跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1609 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持绍兴市上虞区交通投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“07虞交通债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

绍兴市上虞区交通投资有限公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
07 虞交通债	8 亿元	2007/8/9-2022/8/9	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 26 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	4.42	9.04	8.85
资产总额(亿元)	148.99	165.35	180.95
所有者权益(亿元)	86.35	92.63	95.19
长期债务(亿元)	21.75	28.36	25.12
全部债务(亿元)	46.15	55.18	57.53
营业收入(亿元)	13.57	5.00	3.77
利润总额(亿元)	3.81	1.78	2.44
EBITDA(亿元)	8.19	6.94	7.53
经营性净现金流(亿元)	6.11	2.62	-8.56
营业利润率(%)	37.01	25.70	30.94
净资产收益率(%)	5.05	2.94	3.07
资产负债率(%)	41.95	43.90	47.39
全部债务资本化比率(%)	34.79	37.03	37.67
流动比率(%)	168.81	263.98	213.22
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	7.95	7.64
经营现金流动负债比(%)	17.06	6.78	-15.57

注：其他应付款中有息部分已计入短期债务。

分析师

文 中　张 丽
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，绍兴市上虞区整体经济发展较快，财政实力较强，绍兴市上虞区交通投资有限公司（以下简称“公司”）持续得到上虞区政府的大力支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司土地出让收入大幅下降、利润对政府财政补贴依赖程度较大以及对外担保额度大等因素对公司信用状况带来不利影响。

未来随着上虞区经济的持续发展，城市交通基础设施建设投入的逐步增大，公司获得政府支持有望持续。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“07 虞交通债”由中国农业银行股份有限公司（以下简称“中国农业银行”）提供担保。经联合资信公开评级，确定中国农业银行的主体长期信用等级为 AAApi，具备很强的担保实力，有效提升了“07 虞交通债”的信用水平。

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“07 虞交通债”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，上虞区经济较快发展，地方一般预算收入进一步提高，财政实力较强。
2. 作为上虞区交通基础设施建设的投资经营主体，公司持续获得稳定资金和政策支持。
3. 跟踪期内，浙江省政府定向发行置换一般债券和专项债券，公司获得一定额度支持。
4. 中国农业银行担保实力强，能有效增强“07 虞交通债”偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，上虞区地方政府综合财力有所下降，地方政府债务率仍处于较高水平。
2. 公司土地出让收入易受整体经济环境及当地土地市场供求状况影响，2015年公司土

地出让收入大幅下降。

3. 上虞区2015年地方政府债务率很高。

4. 公司对外担保额度大，区域集中度较高且无反担保，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与绍兴市上虞区交通投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与绍兴市上虞区交通投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因绍兴市上虞区交通投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由绍兴市上虞区交通投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于绍兴市上虞区交通投资有限公司主体长期信用及“07虞交通债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

绍兴市上虞区交通投资有限公司（以下简称“公司”或“上虞交投”）是由原上虞市[1]交通局于1993年12月根据虞政办发（1993）134号批文出资组建的国有独资公司。公司于1998年4月17日在上虞市工商行政管理局注册登记，注册资本为3000万元。2003年5月14日，根据公司董事会决议和变更后的章程规定，公司增加注册资本7000万元，变更后的注册资本为10000万元。2013年8月，根据虞政办发【2013】233号和虞国资委【2013】23号文件，公司全部股权划转至绍兴市上虞区交通集团有限公司（以下简称“上虞交通集团”）。截至2015年底，公司注册资本及控股股东无变化。

公司经营范围包括交通基础建设及原辅材料销售；公路桥梁工程施工；交通信息咨询服务；政府指定地块整理、开发；房地产开发。

截至2015年底，公司资产总额180.95亿元，所有者权益合计95.19亿元（含少数股东权益0.14亿元）；2015年公司实现营业收入3.77亿元，利润总额2.44亿元。

