

嵊州市投资控股有限公司  
及其发行的 14 嵊州债与 17 嵊州债  
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2020]100015】

**评级对象:** 嵊州市投资控股有限公司及其发行的 14 嵊州债与 17 嵊州债

	14 嵊州债	17 嵊州债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AA+/稳定/AAA/2020 年 3 月 6 日	AA+/稳定/AAA/2020 年 3 月 6 日
<b>前次跟踪:</b>	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日
<b>首次评级:</b>	AA+/稳定/AA+/2014 年 7 月 8 日	AA/稳定/AAA/2017 年 6 月 28 日

### 主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>金额单位: 人民币亿元</b>			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	11.39	7.53	9.17
刚性债务	87.52	92.73	109.41
所有者权益	64.67	66.86	65.96
经营性现金净流入量	5.54	-5.39	0.33
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	430.37	468.80	707.81
总负债	254.96	294.98	403.68
刚性债务	215.75	255.21	367.67
所有者权益	175.41	173.82	304.14
营业收入	17.03	11.01	14.35
净利润	1.60	1.64	2.36
经营性现金净流入量	18.71	2.78	-58.46
EBITDA	4.85	5.85	9.41
资产负债率[%]	59.24	62.92	57.03
长短期债务比[%]	303.86	273.04	239.77
营业利润率[%]	9.79	17.00	20.39
短期刚性债务现金覆盖率[%]	103.93	55.87	52.46
营业收入现金率[%]	85.92	102.53	102.82
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.42	-13.86	-37.62
EBITDA/利息支出[倍]	0.32	0.56	0.79
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.03
<b>担保方数据:</b>			
	2016 年	2017 年	2018 年
总资产	130.47	191.65	204.53
所有者权益	66.64	100.29	101.27
担保余额	1873.82	1263.98	678.98
担保放大倍数[倍]	28.12	12.60	-

注: 发行人数据根据嵊州投控经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中投保公司经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

### 分析师

郭羽佳 wyj@shxsj.com  
邵一静 syj@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对嵊州市投资控股有限公司(简称嵊州投控、发行人、该公司或公司)及其发行的 14 嵊州债与 17 嵊州债的跟踪评级反映了 2019 年以来嵊州投控在外部环境、政府支持、区域专营及外部增信等方面保持优势,在资本实力方面取得积极变化,同时也反映了公司在项目投融资压力、债务负担、资产变现能力和对外担保等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **外部环境较好。**跟踪期内,嵊州市经济保持持续发展,规上工业体量实现增长,同时积极推进制造业转型升级,为嵊州投控业务开展提供了较好的外部环境。
- **政府支持力度大。**嵊州投控仍为当地基础设施建设和国有资产运营主体,区域地位较为突出,持续获得政府在业务和资金等方面的支持;2019 年公司获得政府较大规模资产注入,自有资本实力提升。
- **具有一定的专营优势。**嵊州投控的砂石销售、广电和供排水等业务在嵊州市范围内保持一定的专营优势,业务稳定性较好。
- **担保增信持续有效。**14 嵊州债和 17 嵊州债均由中投保公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保,可有效提高被担保债券的到期偿付安全性。

#### 主要风险:

- **项目投融资压力上升。**嵊州投控项目投资规模仍较大,受累于结算进度较慢,资金回笼周期较长,同时基建项目后续仍有一定投资规模,后续投融资压力将进一步上升。

- 刚性债务负担较重。跟踪期内，嵊州投控刚性债务规模增长较快，债务负担已较重，且有一定规模的融资租赁和信托借款，同时公司短期刚性债务占比上升，公司集中偿债压力也将上升。
- 资产变现能力一般。跟踪期内，嵊州投控资产仍主要沉淀于项目投入、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，存在一定的代偿风险。

### ➤ 未来展望

本评级机构考虑到区域经济环境、公司业务发展和股东大力支持等因素，决定调整公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性极强，并给于上述债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 嵊州市投资控股有限公司 及其发行的 14 嵊州债与 17 嵊州债

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2014 年嵊州市投资控股有限公司公司债券和 2017 年嵊州市投资控股有限公司公司债券（分别简称“14 嵊州债”及“17 嵊州债”）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 2019 年财务报表及相关经营数据，对嵊州投控的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2014 年 7 月发行了 10 亿元的公司债券（即“14 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，目前已偿还本金 6 亿元，票面利率为 7.60%。债券募集资金全部用于嵊州市原艇湖啤酒厂地块保障性住房建设项目、嵊州市黄泽江综合治理工程（宕头分流堰至河口段一、二期工程）、嵊州市曹娥江治理工程、嵊州市城南新区城中村改造项目安置房（一、二、三期工程）等项目建设。截至 2019 年末，上述募投项目均已建设完工，实际完成投资 23.60 亿元，募集资金已全部使用完毕。

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 17 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 2019 年末，已完成投资 19.75 亿元，募集资金 17 亿元已全部使用完毕。

该公司本部及子公司嵊州南投、嵊州城投已有多笔债券发行（如下表），截至 2020 年 2 月末，除 1.00 亿美元的外币债券外，公司待偿还债券本金合计 116.00 亿元，还本付息情况正常，其中公司本部待偿还债券本金合计 81.00 亿元。

**图表 1. 公司本部及子公司嵊州南投、嵊州城投已发行债券概况**

债项名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
10 嵊州债	12.00	--	7	5.90	2010-08	已到期兑付
14 嵊州债	10.00	4.00	7	7.60	2014-07	正常付息，已兑付本金 6 亿元
16 嵊州 01	15.00	15.00	5	4.00	2016-10	正常付息
16 嵊州 02	10.00	10.00	5	4.18	2016-11	正常付息
17 嵊州债	17.00	17.00	7	5.35	2017-07	正常付息
19 嵊州 01	10.00	10.00	5	6.27	2019-04	尚未到期

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
19 嵊州 02	10.00	10.00	5	6.49	2019-07	尚未到期
19 嵊州 03	10.00	10.00	5	6.05	2019-09	尚未到期
嵊州投控 6% B2023	1.00 亿美元	1.00 亿美元	3	6.00	2020-01	尚未到期
20 嵊州投资 PPN001	5.00	5.00	3	5.50	2020-01	尚未到期
19 嵊南 01	7.60	7.60	7	6.60	2019-09	尚未到期
20 嵊南 01	9.40	9.40	7	6.00	2020-01	尚未到期
19 嵊州城投债 01	10.00	10.00	7	4.90	2019-08	尚未到期
19 嵊州城投债 02	8.00	8.00	7	5.18	2019-11	尚未到期

资料来源: Wind, 嵊州投控 (截至 2020 年 2 月末)

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2019 年, 受贸易冲突及热点地缘政治因素影响, 全球制造业收缩、贸易量下滑, 发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显; 全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松, 主要经济体的利率水平大幅走低且资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平, 全球经济金融的脆弱性进一步上升, 我国经济增长面临的外部环境更加复杂化; 为对冲压力, 我国持续加大逆周期调节力度, 保证了经济增长在目标区间内运行。因 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情影响, 我国经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击, 但会在多项新出台的应对疫情政策下实现平稳过渡。从中长期看, 随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化, 我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年, 受贸易冲突及热点地缘政治因素影响, 全球制造业收缩、贸易量下滑, 发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显, 我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为应对经济增长压力, 全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松, 主要经济体的利率水平大幅走低且创近年新低, 全球主要资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平, 而全球杠杆水平亦明显上升、新兴经济体非金融企业部门债务压力凸显, 全球经济金融的脆弱性进一步上升。在主要发达经济体中, 美国经济增速由高位持续回落, 美联储降息三次并快速扩表; 欧盟核心成员国德国经济增长大幅放缓并拖累联盟经济增长, 欧洲央行扩大负利率并重启了资产购买计划; 日本因消费税上调导致消费提前, 推动经济增长有所回升, 但整体水平依然不高, 日本央行货币政策持续保持宽松状态。在除中国外的主要新兴经济体中, 普遍降息刺激经济, 其中印度经济增速下降至全球金融

