信用等级公告

联合〔2020〕1649 号

联合资信评估有限公司通过对绍兴市上虞区交通投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持绍兴市上虞区交通投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“07 虞交通债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十二日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.ihratings.com

绍兴市上虞区交通投资有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
07 虞交通债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
07 虞交通债	8.00 亿元	8.00 亿元	2022/08/09

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

跟踪评级时间：2020 年 6 月 22 日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	6
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子集
政府支持				3

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

评级观点

绍兴市上虞区交通投资有限公司（以下简称“公司”）是浙江省绍兴市上虞区重要的交通基础设施项目投资建设主体，主要从事交通基础设施建设、工程施工等业务。跟踪期内，公司资产规模和所有者权益规模有所增长，并继续得到上虞区政府在资本金注入及财政贴息等方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司2019年收入及盈利大幅下降、利润总额对投资收益依赖大、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“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”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中国农业银行主体长期信用等级为AAA_{pi}，其担保显著提升了“07 虞交通债”的偿付安全性。

未来随着上虞区经济的持续发展，交通基础设施建设投入仍将继续增加，公司业务有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“07虞交通债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，上虞区经济持续增长，财政实力不断增强。2019 年上虞区地区生产总值为 978.11 亿元，同比增长 7.4%，实现一般预算收入 89.52 亿元，同比增长 8.3%，公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内，公司获得上虞区政府在资本金注入及财政贴息等方面的有力支持。
3. 跟踪期内，公司所有者权益规模增长，债务负担有所下降。

分析师： 文 中　陈铭哲

邮箱： 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）

网址： www.lhratings.com

4. 中国农业银行为“07虞交通债”提供的担保能有效提升债券的偿付安全性。

关注

1. 2019 年，公司收入及利润总额较 2018 年大幅下降，利润对投资收益依赖程度高，整体盈利能力很弱。
2. 公司资产中存货、其他应收款和其他非流动资产占比较高，存货中部分土地资产进行了抵押，其他应收款和其他非流动资产对资金形成占用，资产流动性较弱。
3. 公司短期债务占比提升明显，短期偿债压力较大。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	6.62	9.27	16.58
资产总额（亿元）	179.10	239.55	261.75
所有者权益（亿元）	99.57	151.63	177.62
短期债务（亿元）	35.37	36.43	48.88
长期债务（亿元）	35.11	36.23	16.19
全部债务（亿元）	70.47	72.66	65.06
营业收入（亿元）	4.08	2.55	0.85
利润总额（亿元）	0.03	0.74	0.06
EBITDA（亿元）	1.69	2.46	1.70
经营性净现金流（亿元）	0.33	1.80	-0.88
现金收入比（%）	104.50	112.66	132.51
营业利润率（%）	37.36	28.94	30.40
净资产收益率（%）	0.02	0.48	0.03
资产负债率（%）	44.41	36.70	32.14
全部债务资本化比率（%）	41.45	32.40	26.81
流动比率（%）	285.16	345.07	268.51
速动比率（%）	110.67	102.47	86.28
经营现金流动负债比（%）	0.83	3.82	-1.41
现金短期债务比（倍）	0.19	0.25	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	1.24	1.18	0.90
全部债务/EBITDA（倍）	41.78	29.54	38.30
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	162.25	220.61	243.47
所有者权益（亿元）	99.97	152.58	178.60
全部债务（亿元）	55.88	53.91	49.33
营业收入（亿元）	2.84	1.82	0.04
利润总额（亿元）	0.34	1.20	0.05
资产负债率（%）	38.39	30.84	26.64
全部债务资本化比率（%）	35.86	26.11	21.64
流动比率（%）	425.56	518.38	389.85
经营现金流动负债比（%）	1.17	5.65	-0.38

注：其他应付款、其他流动负债及长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
07 虞交通债	AAA	AA	稳定	2019/06/18	文中 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
07 虞交通债	AAA	AA	稳定	2014/06/26	王玮 陈丹	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文
07 虞交通债	AAA	AA$^-$	稳定	2013/10/30	王玮	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文
07 虞交通债	AAA	A$^+$	稳定	2012/11/06	张丽	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文
07 虞交通债	AAA	A	稳定	2007/5/11	张成 张琢	债券资信评级方法（2003）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由绍兴市上虞区交通投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