公司注册地址：绍兴市上虞区百官街道市民大道678号第八层811-812室；法定代表人：朱国彪。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额14.3万亿元，同比增长7.8%，增幅较2014年下降1.5个百分点，整体上较为平稳；2015年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较2014年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015年，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015年中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点；除2月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为2.3万亿美元和1.7万亿美元，同比分别下降2.9%和14.2%，进、出口增速较2014年分别回落10个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增

[1] 根据绍兴市委文件（绍市委发【2013】70号）《中共绍兴市委绍兴市人民政府关于调整部分行政区划的实施意见》，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。

加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业和区域环境分析

1. 行业分析

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013

年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济环境

公司负责上虞区内的交通基础设施投资建设及管理工作。上虞区经济发展一定程度决定了公司的业务经营状况。

2015 年上虞区全年实现生产总值达 725.94 亿元，按可比价计算，同比增长 8.4%。从三大产业看：第一产业实现增加值 42.44 亿元，同比增长 2.0%；第二产业实现增加值 391.02 亿元，同比增长 8.3%；第三产业实现增加值 292.48 亿元，同比增长 9.4%。三次产业比重由 2014 年的 6.1:54.6:39.3 调整为 5.8:53.9:40.3，产业结构进一步优化。

2015 年上虞区实现工业总产值 2058.99 亿元，同比增长 7.5%，其中规模以上工业产值 1728.37 亿元，同比下降 4.1%，全省工业强区综合评价排名第七。建筑业产值 1444.81 亿元，成为全省首批六个“建筑强县（市、区）”之一。分行业看，机械装备制造业、生物医药行业、轻工纺织业、照明电器业、光伏及绿色能

源业五大支柱产业发展良好，同比分别增长9.4%、12.4%、10.9%、14.9%和35.0%。

2015年上虞区加大项目推进力度，全年计划投资500万元以上项目完成固定资产投资485.06亿元，同比增长18.6%，高出绍兴市平均增速6.5个百分点，居六县（市、区）首位。重点投向方面，工业技改投资实现261.38亿元，同比增长29.0%；基础设施投资81.28亿元，同比增长22.1%。高端项目建设顺利推进，全年完成战略性新兴产业投资145.11亿元，同比增长17.8%。

2015年上虞区全年实现地方一般预算收入51.09亿元，同比增长9.73%；其中税收收入46.19亿元，占比90.41%，收入质量较好。财政支出坚持民生福祉为先，全年完成一般公共预算支出60.01亿元，同比增长20.0%，其中民生领域共计支出45.72亿元，同比增长23.33%，占全年一般公共预算支出的76.2%。

受国有土地使用权出让收入下降的影响，2015年上虞区地方综合财力有所降低，2015年地方综合财力为81.32亿元，同比下降17.27%。2015年，上虞区地方政府债务余额117.15亿元，全部为直接债务，债务率为144.06%，较2014年略有下降，主要是地方债务下降所致。

表1　2015年上虞区地方政府财力及债务情况（单位：亿元）

地方财力	金额	地方债务	金额
（一）地方一般预算收入	51.09	（一）直接债务余额	117.15
1．税收收入	46.19	1．外国政府贷款	
2．非税收入	4.90	2．国债转贷资金	
		3．农业综合开发借款	
（二）转移支付和税收返还收入	19.42	4．国内金融机构借款	30.49
1．一般性转移支付收入	5.19	（1）政府直接借款	
2．专项转移支付收入	10.05	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	30.49
3．税收返还收入	4.18	5．债券融资	84.13
（三）国有土地使用权出让收入	10.81	（1）中央代发地方政府债券	43.83
1．国有土地使用权出让金	--	（2）由财政承担偿还责任的融资	40.30
2．国有土地收益基金		6．其他	2.53
3．农业土地开发资金		（二）担保债务余额	
4．新增建设用地有偿使用费		1．政府担保的国内金融机构借款	
（四）预算外财政专户收入	--	2．政府担保的融资平台债券融资	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	81.32	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	117.15
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	144.06%		