危机以来的最低水平，俄罗斯、巴西经济增速持续在低位徘徊，南非经济则是在衰退的边缘挣扎。

2019年，我国就业情况总体稳定、物价结构性上涨，经济增长压力加大但保持在目标区间内运行。汽车零售负增长拖累消费增速下降，而消费依然是拉动经济增长的最主要动力；在基建稳增长支持下投资增速小幅回升，房地产投资增长较快但面临地产融资收紧及土地购置增速下滑带来的压力，制造业投资受贸易冲突前景不定及需求不足影响表现低迷；因对美贸易下滑及内外需求疲弱，以人民币计价的进出口贸易增速双双下降明显，外贸区域结构则有所优化。我国工业生产增速放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；受益于减税降费，工业企业经营效益近期有所改善但仍低于上年，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会出现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略持续推进，新的增长极和新的增长带正在形成。

为应对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大。积极的财政政策提质增效，减税降费落实有力，财政支出结构优化，为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府债券发行及资金使用效率提升，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务化解开启置换试点，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策灵活适度，央行持续降准并下调了公开市场操作利率，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，通过完善LPR形成机制等改革措施推动实体经济融资成本下降；宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，影子银行治理成效明显，防范化解重大金融风险攻坚战取得积极进展，货币供应、社会融资规模增长同经济发展相适应，债券市场违约风险改善且违约处置的配套机制在加快补齐。市场因素在汇率形成中的作用提升，人民币兑美元汇率波动幅度加大，在我国充足的外汇储备及长期向好的经济基本面的保障下，人民币汇率基本处于合理均衡水平。

同时，我国外商投资法及实施条例正式实施，商品进口关税进一步降低，外商投资环境持续优化；在逆全球化的大背景下我国坚持加大对外开放力度，为经济高质量发展提供了重要动力。跨境贸易中人民币结算量稳步上升，资本市场中外资持有规模快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。2020年初，新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，我国春节假期延长、复工时间推迟，对各项经济活动形成较大影响，经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击。目前，在积极的应对措施下，疫情已逐步被控制，各项逆周期政策不断出台并落实，将确保经济增长的平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济

增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## （2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《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。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。

2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式



将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

### (3) 区域经济环境

跟踪期内，嵊州市经济保持持续发展；全市主导产业门槛较低，且以中小民营企业为主的结构也使得地区经济发展受宏观经济波动影响较大，对此全市继续积极推进制造业转型升级，但仍需较长时日。

嵊州市地处浙江省东部，隶属绍兴市，北靠杭州，东邻宁波，属长江三角洲经济区，茶叶产量名列浙江省首位、全国前茅。嵊州市地理区位优势，交通体系逐步完善，杭绍台高速即将通车，交汇于嵊州市的杭绍台高铁、甬金铁路预计分别于 2021 年底、2020 年底建成，在嵊州城南新区设有高铁站，未来铁路正式通车后，嵊州与杭州的时间距离将被缩短至半小时之内，将融入杭州、宁波和金义三大都市圈的一小时经济圈。

跟踪期内，嵊州市经济保持持续增长。经初步核算，2019 年嵊州市实现地区生产总值 589.15 亿元，同比增长 6.3%；其中第一、二、三产业增加值分别为 39.19 亿元、283.67 亿元和 266.28 亿元，增速分别为 2.3%、6.5% 和 6.6%。整体来看，嵊州市经济发展状况较好，但经济总量在绍兴市各区、县中仍处于较后的位置。

图表 2. 2016-2019 年嵊州市主要经济指标及增速（单位：%）

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	480.49	7.5	532.16	7.8	560.65	8.0	589.15	6.3
其中：第一产业增加值（亿元）	40.52	2.0	39.10	2.0	36.62	2.3	39.19	2.3
第二产业增加值（亿元）	234.56	7.6	265.00	7.9	272.16	7.9	283.67	6.5
第三产业增加值（亿元）	205.41	8.6	228.06	8.6	251.87	9.1	266.28	6.6
规模以上工业产值（亿元）	458.41	10.5	482.09	14.3	469.48	14.8	486.04	3.3
限额（500 万元）以上固定资产投资（亿元）	269.12	19.5	299.51	16.0	228.20	17.0	233.83	2.5
社会消费品零售总额（亿元）	257.23	11.9	284.50	10.6	315.23	10.8	345.17	9.5
进出口总额（亿元）	--	--	103.07	11.9	--	--	--	--
城镇居民人均可支配收入（元）	48062	8.0	52039	8.3	56360	8.3	61271	8.7

资料来源：2016-2018 年嵊州市国民经济和社会发展统计公报、2019 年数据来自嵊州市政府网站 2019 年 12 月统计信息

图表 3. 2016-2019 年绍兴市主要区县生产总值及增速（单位：亿元，%）

城市	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
柯桥区	1239.25	3.5	1360.00	7.0	1404.55	6.8	1504.27	7.6
越城区	517.81	3.1	575.10	7.2	883.44	7.5	944.08	7.6
诸暨市	1099.06	7.1	1180.02	7.0	1225.25	6.7	1312.36	7.5
上虞区	773.22	7.0	841.04	7.2	916.52	7.4	978.11	7.4
<b>嵊州市</b>	<b>480.49</b>	<b>7.5</b>	<b>532.16</b>	<b>7.8</b>	<b>560.65</b>	<b>8.0</b>	<b>589.15</b>	<b>6.3</b>

城市	2016年		2017年		2018年		2019年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
新昌县	368.46	-	393.21	7.6	421.09	7.4	451.46	6.3

资料来源：根据公开资料整理

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，2019年三大产业分别实现规模以上工业总产值115.50亿元、134.59亿元和74.75亿元，同比增速分别为-3.5%、2.1%和5.3%，其中领带服饰受经济波动和贸易摩擦影响呈现负增长，机械电机和电器厨具受环保督察、行业整治等因素影响增速有所放缓。由于部分传统产业面临技术含量较低、经济附加值不高的问题，嵊州市正在针对传统产业推进产业改造升级，如针对领带服饰产业上游的传统养蚕模式，浙江巴贝集团率先开展全龄人工饲料养蚕专用品种的选育及工厂化养蚕技术，应用自动化精准环境控制系统等数字农业技术，开展对品种、饲料、生产工艺、防病体系、环境控制、人工智能等多项技术创新，2019年巴贝集团工厂化养蚕入选全国十大颠覆性创新榜单。2019年嵊州市建成小微企业园5个，成功入围全省第二批小微企业园建设提升工作重点县市，全市规上工业增加值增长7.0%。2019年，全市战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业呈现弱势运行，分别实现规模以上工业总产值176.71亿元、217.87亿元和194.47亿元，同比增速分别为-4.1%、-1.1%和2.4%；细分行业来看，受药企搬迁停产和环保趋严因素的影响，医药和造纸全年表现不佳，2019年分别实现规上总产值17.72亿元和16.59亿元，分别下降20.1%和9.1%。但嵊州市目前主导产业规模仍较小、行业门槛较低，“低、小、散”问题突出，地方产业发展受宏观经济影响较大，行业转型升级仍需较长时日。

跟踪期内，嵊州市固定资产投资以基础设施和房地产投资为主，房地产投资的下滑对当年固定资产投资形成拖累。据初步统计，2019年，嵊州市实现固定资产投资233.83亿元，增长2.5%，其中工业投资58.01亿元，增长13.7%，房地产投资下降14.8%。

2019年，嵊州市土地市场在住宅用地出让力度加大的带动下升温，土地出让规模、出让总价和出让均价显著增长。2019年嵊州土地出让面积为285.38万平方米，同比增长109.30%，其中住宅用地出让规模增长412.85%至188.78万平方米，工业用地出让规模下降30.70%至62.01万平方米。从出让均价来看，2019年土地出让均价为3423.77元/平方米，受益于住宅用地出让规模扩大，同比增长126.23%。综合出让面积和单价，2019年全市土地出让总价为97.71亿元，增长373.63%。

图表4. 2017-2019年嵊州市土地市场交易情况

指标	2017年	2018年	2019年
土地出让总面积（万平方米）	168.39	136.35	285.38
其中：工业用地出让面积（万平方米）	54.99	89.48	62.01
住宅用地出让面积（万平方米）	97.31	36.81	188.78
商业/办公用地出让面积（万平方米）	16.09	8.53	22.61
其他用地出让面积（万平方米）	-	1.53	11.98
土地出让总价（亿元）	50.62	20.63	97.71
其中：工业用地出让总价（亿元）	2.07	3.36	4.00
住宅用地出让总价（亿元）	45.47	16.34	81.46

