嵊州市投资控股有限公司	1941.78	708.57	63.51	34.47	0.76	14.42

注：根据 Wind 资料整理

附录五：

发行人存续期内债券概况

发债主体	证券简称	发行日期	发行规模（亿元）	当期票面利率（%）	当前余额（亿元）	到期日期
嵊州投控	17 嵊州债	2017-07-19	17	5.35	3.4	2024-07-20
	19 嵊州 02	2019-07-12	10	3.55	10	2024-07-17
	19 嵊州 03	2019-09-20	10	3.15	10	2024-09-25
	21 嵊州 01	2021-01-12	15	3.6	15	2026-01-14
	21 嵊州 02	2021-04-23	15	2.93	15	2026-04-27
	21 嵊州债 01	2021-07-30	8	4.6	8	2028-08-05
	21 嵊州投资 PPN001	2021-09-16	10	4.2	10	2024-09-22
	21 嵊州投资 MTN001	2021-12-28	15	3.88	15	2024-12-29
	22 嵊州 01	2022-01-05	15	3.87	15	2029-01-10
	22 嵊州 02	2022-01-13	5	3.77	5	2025-01-17
	22 嵊州债 01	2022-03-24	10	3.8	10	2029-03-29
	22 嵊州投资 PPN001	2022-04-15	2	3.68	2	2027-04-18
	22 嵊州债 02	2022-08-24	10	3.45	10	2029-08-30
	嵊州投控 6% N20251103	2022-11-03	1	6	1	2025-11-03
	22 嵊州投资 PPN002	2022-11-23	2	3.9	2	2027-11-25
	23 嵊州投资 PPN001	2023-01-10	3.4	4.68	3.4	2028-01-11
	23 嵊州投资 PPN002	2023-03-17	6	4.18	6	2028-03-20
	嵊州投控 6.5% N20260321	2023-03-21	2.5	6.5	2.5	2026-03-21
	23 嵊州投资 PPN003	2023-05-26	2.1	3.85	2.1	2028-05-29
	24 嵊州 01	2024-03-07	7	2.57	7	2029-03-11
24 嵊州 02	2024-03-07	3	2.8	3	2029-03-11	
嵊州城投	19 嵊州债 01	2019-08-14	10	4.9	6	2026-08-15
	19 嵊州债 02	2019-11-01	8	5.18	4.8	2026-11-04
	21 嵊州城投 PPN001	2021-03-29	12	2.9	12	2026-03-30
	21 嵊州城投 PPN002	2021-07-21	10	4.48	10	2024-07-23
	22 嵊州城投 PPN001	2022-01-06	10	4.1	10	2025-01-07
	城投集团 2.7% N20250316	2022-03-16	1.43	2.7	1.43	2025-03-16
	22 嵊州城投债	2022-12-16	6	4.4	6	2029-12-22
	23 嵊州城投债 01	2023-04-06	3.9	4.68	3.9	2030-04-12
	23 嵊州 01	2023-04-27	13	4.4	13	2028-05-05
	23 嵊州 02	2023-05-24	12	4.29	12	2028-05-29
	23 嵊州 03	2023-10-19	5	3.97	5	2028-10-23
	23 嵊州 04	2023-11-22	10	3.57	10	2028-11-24
	24 嵊城 01	2024-03-14	8.8	2.8	8.8	2029-03-18
24 嵊州城投 PPN001	2024-06-13	10	2.37	10	2029-06-14	
嵊州交发	21 嵊州交通 PPN003	2021-08-25	7.2	4.48	7.2	2024-08-27
	21 嵊州交通 PPN004	2021-09-23	5	4.5	5	2024-09-27
	21 嵊州交通 PPN005	2021-11-03	1	4.5	1	2024-11-05
	嵊州交发 3.5% N20250425	2022-04-25	1.42	3.5	1.42	2025-04-25
	22 嵊州交投 MTN001	2022-06-10	6	3.5	6	2027-06-13
	22 嵊州交投 MTN002	2022-08-12	9	3.29	9	2025-08-16