绍兴市上虞区交通投资有限公司2020年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于绍兴市上虞区交通投资有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为10000.00万元，唯一股东是绍兴市上虞区交通集团有限公司（以下简称“上虞交通集团”），实际控制人为绍兴市上虞区国有资产监督管理委员会（以下简称“上虞区国资委”）。

截至 2019 年底，公司资产总额 261.75 亿元，所有者权益 177.62 亿元；2019 年公司实现营业收入 0.85 亿元，利润总额 0.06 亿元。

跟踪期内，公司注册地址变更为：浙江省绍兴市上虞区百官街道称山北路 306 号上虞客运中心行政楼 1101 室；法定代表人：朱国彪。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券“07 虞交通债”债券余额为 8.00 亿元，详情见表 1。跟踪期内，公司已按约定支付“07 虞交通债”当期利息。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
07 虞交通债	8.00	2007-08-09	15	5.73

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“07虞交通债”募集资金全部用于上虞区交通基础设施建设项目，截至2019年底，募集资金已按计划使用完毕；募投项目中，除上虞市虞北运河及码头船闸工程处于暂停实施阶段外，其余募投项目均已投资完成并投入使用。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对

欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更

趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形

势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务

增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投

企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，上虞区经济及财政实力均有所增强，产业结构持续优化，上虞区政府债务负担一般，公司发展的外部环境良好。

根据《2019 年绍兴市上虞区国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年上虞区实现地区生产总值 978.11 亿元，按可比价计算增长 7.4%，增幅高于绍兴市 0.2 个百分点。按户籍人口计算，人均生产总值 125412 元，增长 7.5%。分产业看，第一产业实现增加值 49.70 亿元，增长 2.3%；第二产业实现增加值 504.96 亿元，增长 6.9%；第三产业实现增加值 423.45 亿元，增长 8.7%。三次产业比重由上年的 5.1:52.7:42.2 调整为 5.1:51.6:43.3。

2019 年，上虞区固定资产投资增长 11.1%，其中民间项目投资、交通运输投资、生态环境和公共设施投资、高新技术产业投资分别增长 29.4%、34.2%、23.5%和 49.9%。

2019 年，上虞区综合交通建设实施类项目 10 个，完成投资 28.05 亿元。推进美丽乡村公路建设，完成提升改造 50 公里，累计完成美丽经济交通精品示范走廊 118 公里。“公交优先”提质提效，优调公交线路 19 条、新增城乡夜公交 3 条，新增清洁能源公交车 30 辆，新建（改造）公交候车亭 30 座。

根据《关于绍兴市上虞区 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算草案的报告》：2019 年，上虞区实现一般预算收入 89.52 亿元，同比增长 8.3%，其中税收收入 75.67 亿元，税收收入占比为 84.53%；一般预算支出为 104.48 亿元，财政自给率为 85.68%，自给率较高。同期，上虞区获得转移性收入 47.79 亿元，政府性基金收入 93.75 亿元。

截至 2019 年底，上虞区地方政府债务限额 138.08 亿元，余额 137.97 亿元，其中一般债务 38.17 亿元、专项债务 99.80 亿元。上虞区政府债务负担一般。

六、基础素质分析

公司是上虞区重要的交通基础设施项目投资建设主体，跟踪期内继续得到上虞区政府的支持。

跟踪期内，公司获得财政贴息 3.31 亿元，冲减“财务费用”；根据虞财办〔2019〕38 号文件，上虞区政府将前期拨付公司的债券置换资金注入公司，公司所有者权益增加 14.50 亿元，计入公司“资本公积”，同时冲减“长期应付款”；公司收到财政补贴 0.02 亿元，系对河道项目进行补助，公司计入“其他收益”科目。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社

会信用代码：91330604146128795 2），截至 2020 年 5 月 7 日，公司本部无未结清的关注类或不良类信贷记录，近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司不再承担土地开发职能，受此影响，公司营业收入大幅下降，收入主要来自于工程施工和过闸费收入。受收入结构调整及工程施工毛利大幅上升影响，公司综合毛利率有所提升。