指标	2017年	2018年	2019年
商业/办公用地出让总价（亿元）	3.08	0.89	11.65
其他用地出让总价（亿元）	-	0.05	0.60
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>3006.05</b>	<b>1513.37</b>	<b>3423.77</b>
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	376.94	375.65	644.99
住宅用地出让单价（元/平方米）	4672.80	4438.74	4314.91
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	1911.12	1038.10	5153.72
其他用地出让单价（万元/平方米）	-	320.26	500.32

资料来源：中指数据库

根据《嵊州市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，嵊州市发展以“工业强市、实干兴市”为主要基调，积极推进经济转型升级、城市新区建设、大交通建设和嵊新协同发展，抓好经济开发区和省级高新技术产业园区建设，争取“十三五”期间百亿优势产业达到3个以上，两百亿优势产业争取1个以上，推动三大传统优势产业改造升级、新兴产业逐步发展，经济发展质量和效益逐步提升。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为嵊州市主要的基础设施建设及国有资产经营主体，承担区域内重大政府项目建设任务。公司新增商品销售板块，经营性业务范围继续拓展。公司基建项目的投入规模较大，项目结算进度较为缓慢，且未来仍有较大投资需求，存在一定的资金平衡压力。

作为嵊州市的基础设施建设及国有资产经营主体，该公司主营业务涉及市政基础设施工程、供排水业务、市场经营及商品销售等方面，其中市政工程代建和土地出让收入分别受工程结算、政府回购进度和政府规划影响年度间变动较大；为了拓宽收益渠道、增强经营稳定性，公司还通过下属企业从事多项经营性业务，不过单项业务规模通常相对较小，对收入贡献有限。2019年，公司实现营业收入14.35亿元，同比增长30.30%，增量主要来自代建项目结算以及当年新增的以建材为主的商品销售；当年公司收入来源较为分散，其中受托代建、工程施工、土地出让及商品销售业务占比分别为12.91%、16.47%、14.86%和14.65%。

图表 5. 公司 2017-2019 年营业收入及毛利率变化趋势（单位：亿元）

类别	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	17.03	100.00%	11.01	100.00%	14.35	100.00%
受托代建	12.13	71.24%	--	--	1.85	12.91%
工程施工	1.50	8.82%	3.18	28.85%	2.36	16.47%
土地出让	0.06	0.38%	2.52	22.90%	2.13	14.86%
供排水	0.77	4.50%	0.91	8.23%	1.10	7.69%
宾馆服务	0.93	5.49%	0.94	8.51%	0.84	5.84%
商品房销售	0.15	0.86%	0.08	0.73%	0.09	0.59%
砂石销售	0.25	1.45%	1.00	9.06%	0.88	6.14%
商品销售	--	--	--	--	2.10	14.65%

类别	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他	1.24	7.26%	2.39	21.73%	2.99	20.84%
<b>毛利率</b>		<b>11.95%</b>		<b>16.80%</b>		<b>20.05%</b>
受托代建		8.15%		-		18.64%
工程施工		-9.49%		28.24%		26.76%
土地出让		40.59%		-1.87%		16.67%
供排水		17.26%		17.31%		23.81%
宾馆服务		55.71%		56.92%		57.50%
商品房销售		47.20%		7.40%		18.25%
砂石销售		74.21%		-28.12%		3.61%
商品销售		--		--		0.34%
其他		20.77%		24.40%		24.88%

资料来源：嵊州投控

### (1) 代建业务

代建业务方面，该公司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高速、铁路项目出资。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并先行垫付，待项目完成竣工结算后再由市财政局分期拨付项目回购款，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%，回购期一般为 3-10 年。2019 年，公司三塘北区块道路综合提升改造工程、双塔路小学幼儿园联建项目和三塘片区供水工程等项目完成结算，合计确认代建收入 1.85 亿元，毛利率为 18.64%，已结算项目资金基本可于当年回笼。

2019 年，该公司基础设施建设项目投入 56.81 亿元，较上年增长 20.71 亿元，主要投向城南拆迁改造工程、交通基础设施建设工程等项目。公司在建基础设施项目入账“在建工程”科目，完工后转入“其他非流动资产”科目，截至 2019 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 262.07 亿元，其中已完工项目账面金额 102.65 亿元。截至 2019 年末，公司主要在建基建项目计划总投资规模 241.01 亿元，截至 2019 年末已完成投资 126.44 亿元，2020 年计划投资 50.43 亿元。公司拟建项目主要包括嵊州市天然气管道工程、2020 年市区旧住宅整治改造工程和西一路、西二路提升改造工程等，计划总投资规模 1.80 亿元。公司已完工和在建项目众多，投资规模较大，而项目结算进度滞缓，项目前期建设资金主要由公司垫付，资金压力较大。

图表 6. 截至 2019 年末公司主要在建、拟建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发周期	计划总投资	截至 2019 年末已投资额	2020 年计划投资额
城南城中村改造 <sup>1</sup>	2016.11-2022.6	61.11	41.07	10.00
农村公路改造提升工程	2018.8-2022.12	40.82	1.37	12.00
小城镇环境综合整治项目	2017.1-2020.12	25.60	18.39	7.21
527 国道黄泽至甘霖段	2017.12-2023.11	17.67	8.31	1.86
市湛头滞洪区改造工程	2016.12-2021.6	12.88	10.58	1.64
经济开发区时尚产业园市政配套工程	2015.12-2022.12	12.46	1.92	4.00
嵊州市鹿山街道棚户区改造（小佛村拆迁）项目	2018.-2020.12	12.00	6.80	5.20
经济开发区浦口区块基础设施配套工程	2015.12-2022.12	9.18	1.09	3.50
高铁站场等拆迁款	2019.1-2022.5	5.60	5.10	0.25
浦东大道至罗小线	2016.10-2022.4	5.21	4.95	0.25
杨港路东延工程	2016.12-2022.10	4.89	3.58	0.50
普田大道至浙徽路	2015.10-2022.4	4.75	2.81	0.80
甬金互通西接线	2015.4-2022.12	3.47	1.54	0.80
罗柱岙至小佛段工程	2012.9-2021.3	3.43	3.19	0.17
四明江综合治理工程	2016.8-2022.12	3.30	2.95	0.25
嵊州大道提升改造工程	2017.10-2022.10	3.07	2.21	0.11
嵊州市老城区道路提升改造工程	2017.6-2022.6	3.03	2.82	0.06
曹娥江治理工程	2013.11-2021.12	2.74	1.91	0.11
长乐江干流综合治理	2015.8--2021.12	2.73	1.60	0.16
嵊州市人才公寓建设工程	2017.11-2022.11	2.66	1.36	0.50
旧住宅区整治工程（2014-2019 年旧住宅）	2014.7-2022.7	2.30	1.99	0.09
嵊州市艇湖城市公园	2017.4-2021.6	2.11	0.90	0.97
<b>在建项目小计</b>	--	<b>241.01</b>	<b>126.44</b>	<b>50.43</b>
嵊州市天然气管道工程	2020.6-2020.11	0.50	--	0.35
2020 年市区旧住宅整治改造工程	2020.8-2020.12	0.50	--	0.35
西一路、西二路提升改造工程	2020.3-2021.12	0.80	--	0.40
<b>拟建项目小计</b>	--	<b>1.80</b>	--	<b>1.10</b>

资料来源：嵊州投控

为补充该公司项目资本金，嵊州市财政主要采取划拨财政补贴和专项资金的形式予以支持。2019 年，公司获得政府补贴 5.53 亿元，年末公司专项应付款余额为 16.01 亿元。考虑到公司在建项目投资规模较大，公司可获得的政府财政支持金额远未能达到项目投资需要，公司面临持续的资金压力，主要利用外部融资方式来保证项目投资顺利进行。

## （2）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，近年来土地开发业务规模较小，主要开发了嵊州市经开区工业用地，公司近年来的土地出让收入主要形成于自有土地转让或收回。2019 年，嵊州城投由政府收回 3 宗土地，并根据成本加成 20% 结算收入；公司当年确认土地出让收入 2.13 亿元，毛利率为 16.67%。

该公司账面上存在一定规模的土地。截至 2019 年末，公司入账存货的已有权证土地共 344 宗，土地面积合计 271.21 万平方米，账面价值 92.25 亿元；其中通过招拍挂及