资料来源：公司提供

注：因绍兴市上虞区滨海新城江滨区税收收入由绍兴市财政局托管，地方一般预算收入已剔除该部分收入，故与公开披露数据存在差异。

总体看，2015年，上虞区生产总值逐步增强，全社会固定资产投资力度加大；受土地出让市场环境影响，上虞区地方综合财力较2014年大幅下降，同期政府债务负担有所下降，但债务率仍处于较高水平。

3. 区域政府支持

公司是绍兴市上虞区交通基础设施建设的投资经营主体，上虞区政府给予公司较大程度的支持。

财政补贴：根据虞政办发【2011】331号文批复，公司每年土地整理开发出让净收益不足5亿元的部分，由地方财政予以补足，并随着地

方财力的增长而逐步增加；2015年公司获得土地一级开发补贴3.71亿元（虞政发【2015】38号）。根据虞财建【2016】6号文件，2015年公司获得财政贴息2.00亿元、投资项目专项补贴0.29亿元、其他财政补贴收入0.18亿元，合计补贴6.17亿元。

税收优惠：根据虞政办发【2014】75号，对公司本部及下属子公司生产经营所涉及的营业税、所得税及相关规费的缴纳，地方留市部分予以全额奖励；根据上虞地方税务局《关于要求免征土地使用权出让收入企业所得税的请示》的复函，公司2015年取得的土地使用权出让收入作为不征税收入。此外，根据虞地税政【2003】81号文，公司2016年以前收的用于公路建设的财政补贴收入，经主管税务机关审核后，不计入应纳税所得额。

总体看，上虞区政府对公司支持力度较大。

五、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

六、经营分析

跟踪期内，公司营业收入3.77亿元，土地开发出让收入仍然为公司营业收入的主要来源，但工程施工业务收入占比大幅上升。2015年公司营业收入较2014年下降24.55%，主要是受土地出让市场环境影响，土地开发出让收入减少所致。2015年公司土地开发出让业务实现收入2.44亿元，较2014年下降46.49%；工程施工受S218东阳市上新屋至里坞段工程完工情况较好影响，收入由2014年的0.32亿元大幅增长至1.20亿元；通行费收入0.13亿元，与上年基本持平。

表2　2013~2015年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发出让	131364.09	96.83	39.80	45583.47	91.26	40.29	24411.00	64.78	52.89
工程施工	3097.52	2.28	3.60	3206.35	6.42	7.58	11995.25	31.83	3.35
通行费	1201.49	0.89	-169.66	1161.76	2.33	-484.35	1278.89	3.39	-171.73
合计	**135663.10**	**100.00**	**37.12**	**49951.58**	**100.00**	**25.98**	**37686.14**	**100.00**	**29.50**

资料来源：公司提供

2015年公司负责开发的土地用于出让的面积合计18.56万平方米，同比大幅下降88.59%，主要系上虞区域内土地市场疲软所致。出让地块主要是上虞区原卧龙厂区A地块和大三角厂区B地块，因出让地块均位于市区，平均出让价格较2014年大幅增长至3023.44元/平方米。2015年，公司新增三块工业用地（土地证编号：虞国用2014第18178、房产证曹娥街道004629、房产证曹娥街道004630），土地面积合计7.41万平方米，账面价值合计0.47亿元。

工程结算为公司对外承担交通工程施工业务，2015年结算的工程主要包括S218东阳市上新屋至里坞段改建工程、舟山市六横沙岙至涨起港公路改建工程、绍兴孙端至上虞曹娥公路上虞段工程、上虞舜耕大道西段(水果市场至春晖南引桥)、329国道上虞市区段工程、绍诸高速上虞互通九六丘工程、海宁硖许公路工程款。以上项目结算收入占2015年工程结算总收入的96.41%。

公司通行费业务主要为104国道上虞段收费项目，2015年通行费收入较2014年基本持平。

跟踪期内，公司整体毛利率为29.50%，较2014年增长3.52个百分点，主要是当期出让土地收储成本较低，公司土地开发出让业务毛利率大幅增长所致。同期，工程施工业务毛利率为3.35%，较上年有所下降，系工程施工业务管