2019年，公司实现主营业务收入0.84亿元，同比下降66.40%，主要系2019年未实现土地一级开发收入所致。跟踪期内，工程施工成为公司主要收入来源，占公司主营业务收入的比重为73.30%。2019年，公司工程施工收入为0.61亿元，同比增加21.60%，主要系中标项目施工进度有所加快所致；2019年，公司国道通行费业务停止收费，并停止确认通行费业务收入及成本；同期，公司船闸通行费同比增长20.23%，主要系船只通行量增加所致。

2019年，公司主营业务毛利率为32.23%，较上年上升3.88个百分点，主要系工程施工业务毛利大幅上升，且不再确认亏损严重的国道通行费业务成本所致。

表4　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	17793.24	71.37	48.23	--	--	--
工程施工	5049.70	20.25	9.99	6140.92	73.30	19.42
国道通行费	583.62	2.34	-483.88	--	--	--
检测费收入	158.56	0.64	100.00	196.56	2.35	100.00
过闸费收入	1347.35	5.40	48.08	1619.89	19.34	57.31
其他	--	--	--	420.21	5.02	91.13
合计	**24932.47**	**100.00**	**28.35**	**8377.58**	**100.00**	**32.23**

注：其他收入主要为公司房屋租赁收入；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司业务结构变动较大。2019年，公司不再开展土地开发业务，导致收入规模大幅下降；公司工程施工业务在手订单规模有所下降；交通基础设施建设业务近年来未确认收入。公司拟建项目投资规模较大，面临一定投资压力。

土地一级开发

2019年，上虞区政府对下属国有企业职能及业务范围进行了调整，公司不再负责开展土地一级开发业务。截至2019年底，公司已开发土地已出让完毕，无正在整理的土地。

交通基础设施建设

公司交通基础设施建设项目业主方主要为绍兴市上虞区建设发展有限公司（以下简称“上虞建发”，系上虞区财政局全资子公司），公司作为受托方负责项目的具体实施，资金由公司自筹，双方根据最终审核认定的工程支出办理核算，上虞建发向公司支付最终审核确认的工程成本费用总额，并额外支付工程费用总额的15%作为公司的代建收益。公司在建基础设施建设项目计入“在建工程”，待完工后转入“其他非流动资产”，截至2019年底，公司交通基础设施建设业务共投入33.65亿元。由于相关项目尚未达到收入确认条件，公司近年无因该项业务而形成的营业收入。

截至2019年底，公司主要的未完工在建项目1个，为曹娥江上浦船闸及航道工程；拟建项目3个，为329国道上虞盖北至道墟段改建工程、杭绍台铁路上虞南站站前广场建设工程和南北中心大道（人民大道至江东北路）快速路工程；公司在建及拟建项目总投资51.48亿元，尚需投资50.65亿元。公司上述在建及拟建项目资金来源主要为专项债资金、财政资金，不足部分由公司自筹。公司拟建项目投资规模较大，面临一定投资压力。

表6　截至2019年底公司主要在建及拟建基础设施建设项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	尚需投资	资金来源
曹娥江上浦船闸及航道工程（在建）	6.25	5.42	申报专项债及上级补助
329国道上虞盖北至道墟段改建工程（拟建）	27.62	27.62	申报专项债及财政保障
杭绍台铁路上虞南站站前广场建设工程（拟建）	5.14	5.14	申报专项债，不足部分自筹
南北中心大道（人民大道至江东北路）快速路工程（拟建）	12.47	12.47	自筹
合计	**51.48**	**50.65**	

注：不含已完成投资但未进行竣工结算的项目

工程施工业务

公司工程施工业务主要由子公司浙江金衢交通工程有限公司（以下简称“金衢公司”）负责。

工程施工业务模式为：金衢公司通过公开招投标方式获取项目，根据施工进度对工程进行核算，并根据施工协议中工程款计量支付条款，上报计量支付报表（附进度报表、工程量确认单、变更资料等相关签证文件），由监理核实后报业主单位审批支付工程款。账务处理方面，金衢公司将该类项目的投资支出计入“存货”科目，并根据与业主单位的计量结算单确认收入，同时结转存货计入成本。

2019年，公司工程施工板块实现收入0.61亿元，全部为公司通过招投标等流程中标的项目收入，同比上升21.60%，系2019年工程进度较快，按完工百分比法结转收入较多所致；毛利率为19.42%，较上年提高9.43个百分点，主要系当年确认收入项目毛利率较高所致。跟踪期内，公司结算的工程包括西上线县道路面改造、县道西北章吴至北林场路段提升改造、百官街道三村至曹娥街道一村道路连通工程等。