<sup>1</sup> 该项目连同部分道路、管道等配套建设项目，列入 2019 年审计报告附注“在建工程”的“城南拆迁改造工程”项。

外购取得土地 173.92 万平方米，账面价值 63.12 亿元，通过政府注入取得的土地 97.29 万平方米，账面价值 29.13 亿元，均已补缴土地出让金；此外公司存货中有 7 宗土地暂未办理权证，账面价值 18.89 亿元。截至 2019 年末，公司存货中已用于抵押的土地资产账面价值为 16.20 亿元，占存货中土地账面价值比重 14.58%。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。

### **(3) 经营性业务**

#### **➤ 保障房业务**

为配合嵊州市的土地开发规划，该公司承担了嵊州市区范围内的部分安置房建设项目，主要由子公司嵊州城投开展。由于公司不具备房地产开发资质，项目建设单位由公司统一招投标确定，项目竣工验收后，由公司支付工程款。近年来建设完工的安置房项目主要为静湖雅苑，该项目位于嵊州市老城区，共建成安置房 132 套，项目于 2008 年开建，2011 年竣工，实际投入资金约 4000 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。由于近年来嵊州市知名房企的商品房供应量增大以及货币化安置的推广，静湖雅苑安置房项目销售较慢，目前仍留有 59 套房未售（成本约 1800 万元）。但受益于房价水平的提高，该项目销售均价相应由 2011 年的每平方米约 2000 元上涨至目前的每平方米约 8000 元。2019 年，公司实现商品房销售收入 0.09 亿元，毛利率为 18.25%；其中静湖雅苑销售 3 套，此外公司拍卖清理了以前年度建造的其他安置房中尚未安置的部分，增加了收入规模。截至 2019 年末，静湖雅苑项目已累计确认收入 3741.88 万元，累计结转成本 1904.35 万元。

该公司承担了嵊州市城北区块安置房工程和嵊州市城东区块安置房工程两个项目建设任务，计划总投资合计 13.79 亿元，目前均处于土建施工阶段，截至 2019 年末已投资额合计 1.03 亿元，预计于 2023 年完工，将作为定向安置房销售给拆迁户，项目内配套车位和商业物业可用于市场化销售，以弥补成本。

#### **➤ 供排水业务**

该公司供排水业务主要依托全资子公司嵊州市水务集团有限公司（简称“水务公司”）进行。公司现拥有两座自来水厂，日供水能力 18 万吨，各类口径供水管网长度为 850 公里，供水区域面积达 80 平方公里，受益人口 32 万人。污水处理主要通过公司孙公司嵊州市排水管理有限公司和绍兴市嵊新首创污水处理有限公司实施，公司现有污水处理厂 2 座，排水管网长度为 75.50 公里，一期日处理能力 15 万吨，2010 年起运营，二期日处理能力 7.5 万吨，2018 年 6 月起试运行，合计日处理能力达 22.5 万吨。

2019 年，该公司自来水费收入为 1.02 亿元，受长乐镇水厂划入以及供水价格上调影响，收入同比增长 37.23%，当年供排水业务毛利率 23.81%，受供水价格上调的影响毛利率有所提升。根据《关于同意调整城市供水价格的通知》（嵊发改价[2019]45 号），2019 年 4 月起嵊州市供水价格调整，居民生活用水价格方面，月用水量在 20 立方米以下的由 1.80 元/立方米调整为 2.00 元/立方米，月用水量在 21-30 立方米的由 2.70 元/立方米调整为 3.20 元/立方米，月用水量在 31 立方米及以上的由 3.60 元/立方米调整为 4.20 元/立

方米；未进行一户一表改造的合表用户按第一档用水量 2.00 元/立方米执行；同时非居民用水价格由 2.60 元/立方米调整为 3.40 元/立方米，特种行业用水价格由 4.00 元/立方米调整为 6.00 元/立方米。污水处理方面，2017 年 1 月，水务公司与嵊州市住建局签订了新的委托代征污水处理费协议，不再将污水处理费随供水水费一并收取，转而将收到的污水处理费全部上缴财政专户，公司根据排污量\*0.47 元/吨向财政申请补贴，计入 2019 年污水处理收入，当年公司实现污水处理收入 0.08 亿元。

**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、 一户 一表 居民	月用量小于等于20吨	2.00	0.95		2.95
	月用量大于20吨小于等于30吨	3.20	0.95		4.15
	月用量30吨以上	4.20	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。	

资料来源：嵊州投控（截至 2019 年末）

### ➤ 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及其下属嵊州市一达公路养护工程有限公司和嵊州市广电信息网络有限公司（简称“嵊州广电公司”），以及子公司嵊州城投及其下属嵊州市水联管道承装有限公司、嵊州市恒信市政建设养护有限公司、嵊州市大地园林绿化工程有限公司。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，工程竣工验收移交后确认收入。2019 年公司实现工程施工业务收入 2.36 亿元，同比减少 25.63%，主要系完工结算工程减少；同期毛利率为 26.76%。截至 2019 年末，公司主要在建工程施工项目包括越剧小镇（施家岙）污水纳管建设工程、嵊州市城乡供排水一体化工程（二期）长乐镇供水主干管工程（甘霖段）和嵊州普田大道延伸段至浙锻路连接线工程等。公司主要在建项目计划总投资 9.98 亿元，截至 2019 年末已投资 2.48 亿元。

### ➤ 砂石销售

该公司砂石销售业务目前由子公司嵊州交发及其下属嵊州市砂石资源管理有限公司（简称“砂石公司”）实施。嵊州市政府于 2014 年先后对曹娥江上游的长乐江、黄泽江、新昌江、澄潭江和剡溪采取了禁采和限制措施，并于 2016 年 9 月成立砂石公司，建立健全全市砂石资源集中开发经营模式。根据嵊政批[2017]22 号、[2017]23 号，2017 年嵊州市政府授予砂石公司河道砂石资源开采权，并将政府管辖的澄潭江、新昌江、长乐江、黄泽江等主要干支流的江道、行洪滩地砂石资源注入到砂石公司，评估价值 21.33 亿元，砂石公司由此开展砂石采集、销售业务。2019 年政府继续将嵊州市水域疏浚相关

7645.7万吨采砂资源开采权注入嵊州市水利水电发展有限公司和嵊州经开<sup>2</sup>，评估价值22.38亿元，公司整体砂石资源和经营能力进一步丰富和增强。

目前砂石公司取得了嵊州市内艇湖公园及所有开发楼盘的挖砂权，建成五百多亩砂石采选加工厂；生产经营模式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，2019年前五大客户分别为嵊州市路通水泥制品有限公司、浙江交投嵊兴矿业有限公司、嵊州市金龙混凝土有限公司、浙江宝誉建设有限公司和绍兴市永坚建筑科技有限公司。2019年，公司为提高砂石品质调整开采点，开采量有所减少，导致当年砂石销售量减少21.08%至111.27万吨；同期实现砂石销售业务收入0.88亿元，下降11.63%，毛利率为3.61%，当年主要采砂点较易开采，成本较低，同时销售价格有所提高，毛利率较上年的-28.12%明显回升。

### ➤ 其他经营性业务

除上述业务外，该公司经营业务还涉及视听维护、宾馆服务、粮食销售、摊位出租以及食品销售等，业务主要由下属各子公司开展。公司其他经营性业务单项规模较小，但近年来各业务基本保持了持续发展，业务范围继续拓展，收入相对较为稳定。