发债主体	证券简称	发行日期	发行规模 (亿元)	当期票面利率 (%)	当前余额 (亿元)	到期日期
	G22 嵊州交投 01	2022-11-08	3.3	4.2	3.3	2025-11-14
	22 嵊交绿色债	2022-11-10	7	3.7	7	2029-11-15
	嵊州交发 4.2% N20251114	2022-11-14	3.3	4.2	3.3	2025-11-14
	23 嵊州交通 PPN001	2023-01-11	10	4.8	10	2026-01-12
	23 嵊交 D2	2023-10-16	6	3.2	6	2024-10-18
	24 嵊交 D1	2024-01-03	12	3	12	2025-01-05
	24 嵊交 01	2024-04-10	12	2.8	12	2029-04-12
	24 嵊州交投 CP001	2024-04-18	11	2.35	11	2025-04-22
	24 嵊州交通 PPN001	2024-04-23	5	2.77	5	2029-04-25
	24 嵊州交通 PPN002	2024-05-28	11	2.6	11	2029-05-30
嵊州南投	21 嵊州城南 PPN001	2021-06-07	5	2.62	5	2026-06-09
	21 嵊州城南 PPN002	2021-12-15	6	4.57	6	2024-12-17
	22 嵊南债 01	2022-03-16	9	4.25	9	2029-03-18
	22 嵊南 01	2022-06-23	7.6	3.59	7.6	2027-06-24
	22 嵊南 02	2022-10-20	9.4	3.45	9.4	2027-10-21
	23 嵊南 01	2023-07-13	4.4	3.95	4.4	2026-07-14
	24 嵊南 01	2024-01-11	8.6	3.24	8.6	2027-01-15
嵊州经开	21 嵊州经开 PPN001	2021-12-02	10	4.6	10	2024-12-06
	22 嵊开 01	2022-09-26	5.65	3.28	5.65	2025-09-28
	23 嵊经 01	2023-01-17	9.28	4.95	9.28	2026-01-19
	23 嵊经 02	2023-09-21	8	3.87	8	2026-09-25

资料来源: Wind, 嵊州投控 (截至 2024 年 6 月 17 日)

附录六：

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]	1,340.70	1,761.03	1,941.78	2,054.10
货币资金[亿元]	162.23	227.03	213.46	290.21
刚性债务[亿元]	751.52	1,047.66	1,152.08	1,250.21
所有者权益[亿元]	536.79	651.84	708.57	708.03
营业收入[亿元]	31.14	30.20	34.47	4.42
净利润[亿元]	2.23	0.73	0.76	-1.65
EBITDA[亿元]	20.32	22.14	37.45	—
经营性现金净流入量[亿元]	-7.83	-47.17	14.42	12.15
投资性现金净流入量[亿元]	-94.42	-129.79	-76.77	-22.25
资产负债率[%]	59.96	62.98	63.51	65.53
长短期债务比[%]	247.05	219.42	134.82	125.99
权益资本与刚性债务比率[%]	71.43	62.22	61.50	56.63
流动比率[%]	221.27	174.10	119.85	119.24
速动比率[%]	124.71	101.57	69.31	74.10
现金比率[%]	70.72	65.57	40.77	48.82
短期刚性债务现金覆盖率[%]	81.06	73.13	45.59	55.40
利息保障倍数[倍]	0.61	0.43	0.54	—
有形净值债务率[%]	183.20	227.77	227.89	248.76
担保比率[%]	12.54	6.22	16.33	20.86
毛利率[%]	22.01	22.61	20.57	7.44
营业利润率[%]	11.13	3.76	5.05	-28.37
总资产报酬率[%]	1.38	1.08	1.64	—
净资产收益率[%]	0.46	0.12	0.11	—
净资产收益率*[%]	0.47	0.13	0.12	—
营业收入现金率[%]	98.07	115.51	152.59	163.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.37	-16.30	3.30	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.18	-5.24	1.31	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-43.98	-61.14	-14.29	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.43	-19.67	-5.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.75	0.57	0.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.03	—