截至2019年底，公司通过招投标流程中标的项目共8个，合同金额为0.40亿元，已完成投资0.32亿元。

其他业务

公司其他业务收入主要是过闸费收入、房屋租赁收入等。

2019年9月起，根据虞财办〔2019〕36号及虞常务口〔2019〕43号等文件，杭甬运河上虞段船闸停止收费，公司船闸业务不再形成收入；上虞段船闸后续经费保障采用“政府购买服务模式”，由区财政局财政预算中安排保障，按月支付，初步确定保障标准为1.00元/吨。2019年公司过闸费收入有所增长，主要系前三季度公司过闸费收入增幅较大所致。

2019年，公司新增房屋租赁业务，由多家子公司独立运营，主要收入来自于上虞客运中心的经营性出租收入，当年实现租赁费用385.71万元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司合并范围包括8家子公司。跟踪期内，公司合并范围并未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至2019年底，公司资产总额261.75亿元，所有者权益177.62亿元；2019年公司实现营业收入0.85亿元，利润总额0.06亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，公司

资产中存货、其他应收款和其他非流动资产占比较高，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 261.75 亿元，较 2018 年底增长 9.27%，主要系公司长期股权投资和货币资金增加所致。其中，流动资产占 64.31%，非流动资产占 35.69%，公司资产构成以流动资产为主，较上年底变动不大。

表 6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**162.30**	**67.75**	**168.33**	**64.31**
货币资金	8.89	3.71	16.32	6.24
其他应收款	38.87	16.22	37.40	14.29
存货	114.11	47.63	114.24	43.65
非流动资产	**77.25**	**32.25**	**93.42**	**35.69**
可供出售金融资产	16.47	6.88	16.87	6.44
长期股权投资	20.31	8.48	33.95	12.97
其他非流动资产	23.52	9.82	24.41	9.32
资产合计	**239.55**	**100.00**	**261.75**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司流动资产 168.33 亿元，较 2018 年底增长 3.71%，主要系货币资金增长所致，构成较上年变动不大，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2019 年底，公司货币资金 16.32 亿元，较 2018 年底增长 83.54%，主要系公司融资增加所致，无受限货币资金。2019 年底，公司其他应收款 37.40 亿元，较 2018 年底下降 3.77%；前五名欠款单位欠款合计 28.60 亿元，占其他应收款的 76.43%，集中度较高；其他应收款多为公司与上虞区政府单位或平台公司的往来款，回款风险较低，但对资金形成较大占用；累计计提坏账准备 0.01 亿元。2019 年底，公司存货 114.24 亿元，较 2018 年底变动不大，公司存货主要为土地资产，未计提存货跌价准备，未来变现存在一定不确定性。

表 7　2019 年底公司其他应收款前 5 名情况

（单位：亿元、%）

欠款方	金额	占比
绍兴市上虞区建设发展有限公司	17.93	47.92
绍诸高速上虞互通至九六丘连接线工程指挥部	3.70	9.89
绍兴孙端至上虞曹娥公路工程建设指挥部	3.09	8.26
杭甬运河上虞段工程建设指挥部	1.77	4.74
虞南大环线工程建设指挥部	2.10	5.62
合计	**28.60**	**76.43**

资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司非流动资产 93.42 亿元，较 2018 年底增长 20.93%，主要系长期股权投资增加所致，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、在建工程及其他非流动资产构成。2019 年底，公司可供出售金融资产 16.87 亿元，较 2018 年底变动不大，主要为对绍兴市曹娥江大闸投资开发有限公司（5.67 亿元）、杭甬运河上虞段建设工程指挥部（2.75 亿元）等单位的投资。2019 年底，公司在建工程为 9.25 亿元，均为基础设施及公路建设工程，较 2018 年底增长 19.66%，系工程持续投入所致。2019 年底，公司长期股权投资 33.95 亿元，较 2018 年底增长 67.14%，主要系公司将持有的浙江滨海新城开发投资股份有限公司（以下简称“滨海新城”）38.73%股权置换为绍兴滨海新城发展集团有限公司 30.00%股权[1]，增加长期股权投资 12.11 亿元。2019 年底，公司其他非流动资产 24.41 亿