2018年该公司通过无偿划转取得嵊州广电公司100%股权，嵊州广电公司同时经营数字电视综合业务和宽带网络综合业务，2019年实现视听维护费收入0.60亿元，同比增长9.57%，毛利率为21.00%。宾馆服务业务主要来自公司经营的嵊州宾馆，2019年公司实现宾馆服务收入0.84亿元，受改扩建等因素影响同比下降10.46%，毛利率为57.50%。公司粮食销售业务主要由子公司嵊州市地方储备粮管理有限公司经营，销售的粮食种类包括早籼谷、晚粳米和小麦等；2019年实现粮食销售收入0.39亿元，同比下降15.45%，毛利率为-19.54%，收入下降及毛利亏损主要系相关政府补助未计入收入（2018年及之前有部分补助计入收入），当年公司收到粮食收储专项补助0.26亿元。摊位出租业务主要由子公司嵊州市市场发展有限公司负责运营，当前主要经营物业为浙江嵊州中国领带城、江滨市场、会展中心和服饰家纺城，2019年实现摊位出租收入0.28亿元，同比增长10.51%，毛利率为78.98%。公司食品销售业务由嵊州市益嘉配送有限公司实施，主要从事学校、政府机关等食堂粮油配送，2019年实现食品销售收入8508.51万元，毛利率为14.95%。此外，2019年公司新增商品销售业务，实施主体包括嵊州城投和嵊州市交通资产管理有限公司，主要销售商品分别为钢材和沥青，销售模式基本采用现款现货的方式。其中沥青下游客户主要包括嵊州市明嘉环境建设工程有限公司和嵊州市宏威电器有限公司等，钢材下游客户主要包括浙江省皮革塑料有限公司、浙江昊孚能源环境科技股份有限公司和浙江二轻华曜有限公司等。2019年，公司实现商品销售收入2.10亿元，毛利率为0.34%，受限于业务特征，盈利规模有限。

<sup>2</sup> 2019年嵊州市水利水电发展有限公司和嵊州经开尚未开展砂石业务，预计2020年将开展相应业务，业务模式主要为委托砂石公司进行砂石开采和销售。



## 管理

跟踪期内，该公司股东和实际控制人仍为嵊州市财政局，公司在法人治理结构、组织架构和管理制度等方面未发生重大变化。

截至 2019 年末，该公司出资人仍为嵊州市财政局。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。

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存在较大规模的资金往来情况。截至 2019 年末，公司应收嵊州市财政局往来款项 7.87 亿元，计入“其他应收款”科目；应付嵊州市财政局 7.98 亿元，计入“长期应付款”，该款项为国家开发银行通过嵊州市财政局转贷予公司的城中村改造项目款；公司通过嵊州市投资发展有限公司取得拆借款 1.41 亿元，计入“长期应付款”；此外，公司分别应收浙江交投嵊兴矿业有限公司和嵊州市浙石油综合能源销售有限公司往来款项 0.79 亿元和 0.73 亿元，计入“其他应收款”科目。2019 年，公司与浙江交投嵊兴矿业有限公司因砂石销售存在关联交易，金额为 834.56 万元。

根据该公司本部提供的 2020 年 1 月 6 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。根据嵊州南投提供的 2020 年 3 月 2 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。根据嵊州交发提供的 2020 年 3 月 2 日《企业信用报告》，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 18 笔关注类贷款<sup>3</sup>。根据嵊州城投提供的 2020 年 1 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，已结清贷款中有 3 笔欠息贷款和 17 笔关注类贷款<sup>4</sup>。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台的 2020 年 2 月 23 日信息查询结果，近年来该公司本部及核心子公司（附录三所列子公司）无其他重大不良行为记录。

## 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，其中刚性债务占比进一步提高，债务偿付压力加大；但得益于政府大量资产的注入，公司权益资本增厚，资产负债率有所下降。公司资产主要沉淀于项目投入、往来占款以及土地房产，资产流

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 根据交通银行股份有限公司绍兴嵊州支行、浙江嵊州农村商业银行股份有限公司和嵊州城投分别提供的欠息情况说明，3 笔欠息系系统原因产生，嵊州城投实际已按期支付利息。此外，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。

动性一般。公司主业盈利空间有所提升，但费用负担较重，仍主要仍依赖政府补助实现盈利。

## 1. 公司财务质量

容诚会计师事务所<sup>5</sup>对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。公司因执行新会计政策而导致变更，2019 年对公司产生影响的新会计准则及解释包括：《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）、《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号）、《企业会计准则第 7 号—非货币性资产交换》（财会[2019]8 号）和《企业会计准则第 12 号—债务重组》（财会[2019]9 号）。

2019 年，嵊州市政府将嵊州市文化发展有限公司和黄泽新农村建设有限公司无偿划入该公司，同时公司取得嵊州市物资再生有限公司剩余 50% 股权；此外公司当年新设成立 7 家子公司，包括嵊州市经济开发区艇湖新兴产业园建设有限公司、嵊州市剡溪自来水有限公司和浙江嵊兴交通建材有限公司等。截至 2019 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共有 83 家。经营性子公司的设立和划入使得公司经营业务范围有所扩大，但单项业务规模尚小，对盈利贡献有限。

## 2. 公司偿债能力

### （1）债务分析

跟踪期内，随着外部融资的增加，该公司负债规模持续扩大，2019 年末负债总额同比增长 36.85% 至 403.68 亿元，但得益于政府大量资产的注入，资产负债率较上年末下降 5.89 个百分点至 57.03%。从期限结构看，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，2019 年末长短期债务别为 239.77%，较上年末下降 33.27 个百分点。

从债务结构来看，该公司负债集中于刚性债务，也即债务增量的主要来源；2019 年末刚性债务为 367.67 亿元，同比增长 44.06%，占负债总额的比重为 91.08%，比重较上年末提升 4.56 个百分点。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，2019 年末占刚性债务的比重分别为 59.73% 和 27.24%，此外公司还通过非银金融机构发行各项非标金融产品。从期限结构看，公司刚性债务以中长期为主，2019 年末中长期刚性债务占刚性债务的比重为 72.42%。

该公司金融机构借款包括银行、融资租赁及信托借款，2019 年末金融机构借款总额为 219.62 亿元，较上年末增长 25.20%。从借款渠道看，2019 年末公司银行借款为 142.62 亿元，融资租赁借款 49.92 亿元，信托、证券公司等其他金融机构借款 27.08 亿元。从期限结构看，公司金融机构借款以长期借款（含一年内到期的长期借款）为主，占金融机构借款总额的 75.16%。从借款方式看，公司借款以保证、质押、抵押等方式为主，2019 年末保证借款余额为 154.48 亿元，占金融机构借款的比重为 70.34%，担保方主要为公

<sup>5</sup> 原名为华普天健会计师事务所（特殊普通合伙），于 2019 年 5 月变更登记为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。

司本部及下属子公司；质押借款 33.43 亿元，占比为 15.22%，质押物主要为公司银行存单；抵押借款 11.94 亿元，占比为 5.44%，抵押物主要为公司拥有的土地使用权；此外信用借款、抵押及保证借款、质押及保证借款分别为 1.29 亿元、16.68 亿元和 1.67 亿元。从借款成本看，年末公司银行借款成本一般位于为 3.50%-8.70% 区间，融资租赁、信托等其他金融机构借款成本一般位于 5.27%-9.50% 区间。从债务主体看，公司本部借款较少，主要通过发债融资，金融机构借款举债主体主要为嵊州交发、嵊州城投和嵊州经开等子公司，2019 年末子公司借款占比为 97.64%。公司刚性债务还包括长期应付款，2019 年末余额为 41.03 亿元（含一年内到期的长期应付款），主要系发行的非标金融产品。年末长期应付款中，公司通过浙江浙里互联网金融信息服务有限公司、北京金融资产交易所有限公司、浙江金融资产交易中心股份有限公司和北京恒泰普惠信息服务有限公司等发行金融产品进行融资，截至 2019 年末待偿还余额合计为 30.29 亿元；此外，国家开发银行通过嵊州市财政局转贷予公司城中村改造项目款，公司由此形成应付财政局相关款项，年末余额为 7.98 亿元；公司向嵊州市投资发展有限公司取得拆借款，年末余额为 1.19 亿元；向国开发展基金取得项目借款，余额为 0.16 亿元；向嵊州经济开发区各村镇经济合作社借款合计 1.41 亿元。以上长期应付款融资成本在 4.15%-9.98% 区间。公司还有部分刚性债务计入“其他流动负债”，包括向浙江般若资产管理有限公司、大连金融资产交易所有限公司和浙江股权服务集团有限公司等发行的短期金融产品，年末余额合计 3.41 亿元，融资成本位于 7.00%-9.50% 区间。