理成本增加所致；公司通行费业务由于折旧确认营业成本较高导致仍然呈亏损状态。

公司重大投资项目进展情况

2015年公司主要工程投资项目包括：1. 上虞客运中心（汽车北站）项目，总投资5亿元，其中上虞高铁新城管委会出资2亿元，上虞旅游局出资5000万元，公司出资2.5亿元。截至2015年底，公司已投资3.00亿元；2. 绍兴孙端至上虞曹娥公路上虞段工程，建设里程约11.7公里，工程总投资3.70亿元，其中浙江省交通运输厅补助2200万元，截至2015年底公司已投资2.74亿元；3. 虞南大环线工程，工程总投资2.91亿元，截至2015年底，公司已投资2.76亿元；4. 城乡公交公路建设（“村村通公交”）工程，工程总投资1.52亿元，截止2015年底公司已投资1.00亿元；其他主要在建及拟建项目还包括百五线改建工程、五长公路改建工程等9个工程。

截至2015年底，公司在建及拟建项目总投资合计20.25亿元，已投资10.68亿元，尚需投资9.57亿元，后续投资中大部分将由公司承担，其余部分将由地方财政、管委会等单位承担。公司经营收入能保障的部分较少，后续投资压力较大。

整体看，跟踪期内，受土地出让市场环境影响，公司收入规模大幅下降，在建项目未来投资金额大，公司存在一定筹资压力。

七、募集资金项目进展情况

“07虞交通债”债券募集资金用于上虞区交通基础设施建设项目，截至2008年6月底，8亿元已全部投入项目建设。截至2015年底，募投项目具体实施情况如下：

杭甬运河绍兴段航道工程

该项目计划总投资 16.36 亿元，实际总投资 14.38 亿元，截至 2010 年底，已经完工。

上虞市虞北运河及码头船闸工程

该项目总投资预算 5.89 亿元，调整后实际总投资 3.20 亿元；跟踪期内，该项目仍处于暂停实施阶段，据虞政办【2008】第 536 号文件，拨付使用该项目债券资金 2200 万元专项用于杭甬运河上虞段工程建设。该项目实施资金由杭甬运河上虞段工程建设指挥部逐步归还。

329国道上虞市区过境段工程

该项目原概算投资 6.78 亿元，工程原计划 2010 年底完工，但由于上海世博安保和铁路“平改立”等因素导致工程于 2011 年 9 月延期完工。根据工程建设情况，该项目实际概算投资（报批中）9.64 亿元，截至 2015 年底已投资 9.27 亿元。

104国道上虞段改建工程

该项目原概算投资 4.62 亿元，竣工决算批复投资 5.08 亿元，已于 2007 年 6 月建成通车收费。

上虞市三环路工程

该项目原概算投资 7.78 亿元，实际工程总投资 4.98 亿元；已于 2008 年底完工通车，并验收合格，2010 年底完成财务竣工审计决算。

以上五个募投项目投资概算 41.43 亿元，后经调整变更为 39.26 亿元，已投资 33.69 亿元，其中计入固定资产 10.06 亿元，计入其他应收 10.76 亿元，其余 12.89 亿元为其他政府部门拨款等，暂未计入公司财务报表。

综合看，公司募集项目均已完工或处于竣工决算阶段。

八、财务分析

公司提供的 2013~2015 年财务报表已经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年公司合并范围新增 1 家子公司，为宁国市虞宁置业有限公司；考虑到新增企业的注册资本较小且当期未产生利润，对合并报表影响很小。总体看，公司财务数据的可比性强。