[1] 根据《中共绍兴市委办公室绍兴市人民政府办公室关于印发<绍兴滨海新城发展集团有限公司组建实施方案>的通知》（绍市委办发〔2019〕38 号）、《绍兴市人民政府办公室关于同意加快推进滨海新城发展集团有限公司组建的复函》（绍政办发函〔2019〕47 号）和上虞区国资委《关于同意绍兴市上虞区交通集团有限公司出资组建绍兴滨海新城发展集团有限公司的批复》等文件，公司以原持有的滨海新城（曾用名：浙江滨海新城开发投资股份有限公司）38.73%股权出资组建滨海新城集团，完成对滨海新城集团的出资后，公司对滨海新城集团的持股比例为 30%。公司对滨海新城集团的投资按权益法核算并在长期股权投资列示。

元，主要为公司已建设完成的基础设施项目成本，较 2018 年底变动不大。

2019 年底，公司受限资产账面价值合计 15.51 亿元，占资产总额的 5.93%。其中无形资产和存货中受限土地使用权账面价值分别为 0.18 亿元和 15.33 亿元，均用于借款抵押。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模有所增加，债务规模有所下降，短期债务占比明显提高，短期偿付压力有所增加。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益177.62亿元，较上年底增长17.14%，主要系资本公积增加所致，构成以资本公积（占87.82%）和未分配利润（占11.22%）为主，资本公积占比有所增加。

2019年底，公司资本公积为155.98亿元，较上年同期增长18.66%，主要系：①公司根据虞财办〔2019〕38号文件把将政府拨付的债券置换资金调整至权益，增加资本公积14.50亿元；②公司将所投资滨海新城38.73%股权置换为绍兴滨海新城发展集团有限公司30.00%股权，增加资本公积12.11亿元。

负债

2019 年底，公司负债总额 84.13 亿元，较 2018 年底下降 4.32%，主要系公司长期应付款减少所致。其中流动负债占 74.52%，占比较 2018 年底有所提升。

2019 年底，公司流动负债 62.69 亿元，较 2018 年底增长 33.28%，主要来自短期借款及其他应付款的增长，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2019 年底，公司短期借款 13.07 亿元，较 2018 年底增长 51.27%，其中抵押借款 1.98 亿元、保证借款 9.53 亿元、质押借款 1.56 亿元。2019 年底，公司其他应付款 38.31 亿元，较 2018 年底增长 27.06%，系暂借款增长所致，主要包括暂借款（占 98.21%）和保证金（占 1.71%），其中有息部分 24.91 亿元已调整至有息债务核算，借款方主要为上虞交通集团内企业及绍兴市上虞区宏达公路建设有限公司（绍兴市上虞国控实业集团有限公司全资子公司）。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.92 亿元，较 2018 年底下降 18.59%，主要系公司偿还一年内到期的应付债券所致。2019 年，公司新增其他流动负债 3.99 亿元，主要系长期应付款中一年内到期的 1.99 亿元借款及 2.00 亿元融资租赁款转入，已调整至有息债务核算。

2019 年底，公司非流动负债 21.44 亿元，较 2018 年底下降 47.57%，主要系长期借款及长期应付款下降所致。公司非流动负债主要由应付债券（占 37.16%）和长期应付款（占 60.51%）构成。

2019 年底，公司长期借款 0.50 亿元，较 2018 年底下降 88.69%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。2019 年底，公司应付债券为 7.97 亿元，较 2018 年底下降 19.90%，系“2017 苏上虞交通 ZR001 债券”重分类至一年内到期的非流动负债所致。2019 年底，公司长期应付款 12.97 亿元，较 2018 年底下降 51.09%，主要系 14.50 亿元债券置换资金调整至资本公积所致；其中专项应付款 5.25 亿元，为公司收到的财政拨款。长期应付款中有息部分 7.72 亿元已调整至长期债务核算，主要为公司的信托融资款及融资租赁款，融资成本在 5%-9%之间。

2019年，公司短期借款、拆借款、融资租赁款等有息债务规模有所增加，但由于原计入长期债务中债券置换资金调整至资本公积核算，2019年底，公司全部债务为65.06亿元，较2018年底下降10.46%；有息负债中短期债务占比提升至75.13%。