注：表中数据依据嵊州投控经审计的2021~2023年度及未经审计的2024年第一季度财务数据整理、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%
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

附录七：

担保方主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径/单口径]	2021年	2022年	2023年
资产总额[亿元]	262.56	279.76	275.47
货币资金[亿元]	27.57	31.87	17.81
所有者权益[亿元]	111.35	109.42	110.93
实收资本[亿元]	45.00	45.00	45.00
刚性债务[亿元]	156.15	167.19	161.62
营业总收入[亿元]	23.81	17.32	16.55
担保业务收入[亿元]	9.99	13.13	8.54
净利润[亿元]	8.07	5.43	5.71
风险准备金[亿元]	26.45	34.53	32.76
担保发生额[亿元]	429.10	470.62	394.59
担保余额[亿元]	634.62	827.82	902.10
融资性担保责任余额[亿元]	431.95	506.67	519.53
当期担保代偿额[亿元]	-	1.06	2.51
融资性担保放大倍数*[倍]	4.53	5.37	5.23
加权平均净资产收益率*[%]	8.21	5.11	5.63
累计担保代偿率*[%]	0.14	0.18	0.41
当期担保代偿率*[%]	0.00	0.38	0.78
当期代偿回收率*[%]	0.37	11.90	24.27

注1：表中财务数据依据中投保经审计的2021~2023年度财务报告整理、计算。业务数据依据中投保2021-2023年年报，均为中投保单口径，计算公式详见年报；

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。

指标计算公式

指标名称	计算公式
担保放大倍数[倍]	期末担保余额/期末净资产
融资性担保责任放大倍数[倍]	融资性担保责任余额/调整后净资产
净资产收益率(%)	净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2] × 100%
风险准备金充足率(%)	担保风险准备余额/期末担保责任余额 × 100%
代偿保障率(%)	(货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金)/单户最大担保余额 × 100%
I级资产[亿元]	现金+银行存款+存出保证金+货币市场基金+国债、金融债券+可随时赎回或三个月内到期的商业银行理财产品+债券信用评级AAA级的债券+其他货币资金
I级资产比例(%)	I级资产/(总资产-应收代偿款) × 100%
III级资产比例(%)	III级资产/(总资产-应收代偿款) × 100%
当期担保代偿率(%)	当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额 × 100%
累计担保代偿率(%)	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额 × 100%
累计代偿回收率(%)	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额 × 100%
累计代偿损失率(%)	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额 × 100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

附录八：

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录九：

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	2010年6月23日	AA/稳定	蒋卫、姚可	-	报告链接
	评级结果变化	2016年3月29日	AA/稳定	刘道恒、周晓庆	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）	-
		2020年3月6日	AA+/稳定	郭羽佳、邵一静	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+/稳定	周晓庆、李艳晶	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+/稳定	周晓庆、李艳晶	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 (17嵊州债)	历史首次评级	2017年6月28日	AAA	周晓庆、郭羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2023年6月27日	AAA	周晓庆、李艳晶	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	AAA	周晓庆、李艳晶	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嵊州债 01)	历史首次评级	2021年6月28日	AA+	周晓庆、徐丽	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+	周晓庆、李艳晶	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

债项评级 (22 嵊州债 01)	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AA ⁺	周晓庆、李艳晶	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)	报告链接
	历史首次评级	2022 年 3 月 4 日	AA ⁺	周晓庆、徐丽	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 ⁺	周晓庆、李艳晶	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
债项评级 (22 嵊州 01)	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AA ⁺	周晓庆、李艳晶	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)	-
	历史首次评级	2021 年 7 月 27 日	AA ⁺	周晓庆、徐丽	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 ⁺	周晓庆、李艳晶	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
债项评级 (22 嵊州债 02)	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AA ⁺	周晓庆、李艳晶	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)	-
	历史首次评级	2022 年 7 月 4 日	AA ⁺	周晓庆、徐丽	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 ⁺	周晓庆、李艳晶	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 ⁺	周晓庆、李艳晶	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。