截至 2015 年底，公司资产总额 180.95 亿元，所有者权益合计 95.19 亿元（其中少数股东权益 0.14 亿元）；2015 年公司实现营业收入

3.77 亿元，利润总额 2.44 亿元。

1. 盈利能力

2015年公司实现营业收入3.77亿元，较2014年下降24.55%，主要是受土地一级开发收入减少所致。2015年营业收入中，土地一级开发业务、工程结算和通行费收入分别占64.78%、31.83%、3.39%，收入结构较2014年变化较大，系S218东阳市上新屋至里坞段改建工程完工情况较好、工程施工业务收入大幅增长所致。

公司对当年完工项目按照实际发生成本确认营业成本，2015年公司营业成本2.59亿元，其中土地开发出让和工程施工成本分别占43.29%和43.64%。2015年公司实现毛利润1.18亿元，扣除各项期间费用（主要是财务费用4.63亿元）后，2015年公司营业利润亏损3.76亿元。2015年公司财务费用同比增长4.08%，主要系有息借款增加所致。

2015年公司收到补贴收入6.17亿元，主要是一级土地开发补贴和财政贴息，同比增长9.92%；2015年公司投资收益为271.04万元。在补贴收入的补充下，2015年公司实现利润总额2.44亿元，整体规模较2014年增长36.79%。2015年公司计提未确认的投资损失0.49亿元，为跟踪期内下属子公司绍兴市上虞区伊林斯国道公路经营有限公司亏损，公司对其计提的投资损失。

从盈利能力指标看，2015 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为30.94%、4.94%和 3.07%，其中营业利润率和净资产收益率均较上年有所增长。

总体看，跟踪期内，受土地开发出让业务规模减少的影响，公司营业收入规模较上年度下降幅度较大，但补贴收入同比大幅增加，公司收入和利润对上虞区的土地收入及财政补贴依赖程度较大。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 14.39 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 3.72 亿元，同期现金收入比 98.60%，土地出让金回收情况较好；收到的其他与经营活动有关的现金 10.68 亿元，包括收到补贴收入、往来款和利息收入等；经营活动流出的现金 22.95 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 2.53 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金 20.37 亿元，主要是与上虞市建设发展有限公司的往来款；同期，公司经营活动现金流净额-8.56 亿元。

从投资活动来看，2015年公司投资活动现金流入0.47亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金0.27亿元，系收到的交通建设基建拨款。投资活动现金流出1.27亿元，其中投资支付的现金0.48亿元，为长期股权投资及相关部门的投资支出；2015年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅下降，主要是工程建设款0.78亿元；同期公司投资活动净现金流为-0.80亿元。

从筹资活动看，2015年公司筹资活动主要表现为取得借款和偿付本息，筹资活动现金流量净额为7.18亿元。

总体看，跟踪期内，受土地出让收到的现金大幅度减少及往来款大幅增加影响，公司经营活动现金流量净额大幅度下降；投资活动仍呈净流出状态，在建项目未来投资金额大，公司存在一定的筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 180.95 亿元，同比增长 9.44%，主要是其他应收款的增加；公司流动资产和非流动资产占比分别为64.81%和 35.19%，资产结构以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 117.26 亿元，同比增长 15.04%，其中货币资金占7.55%，其他应收款占 32.70%，存货占 59.66%。2015 年底公司货币资金 8.85 亿元，同比下降2.05%，其中银行存款 6.80 亿元、银行承兑汇

票保证金 2.04 亿元。

截至 2015 年底，公司其他应收款 38.34 亿元，同比增长 64.46%，主要是与上虞市建设发展有限公司往来款增加所致；其他债务人主要是绍诸高速上虞互通至九六丘连接线建设指挥部、329 国道上虞过境工程建设指挥部、宁波市虞宝贸易有限公司；前 5 名欠款单位合计占总额的 78.65%，集中度较高。其中按组合计提坏账准备的其他应收款占 99.95%，1 年以内的占 59.18%、1~2 年的占 5.28%，2~3 年的占 7.14%，3 年以上占 28.40%，账龄较长。公司合计计提坏账准备 0.21 亿元。公司的资金调配受上虞区政府统筹资金管理的影响，相关单位对公司资金形成一定占用，资金回收时间存在一定的不确定性。