表 8　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	36.43	48.88
长期债务	36.23	16.19
全部债务	72.66	65.06
长期债务资本化比率	19.28	8.35
全部债务资本化比率	32.40	26.81
资产负债率	36.70	32.14

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从债务指标上看，2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所下降，分别为 32.14%、26.81%和 8.35%，公司整体债务负担尚可，但债务结构有待优化。

4. 盈利能力

跟踪期内，受不再开展土地整理业务影响，公司营业收入和利润大幅下降，利润对投资收益依赖程度高，整体盈利能力很弱。

2019 年，公司实现营业收入 0.85 亿元，同比下降 66.54%，主要系公司当年未实现土地整理业务收入所致。2019 年，公司营业利润率为 30.40%，同比上升 1.46 个百分点。

表 9　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	2.55	0.85
投资收益	1.84	1.65
利润总额	0.74	0.06
营业利润率	28.94	30.40
总资本收益率	0.96	0.56
净资产收益率	0.48	0.03

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年为 1.90 亿元，同比变动不大。

2019 年，公司获得投资收益 1.65 亿元，主要为权益法下确认的对滨海新城的投资收益。滨海新城主要收入来源为嘉绍大桥通行费收入，嘉绍大桥于 2013 年 7 月正式通车，2019 年实现通行费收入 9.95 亿元，且嘉绍大桥自 2015 年起不再计提折旧，成本仅为日常维护费用，收费业务毛利率较高。

2019 年，公司实现利润总额为 0.06 亿元，对投资收益依赖程度高。从主要盈利指标看，由于土地整理业务未开展，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率均明显下降，分别为 0.56%和 0.03%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流规模小；受公司基础设施投入影响，投资活动为净流出，公司投资支出及债务偿还主要依赖筹资活动。

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入 1.25 亿元，同比下降 71.55%，主要系收入下降及往来款减少所致；公司经营活动现金流出 2.13 亿元，同比下降 41.92%，主要是支付保证金减少所致。2019 年，公司经营活动现金流量净额为-0.88 亿元。

从收入实现质量看，2019 年，公司现金收入比为 132.51%，收入实现质量良好。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	4.38	1.25
经营活动现金流出	2.58	2.13
经营活动净现金流	1.80	-0.88
现金收入比	112.66	132.51
投资活动净现金流	-2.99	-3.03
筹资活动净现金流	1.20	13.91

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2019年公司无投资活动现金流入；公司投资活动现金流出为3.03亿元，同比有所减少，主要系公司道路等基础设施建设支出减少所致。2019年，公司投资活动现金流量净额为-3.03亿元。

从筹资活动看，公司主要通过借款方式筹集资金，2019年公司筹资活动现金流入39.83亿元，同比增加118.02%，主要系公司取得拆借款、银行借款、开展融资租赁业务筹资增加所致。同期，公司筹资活动现金流出量为25.91亿元，同比增长51.81%，主要系公司还本付息增加所致。2019年，公司筹资活动现金流量净额为13.91亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标有所弱化，长短期偿债能力指标较弱，考虑到上虞区政府给予公司的各项支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，受流动负债增加影响，2019年底公司流动比率、速动比率有所下降，分别为268.51%和86.28%。2019年，公司

经营活动净现金流为负，对流动负债无保障能力；现金短期债务比为0.34倍，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为1.70亿元，全部债务/EBITDA为38.30倍，EBITDA利息倍数为0.90倍，公司长期偿债能力较弱。

截至2019年底，公司对外担保余额17.46亿元（担保明细见附件2），担保比率为9.83%，被担保单位均为上虞区内国有企业，公司均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

截至2019年底，公司共获得银行授信额度33.96亿元，已使用额度28.54亿元，尚未使用额度5.42亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，公司母公司资产总额占合并口径的比例大，对合并口径营业收入的贡献小，母公司收入及利润大幅下降，债务负担有所减轻。

2019年底，母公司资产总额为243.47亿元，占合并口径资产总额的93.02%，主要由存货（113.57亿元）、其他应收款（48.32亿元）和长期股权投资（38.82亿元）构成，较2018年底上升10.36%，主要系长期股权投资增加所致。

2019年底，母公司所有者权益为178.60亿元，较2018年底上升17.06%，主要系资本公积增加所致。

2019年底，母公司负债总额为64.86亿元，主要由其他应付款、长期应付款等构成，较2018年底下降4.66%。2019年底，母公司资产负债率为26.64%，较2018年底下降4.20个百分点。受长期应付款转至资本公积影响，公司债务负担有所下降。