**图表 8. 2017-2019 年末公司金融机构借款构成情况（单位：亿元、%）**

借款方式	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信用	6.40	4.12	6.17	3.52	1.29	0.59
保证	106.64	68.71	115.57	65.88	154.48	70.34
抵押	15.81	10.19	21.47	12.24	11.94	5.44
质押	22.14	14.27	22.30	12.72	33.43	15.22
抵押及保证	3.19	2.06	5.80	3.30	16.68	7.59
质押及保证	-	-	3.28	1.87	1.67	0.76
抵押、质押及保证	1.00	0.64	0.80	0.46	-	-
地方政府债转贷资金	0.02	0.01	0.01	0.01	0.13	0.06
<b>合计</b>	<b>155.19</b>	<b>100.00</b>	<b>175.41</b>	<b>100.00</b>	<b>219.62</b>	<b>100.00</b>

资料来源：嵊州投控

除刚性债务外，该公司负债主要还由应付账款、其他应付款和专项应付款组成，2019 年末占负债总额的比重分别为 1.05%、2.44% 和 3.97%。应付账款主要为公司应付项目施工单位的工程款，2019 年末余额为 4.26 亿元，同比下降 3.42%。其他应付款主要是与嵊州市当地企事业单位的往来款，年末余额分别为 9.83 亿元，随部分款项偿付而下降 7.91%；2019 年末主要包括与嵊州市水利水电局、嵊州市三界镇人民政府财政管理小组和嵊州市鹿山街道办事处财政管理小组等的往来款，年末余额分别为 2.74 亿元、0.47 亿元和 0.42 亿元。此外，公司还有一定规模的专项应付款，形成于公司收到的建设项目政府拨款，年末为 16.01 亿元，随着项目进展拨付资金而较上年末下降 25.29%。

或有事项方面，截至 2019 年末，该公司对外担保金额为 86.90 亿元，担保比率为 28.57%；其中对嵊州市城东新城建设发展有限公司、嵊州市城南城中村改造有限公司（简

称“城南城中村公司”)和嵊州市城北建设投资发展有限公司提供的担保金额分别为 31.72 亿元、28.00 亿元和 11.10 亿元, 占比分别为 36.50%、32.22%和 12.77%。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 9. 2019 年末公司对外担保构成情况 (单位: 亿元)**

担保对象	担保金额
嵊州市城东新城建设发展有限公司	31.72
嵊州市城南城中村改造有限公司	28.00
嵊州市城北建设投资发展有限公司	11.10
嵊州市新农村建设有限公司	6.00
浙江省新昌县投资发展集团有限公司	4.00
嵊州市甘霖城镇建设投资有限公司	2.45
嵊州省级高新技术产业园区三界新农村建设有限公司	2.00
嵊州市西兴建设有限公司	0.80
嵊州市长乐镇新农村建设投资有限公司	0.35
嵊州市甘霖现代农业发展有限公司	0.30
绍兴市城市建设投资集团有限公司	0.13
嵊州市光大传播实业总公司	0.05
<b>合计</b>	<b>86.90</b>

资料来源: 嵊州投控

## (2) 现金流分析

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。2019 年, 公司业务收现情况良好, 当年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.75 亿元, 营业收入现金率为 102.82%。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, 2019 年大幅增长至 87.76 亿元, 主要系公司通过招拍挂购买较大规模土地导致现金流出大幅增加, 同时划拨土地补缴出让金流出 10.12 亿元, 此外公司增加商品贸易等业务板块也扩大了现金支出规模。公司与市属单位和政府部门经营性往来活动较为频繁, 加之一定规模的财政补贴, 2019 年其他与经营活动有关的现金收支净流入 17.54 亿元。综合影响下, 公司经营活动产生的现金流量净额为 -58.46 亿元。

投资活动方面, 该公司 2019 年基础设施建设投入有所扩大, 当年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 57.36%至 56.81 亿元, 当年投资环节现金流净额为 -58.69 亿元, 缺口较上年扩大 23.28 亿元。公司仍主要通过外部融资弥补资金缺口, 2019 年新增大量外部借款, 筹资环节现金流净流入 117.10 亿元, 同比增长 395.81%。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成。随着盈利规模的提升和利息支出的增长, 2019 年公司 EBITDA 增长 60.90%至 9.41 亿元, EBITDA 对利息支出的覆盖倍数也随之增长。但由于公司借款规模较大, EBITDA 对债务的保障程度总体较低, EBITDA 仍无法完全覆盖当年利息支出。公司非筹资性现金流难以对债务偿付提供稳定保障。

图表 10. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.32	0.56	0.79
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	30.56	3.91	-59.09
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	8.62	1.18	-18.77
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-68.83	-45.90	-118.41
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-19.42	-13.86	-37.62

资料来源：嵊州投控

### (3) 资产质量分析

受益于较大规模政府资产注入，2019 年该公司权益资本规模大幅提升，年末所有者权益总额同比增长 74.98%至 304.14 亿元；其中资本公积为 275.54 亿元，同比增长 82.64%，也为所有者权益增量的主要来源，年末资本公积占所有者权益的比重为 90.60%。从资本公积变动来看，2019 年，公司收到财政拨款增加 37.50 亿元，收到土地、房产等国有资产注入增加 58.16 亿元，股权划转增加 1.09 亿元，注入砂石资源开采权增加 22.38 亿元，注入嵊州市公共区域内的停车场特许经营权增加 1.04 亿元，注入嵊州省级高新技术产业园（三界镇）范围内的土地平整余方特许经营权<sup>6</sup>增加 8.31 亿元，此外公司部分土地被无偿收回减少资本公积 4.75 亿元。2019 年末公司未分配利润由于经营积累增长 9.04%至为 14.84 亿元。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，2019 年末为 6.06 亿元，较上年末增加 4.47 亿元，主要系当年部分房屋资产用于出租，转入投资性房地产采用公允价值计量而产生评估增值。

跟踪期内，该公司资产总额保持增长，2019 年末为 707.81 亿元，同比增长 50.98%，增量主要来自政府资产注入、项目建设投入和土地资产购置。公司资产仍以非流动资产为主，2019 年末占资产总额比重为 62.21%，较上年末提升 3.56 个百分点。

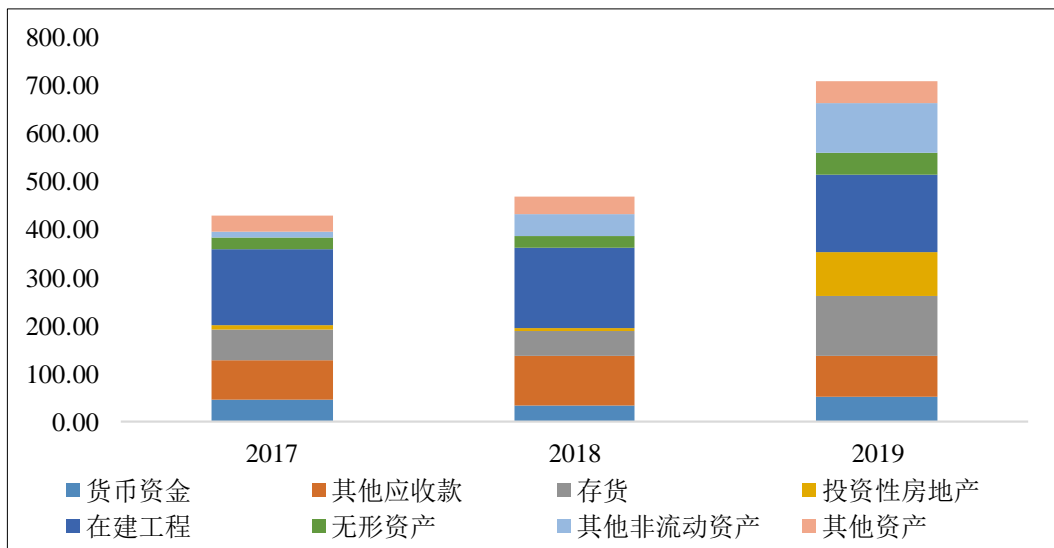
该公司流动资产 2019 年末余额为 267.51 亿元，较上年末增长 37.97%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，占年末资产总额的比重分别为 7.52%、11.98%和 17.70%。其中，公司货币资金储备较为充裕，年末货币资金余额为 53.19 亿元，由于较大规模对外融资而较上年末增长 55.27%，其中可动用货币资金 34.72 亿元。其他应收款主要由公司与市财政及市属企事业单位等资金往来形成，年末为 84.82 亿元，随部分款项回笼而较上年末减少 18.37%，主要包括公司与城南城中村公司、嵊州市城中村改造投资有限公司、嵊州市城东新城建设发展有限公司、嵊州市财政局和嵊州国资公司等单位的往来款，年末款项余额分别为 19.02 亿元、14.55 亿元、11.43 亿元、7.87 亿元和 7.24 亿元；其他应收款账龄在 1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年和 3 年以上的部分占比分别为 43.93%、23.55%、13.51%和 19.01%，部分其他应收款账龄较长，回款时间不确定。存货主要为公司拥有的土地使用权及工程施工项目投入，年末余额 125.30 亿元，较上年末增长 149.41%，主要系当年招拍挂购入土地及政府划入土地资产导致开发成本分别增加 48.28 亿元和 19.92 亿元，此外公司将当年政府注入的土地平整余方特许经营权计入库存商品，