截至 2015 年底，公司存货 69.96 亿元，同比增长 0.61%，其中开发成本 69.67 亿元（占比 99.60%）；主要包括上虞海涂世纪新丘一期（一号地块），城北 39、40、69 号地块、杭州湾工业园区东二区、杭州湾工业园区滨海新城等土地一级开发形成的资产。存货中用于抵押的土地账面价值合计 31.01 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动资产 63.68 亿元，较 2014 年底变化很小；构成仍以长期股权投资（占比 48.79%）、在建工程（占比 22.64%）、其他非流动资产（占比 13.11%）为主。

截至 2015 年底，长期股权投资 31.07 亿元，较上年同期保持相对稳定。长期股权投资主要是对浙江滨海新城开发投资股份有限公司、绍兴市曹娥江大闸投资开发有限公司、杭甬客运专线上虞段、杭甬运河上虞段建设工程指挥部及 329 国道上虞过境工程建设指挥部的投资，上述投资合计 29.60 亿元，占比 95.27%。

截至 2015 年底，公司固定资产净额 3.73 亿元，同比下降 5.37%，主要是房屋设备等的折旧；2015 年底公司在建工程 14.42 亿元，同比增长 5.00%，系新增圣道厂房建筑物所致；无形资产 5.86 亿元，同比下降 2.78%，全部为土地使用权。其他长期资产主要是公司已建设完工的道路资产，2015 年底合计 8.35 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，主要由其他应收款、存货和长期股权投资构成。土地开发收入易受当地土地出让市场影响，流动资产中其他应收款回收期限较长，资产整体流动性较弱。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 95.19 亿元，同比增长 2.62%，系未分配利润的增加；所有者权益构成较 2014 年底变化较小，仍以资金公积和未分配利润为主；公司实收资本和资本公积合计占比超过 90.00%，公司权益稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 85.75 亿元，同比增长 18.14%，主要是其他应付款的增加；受此影响，流动负债占比有所上升，为 64.13%，非流动负债占比 35.87%。

截至 2015 年底，公司流动负债 55.00 亿元，以其他应付款（占比 74.99%）和一年内到期的长期负债（占比 13.34%）为主。其中，短期借款 3.45 亿元，同比增长 138.49%，系公司新增借款所致；应付票据 2.04 亿元，同比大幅增长 368.68%，均为银行承兑汇票；其他应付款 41.24 亿元，同比增长 25.80%，系与绍兴市上虞区交通集团有限公司往来借款增长所致；一年内到期的非流动负债 7.34 亿元，同比增长 133.51%，系长期借款、上虞五水私募债、上虞交投民生债和 2012 年私募债券转入所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债 30.76 亿元，其中长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款分别占 21.69%、45.52%、14.47%、18.33%。2015 年浙江省政府定向发行置换一般债券和专项债券，由资金使用单位承担还本付息及相关费用，公司取得 4.45 亿元用于归还长期借款及应付债券。截至 2015 年底，公司长期借款 6.67 亿元，主要是抵押借款和担保借款；公司应付债券 14.00 亿元，同比下降 26.91%，系部分债券即将到期、转入一年内到期的非流

动负债所致；公司专项应付款均为基建拨款，2015 年底同比变化不大，为 5.64 亿元。

截至 2015 年底，公司全部债务规模有所上升，为 57.53 亿元，同比增长 4.25%；债务结构以短期债务为主，较 2014 年底变化较大；短期债务和长期债务分别占比 56.34%和 43.66%。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.39%、37.67%和 20.88%，资产负债率和全部债务资本化比率均较 2014 年底有所上升，主要系有息借款增加所致。