2019年，由于母公司未实现土地整理业务收入，其营业收入同比大幅下降97.88%至0.04亿元，占公司合并收入比例下降至4.52%；利润总额大幅下降96.20%至0.05亿元。

十、存续债券偿还能力

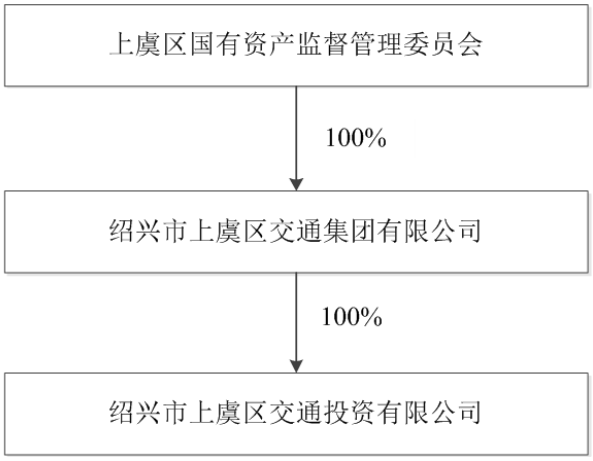
截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“07虞交通债”，债券余额8.00亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为1.70亿元、1.25亿元和-0.88亿元，分别为“07虞交通债”债券余额的0.21倍、0.16倍和-0.11倍。

考虑到公司作为上虞区交通基础设施项目的投资建设主体，外部支持力度较大；同时“07虞交通债”由中国农业银行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中国农业银行主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定，其对“07虞交通债”的担保显著提升了“07虞交通债”的安全性，“07虞交通债”到期不能偿付的风险极低。

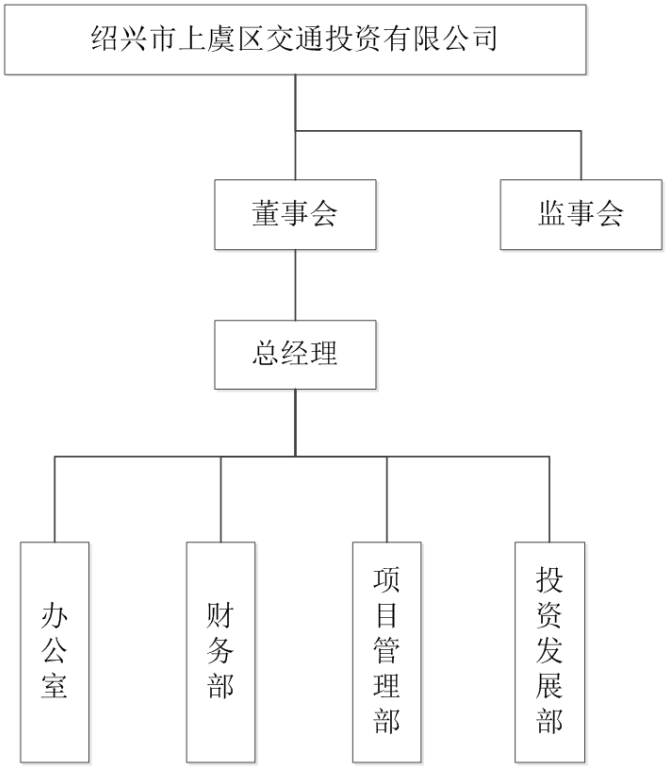
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“07虞交通债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司合并范围内子公司情况

企业名称	业务性质	持股比例（%）
绍兴市上虞区交通开发有限公司	建筑业	100.00
绍兴市上虞区伊林斯国道公路经营有限公司	交通运输、仓储和邮政业	65.00
浙江金衢交通工程有限公司	建筑业	100.00
绍兴市上虞区交通资产经营有限公司	交通运输、仓储和邮政业	100.00
绍兴市上虞区杭甬运河船闸运营有限公司	交通运输、仓储和邮政业	100.00
宁国市虞宁置业有限公司	房地产业	100.00
宁波市虞宝贸易有限公司	批发和零售业	100.00
绍兴市上虞区舜地公路水运工程试验检测有限公司	租赁和商务服务业	100.00