<sup>6</sup> 本次特许经营权涉及的土地平整余方指规划范围内土地平整开挖土石方扣除合理损耗及回填后的玄武岩及砂岩（宕渣）。

导致年末存货增加 8.31 亿元；年末存货中土地使用权和工程施工项目投入金额分别为 111.14 亿元和 3.00 亿元，存货中 16.20 亿元土地使用权已抵押，变现能力受到一定限制。

2019 年末，该公司非流动资产规模为 440.30 亿元，较上年末增长 60.16%，主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成，占年末资产总额的比重分别为 12.82%、2.96%、22.52%、6.70% 和 14.50%。其中，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，2019 年末在建工程为 159.42 亿元，随着部分建设项目完工转出而较上年末减少 3.46%。公司将已完工但暂未结算的基建项目转入“其他非流动资产”科目核算，2019 年末余额 102.65 亿元，随着项目完工转入而较上年末大幅增长 121.47%。投资性房地产年末余额为 90.72 亿元，较上年末增加 83.02 亿元，主要系政府注入较大规模房产，主要为住宅和商务办公类型，建筑面积合计 122.01 万平方米；此外由于江滨市场与会展中心评估增值，公允价值增加 1.45 亿元。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 20.97 亿元，较上年末增长 30.99%，主要系政府注入水库等资产以及在建工程转入房屋所致。无形资产年末余额为 47.44 亿元，包括河道砂石资源开采权、土地使用权、采矿权和停车场收益权等，年末余额分别为 42.78 亿元、1.79 亿元、1.84 亿元和 1.02 亿元，其中停车场收益权和部分河道砂石资源开采权系当年政府注入，导致无形资产较上年末增长 92.69%。此外，长期应收款为融资租赁及信托借款保证金，年末余额为 5.79 亿元，随借款规模扩大而增长 27.58%。可供出售金融资产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，2019 年末为 9.21 亿元，随公司对外投资增加而增长 10.55%。

图表 11. 2017-2019 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：嵊州投控

#### （4）流动性/短期因素

该公司资产和负债均以中长期为主，账面流动比率较高，2019 年末为 218.17%，随着短期债务规模的快速增长而较上年末下降 20.04 个百分点。公司流动资产主要沉淀于市属企事业单位占款以及土地使用权，前者回收情况不确定，后者变现能力受当地房地产市场及政策和规划影响，流动资产总体变现能力一般。由于短期债务规模扩张，公司

现金比率及现金对短期刚性债务的覆盖程度一般，2019 年末分别为 44.77% 和 52.46%。剔除 18.48 亿元的受限货币资金后，2019 年末公司可动用货币资金为 34.72 亿元，可为即期债务的偿付提供一定缓冲。

**图表 12. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	314.26	245.20	218.17
现金比率 (%)	71.98	43.33	44.77
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	103.93	55.87	52.46

资料来源：嵊州投控

截至 2019 年末，该公司受限资产合计账面价值 49.89 亿元，占年末资产总额的 7.05%。公司受限资产主要包括质押借款及保证金受限货币资金 18.48 亿元、用于抵押借款的存货 16.20 亿元、投资性房地产 11.80 亿元和固定资产 1.99 亿元等。

**图表 13. 截至 2019 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	18.48	34.73%	借款质押、保证金
存货	16.20	12.93%	借款抵押
固定资产	1.99	9.47%	借款抵押
其他流动资产	1.00	49.47%	借款质押
投资性房地产	11.80	13.00%	借款抵押
无形资产	0.10	0.21%	借款抵押
在建工程	0.33	0.21%	借款抵押
合计	49.89	--	--

资料来源：嵊州投控

### 3. 公司盈利能力

2019 年，该公司毛利规模 2.88 亿元，同比增长 55.50%；毛利来源较分散，由工程施工、宾馆服务、自来水费和土地出让等多项业务贡献，上述业务毛利占比分别为 21.98%、16.76%、12.62% 和 12.35%。2019 年公司综合毛利率为 20.05%，较上年提高 3.25 个百分点；其中上述业务毛利率分别为 26.76%、57.50%、35.62% 和 16.67%。

该公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2019 年期间费用规模为 6.55 亿元，增长 37.20%，主要系当期财务费用随有息债务规模扩张而增长 89.65% 至 3.41 亿元，公司当年获得财政贴息 6.00 亿元，直接冲减利息支出。当年管理费用为 2.50 亿元，较上年增长 4.25%。与收入规模相比，公司期间费用发生额较大，2019 年期间费用率为 45.64%，较上年提高 2.30 个百分点。

持续的财政补助是该公司利润的重要补充，2019 年公司收到政府补助 5.53 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。此外，受益于投资性房地产评估增值，公司实现公允价值变动净收益 1.45 亿元。2019 年，公司实现净利润 2.36 亿元，同比增长 43.71%；当年总资产报酬率为 1.26%，

较上年提高 0.39 个百分点，净资产收益率为 0.99%，较上年提高 0.05 个百分点，公司资产收益水平仍较低。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司作为嵊州市重要的基建主体，承担了区域内重大政府项目建设任务。跟踪期内，公司工程施工、宾馆服务和摊位出租等原有经营性业务实现平稳发展，同时经营性业务范围继续拓展，新增商品销售等板块，主营业务收现情况良好。公司债务以中长期为主，与基建项目长周期投入的匹配度较好。受益于资产划入，公司权益资本增厚，财务杠杆有一定下降。

### 2. 外部支持因素

该公司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。2019 年，公司获得政府较大规模资产注入，年末所有者权益较上年末增长 74.98% 至 304.14 亿元，自有资本实力得以提升；当年公司收到政府补助 5.53 亿元，收到财政贴息 6.00 亿元。

该公司与多家银行保持了较好的合作关系。截至 2019 年末，公司拥有银行授信额度 229.77 亿元，其中已使用额度 185.14 亿元，尚未使用的授信额度为 44.63 亿元。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 外部担保

“14 嵊州债”及“17 嵊州债”均由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保公司”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保公司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。中投保公司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 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國投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保公司并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保公司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，中投保公司整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2019 年末，中投保公司注册资本为 45.00 亿元，国家开发投资公司为控股股东。



图表 14. 截至 2019 年 9 月末中投保公司前五大股东持股情况

序号	股东名称	持股数 (亿股)	出资比例 (%)
1	国家开发投资公司	21.24	47.20
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资 (天津) 有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计:		39.15	87.01

资料来源：中投保公司

截至 2018 年末，中投保公司经审计的合并口径资产总额为 204.53 亿元，净资产为 101.27 亿元；当年实现营业总收入<sup>7</sup>28.74 亿元，其中担保业务净收入 5.69 亿元，投资收益 22.23 亿元，净利润 18.61 亿元。2018 年中投保公司担保业务发生额为 146.19 亿元；当年末在保余额（不含受托类担保业务）为 678.98 亿元。

截至 2019 年 9 月末，中投保公司未经审计的合并口径资产总额为 220.47 亿元，净资产为 103.66 亿元；2019 年前三季度实现营业总收入 14.84 亿元，其中担保业务净收入 2.77 亿元，投资收益 10.07 亿元，净利润 5.80 亿元。2019 年前三季度中投保公司担保业务发生额为 58.67 亿元；期末在保余额（不含受托类担保业务）为 517.96 亿元。