总体看，跟踪期内，公司债务水平有所上升，债务结构变化较大。

4. 偿债能力

截至 2015 年底，公司流动比率为 213.22%，较 2014 年底有所下降，速动比率为 86.02%，较 2014 年底略有上升。同期受经营活动现金流量净额大幅减少影响，公司经营现金流动负债比由上年的 6.78%下降至-15.57%，经营活动现金流净额对流动负债不具备保障能力；公司现金类资产 8.85 亿元，是同期短期债务的 0.27 倍。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为 7.53 亿元，全部债务/EBITDA 为 7.64 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。考虑到公司作为上虞区交通设施投资和经营主体，持续获得上虞区政府的支持，有利于增强公司整体偿债能力。

截至 2015 年底，公司对外担保合计 27.64 亿元，担保比率 21.75%，被担保单位主要包括上虞市宏达公路建设有限公司（4.64 亿元）、绍兴市上虞区交通资产经营有限公司（2.65 亿元）、上虞市城中村改造投资开发有限公司（3.50 亿元）、浙江省上虞汽车运输有限公司（8.61 亿元）等上虞区域内的国资经营主体。总体看，公司担保额度较大，被担保企业较集中且无反担保，公司存在一定或有负债风险。

截至2015年底，公司共获得各级银行授信合计25.49亿元，未使用的额度为6.00亿元；公司对外融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201505200079741561），截至 2016 年 7 月 15 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及上虞区区域及财力状况、上虞区政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、债券偿还能力分析

公司于2007年发行企业债券8亿元（以下简称“07虞交通债”），期限为15年，采用固定利率，计息方式为每年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2015年公司经营活动产生的现金流入量为14.39亿元，为“07虞交通债”本金8亿元的1.80倍；经营活动产生的现金流量净额为负，对“07虞交通债”本金的偿付不具备保障能力。2015年公司EBITDA是“07虞交通债”的0.94倍。总体看，2015年度公司经营活动现金流入量对“07虞交通债”的覆盖程度一般。

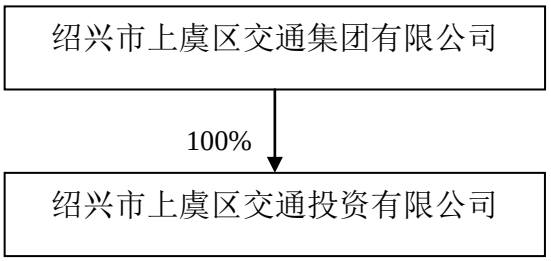
十、担保能力分析

公司 2007 年 8 月 9 日发行的 8 亿元企业债券由中国农业银行提供无条件不可撤销连带责任担保，经联合资信公开评级，中国农业银行主体长期信用等级为 AAApi。中国农业银行担保实力强，有效增强了本期债项偿付的安全性。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“07虞交通债”AAA的信用等级。

附件 1　公司股权结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.42	9.04	8.85
资产总额(亿元)	148.99	165.35	180.95
所有者权益(亿元)	86.35	92.63	95.19
短期债务(亿元)	24.40	26.83	32.41
长期债务(亿元)	21.75	28.36	25.12
全部债务(亿元)	46.15	55.18	57.53
营业收入(亿元)	13.57	5.00	3.77
利润总额(亿元)	3.81	1.78	2.44
EBITDA(亿元)	8.19	6.94	7.53
经营性净现金流(亿元)	6.11	2.62	-8.56
财务指标			
销售债权周转次数(次)	268.47	122.55	67.10
存货周转次数(次)	0.44	0.07	0.04
总资产周转次数(次)	0.18	0.03	0.02
现金收入比(%)	145.23	100.78	98.60
营业利润率(%)	37.01	25.70	30.94
总资本收益率(%)	6.00	4.85	4.94
净资产收益率(%)	5.05	2.94	3.07
长期债务资本化比率(%)	20.09	23.41	20.88
全部债务资本化比率(%)	34.79	37.03	37.67
资产负债率(%)	41.95	43.90	47.39
流动比率(%)	168.81	263.98	213.22
速动比率(%)	61.32	83.90	86.02
经营现金流动负债比(%)	17.06	6.78	-15.57
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	7.95	7.64

注：其他应付款中有息部分已计入短期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级