资料来源：公司审计报告

附件 2　2019 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保起始日	担保终止日	是否有反担保
绍兴市上虞城中村改造投资开发有限公司	50000.00	2015-12-30	2020-12-30	否
绍兴市上虞杭州湾滨海新城投资开发建设有限公司	40000.00	2017-02-27	2020-02-27	否
绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司	30000.00	2018-11-26	2021-11-26	否
绍兴市上虞城中村改造投资开发有限公司	20000.00	2016-01-04	2020-12-30	否
绍兴市上虞区虞城景区开发有限公司	10000.00	2019-04-19	2021-04-19	否
绍兴市上虞海发农艺园林有限公司	6500.00	2019-10-11	2020-10-10	否
绍兴市上虞虞发市政工程有限公司	3000.00	2018-02-02	2020-02-02	否
上虞教育后勤服务有限公司	4800.00	2017-08-29	2020-12-31	否
浙江省春晖中学	4000.00	2018-04-24	2021-04-24	否
绍兴市上虞区虞舜旅游实业有限公司	3300.00	2019-11-21	2022-11-21	否
绍兴市上虞供水有限公司	3000.00	2019-01-29	2020-01-28	否
合计	**174600.00**	--	--	--

资料来源：公司提供、审计报告

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.62	9.27	16.58
资产总额（亿元）	179.10	239.55	261.75
所有者权益（亿元）	99.57	151.63	177.62
短期债务（亿元）	35.37	36.43	48.88
长期债务（亿元）	35.11	36.23	16.19
全部债务（亿元）	70.47	72.66	65.06
营业收入（亿元）	4.08	2.55	0.85
利润总额（亿元）	0.03	0.74	0.06
EBITDA（亿元）	1.69	2.46	1.70
经营性净现金流（亿元）	0.33	1.80	-0.88
财务指标			
销售债权周转次数（次）	27.68	7.61	2.70
存货周转次数（次）	0.04	0.02	0.01
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.00
现金收入比（%）	104.50	112.66	132.51
营业利润率（%）	37.36	28.94	30.40
总资本收益率（%）	0.71	0.96	0.56
净资产收益率（%）	0.02	0.48	0.03
长期债务资本化比率（%）	26.07	19.28	8.35
全部债务资本化比率（%）	41.45	32.40	26.81
资产负债率（%）	44.41	36.70	32.14
流动比率（%）	285.16	345.07	268.51
速动比率（%）	110.67	102.47	86.28
经营现金流动负债比（%）	0.83	3.82	-1.41
现金短期债务比（倍）	0.19	0.25	0.34
全部债务/EBITDA（倍）	41.78	29.54	38.30
EBITDA 利息倍数（倍）	1.24	1.18	0.90

注：其他应付款、其他流动负债及长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.38	6.89	14.30
资产总额（亿元）	162.25	220.61	243.47
所有者权益（亿元）	99.97	152.58	178.60
短期债务（亿元）	23.21	25.04	38.87
长期债务（亿元）	32.68	28.87	10.47
全部债务（亿元）	55.88	53.91	49.33
营业收入（亿元）	2.84	1.82	0.04
利润总额（亿元）	0.34	1.20	0.05
EBITDA（亿元）	1.71	2.79	1.55
经营性净现金流（亿元）	0.33	1.84	-0.17
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	0.02	0.01	0.00
总资产周转次数（次）	0.0175	0.0095	0.0002
现金收入比（%）	100.00	98.75	115.56
营业利润率（%）	52.11	48.74	75.68
总资本收益率（%）	0.94	1.27	0.60
净资产收益率（%）	0.34	0.79	0.03
长期债务资本化比率（%）	24.64	15.91	5.54
全部债务资本化比率（%）	35.86	26.11	21.64
资产负债率（%）	38.39	30.84	26.64
流动比率（%）	425.56	518.38	389.85
速动比率（%）	181.28	169.49	138.65
经营现金流动负债比（%）	1.17	5.65	-0.38
现金短期债务比（倍）	0.19	0.28	0.37
全部债务/EBITDA（倍）	32.64	19.30	31.80
EBITDA 利息倍数（倍）	1.14	1.57	0.82

注：1. 加总数不等系四舍五入所致；2. 其他应付款、其他流动负债及长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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/营业收入×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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/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 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变