中投保公司法人治理结构较完整，内部组织机构设置合理，各项管理制度逐步完善，实现了规范化、制度化管理。近年来中投保公司不断加强风险管理体系的建设和优化，已建立了较为完善的信用风险管理体系，并在审查、审批和保后等环节对客户信用风险进行全程监督和控制。随着担保创新业务的不断拓展以及投资业务种类的增加，中投保公司仍需持续加强风险控制能力。

2018 年，中投保公司深入业务结构调整，控制公共融资类担保业务节奏，同时随着保本投资类担保业务和公共融资类担保业务大量到期解保，其当年末担保余额显著下降；2019 年前三业务规模仍延续收缩态势。中投保公司金融产品担保占比较高，担保期限长，担保金额大，集中度偏高。随着钢贸担保业务的清理和业务结构的调整，中投保公司代偿规模大幅度下降。受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，公司追偿效果较好，整体担保资产质量仍较好。

整体来看，中投保公司提供的担保进一步增强了“14 嵊州债”及“17 嵊州债”的安全性。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，嵊州市经济保持持续发展；全市主导产业门槛较低，且以中小民营企业为主的结构也使得地区经济发展受宏观经济波动影响较大，对此全市继续积极推进制造业转型升级，但仍需较长时日。

<sup>7</sup> 营业总收入包含已赚保费、投资收益、公允价值变动收益、汇兑损益和其他业务收入。

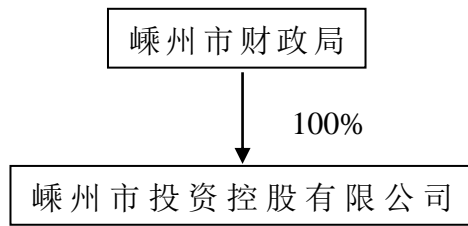
跟踪期内，该公司仍为嵊州市主要的基础设施建设及国有资产经营主体，承担区域内重大政府项目建设任务。公司新增商品销售板块，经营性业务范围继续拓展。公司基建项目的投入规模较大，项目结算进度较为缓慢，且未来仍有较大投资需求，存在一定的资金平衡压力。

跟踪期内，随着项目建设的推进，该公司负债规模快速增长，其中刚性债务占比进一步提高，债务偿付压力加大；但得益于政府大量资产的注入，公司权益资本增厚，资产负债率有所下降。公司资产主要沉淀于项目投入、往来占款以及土地房产，资产流动性一般。公司主业盈利空间有所提升，但费用负担较重，仍主要仍依赖政府补助实现盈利。此外，14 嵊州债和 17 嵊州债均由中投保公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保，可有效提高被担保债券的到期偿付安全性。

本评级机构仍将持续关注：（1）嵊州市经济发展情况、主导产业运行情况；（2）该公司代建业务后续投资以及项目结算、资金回笼情况；（3）嵊州市当地房地产市场变动情况及其对公司土地出让、土地存量价值变动的影响；（4）公司经营性业务未来运营情况；（5）公司即期债务偿付安排；（6）公司对外担保风险；（7）担保方中投保的信用质量变化情况。

附录一：

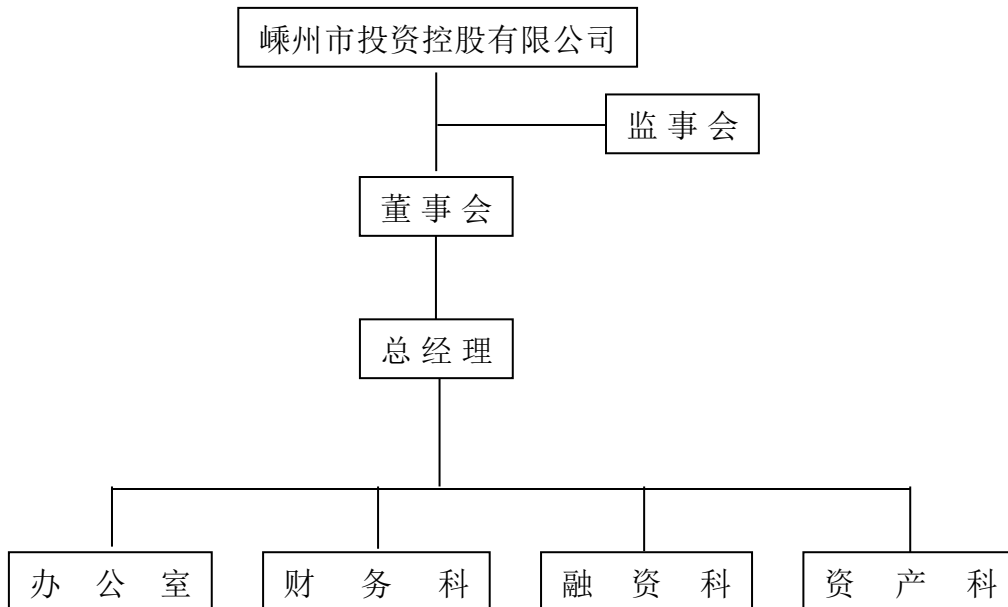
公司股权结构图



注：根据嵊州投控提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据嵊州投控提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	430.37	468.80	707.81
货币资金 [亿元]	45.44	34.26	53.19
刚性债务[亿元]	215.75	255.21	367.67
所有者权益 [亿元]	175.41	173.82	304.14
营业收入[亿元]	17.03	11.01	14.35
净利润 [亿元]	1.60	1.64	2.36
EBITDA[亿元]	4.85	5.85	9.41
经营性现金净流入量[亿元]	18.71	2.78	-58.46
投资性现金净流入量[亿元]	-60.86	-35.41	-58.69
资产负债率[%]	59.24	62.92	57.03
长短期债务比[%]	303.86	273.04	239.77
权益资本与刚性债务比率[%]	81.30	68.11	82.72
流动比率[%]	314.26	245.20	225.16
速动比率[%]	204.18	177.41	118.75
现金比率[%]	71.98	43.33	44.77
短期刚性债务现金覆盖率[%]	103.93	55.87	52.46
利息保障倍数[倍]	0.26	0.38	0.62
有形净值债务率[%]	168.24	199.62	158.36
担保比率[%]	42.07	24.27	28.57
毛利率[%]	11.95	16.80	20.05
营业利润率[%]	9.79	17.00	20.39
总资产报酬率[%]	1.00	0.87	1.26
净资产收益率[%]	1.09	0.94	0.99
净资产收益率*[%]	1.13	0.95	1.01
营业收入现金率[%]	85.92	102.53	102.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	30.56	3.91	-59.09
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	8.62	1.18	-18.77
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-68.83	-45.90	-118.41
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.42	-13.86	-37.62
EBITDA/利息支出[倍]	0.32	0.56	0.79
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.03

注：表中数据依据嵊州投控经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

附录四：

担保方中投保公司主要财务数据及指标表

项目	2016年	2017年	2018年
财务数据与指标：			
注册资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	66.64	100.29	101.27
总资产（亿元）	130.47	191.65	204.53
风险准备金（亿元）	14.96	14.48	12.97
担保业务收入（亿元）	6.81	6.49	5.69
营业利润（亿元）	8.14	8.92	20.97
净利润（亿元）	5.99	6.85	18.61
营业利润率（%）	64.14	66.82	290.55
平均资本回报率（%）	9.27	9.55	22.92
担保放大倍数（倍）	28.12	12.60	-
风险调整融资性担保放大倍数（倍）	4.06	2.39	4.25
资本充足率（%）	3.56	7.93	14.91
代偿保障率（%）	1.31	15.72	68.17
现金类资产比率（%）	2.59	9.70	12.59
担保业务：			
担保发生额（亿元）	554.22	168.30	146.19
担保余额（亿元）	1873.82	1263.98	678.98
当期担保代偿率（%）	0.15	0.07	0.00
累计担保代偿率（%）	0.11	0.10	0.10
代偿回收率（%）	45.59	54.64	-
当期代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注 1：根据中投保公司经审计的 2016-2018 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算；

注 2：2017-2018 年末，中投保公司股东权益中包括 25.15 亿元的可续期公司债券；

注 3：中投保公司根据《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融[2015]91 号）和《关于中国投融资担保有限公司开展担保业务风险分级管理的意见》（京金融[2015]126 号），加权计算风险调整融资性担保放大倍数。

附录五：

各项财务指标的计算公式

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

- 注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准
- 注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务
- 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级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。