

绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司
及其发行的公开发行债券
跟踪评级报告



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[2022]100695】

评级对象： 绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
18 上虞国资 MTN001:	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 7 月 26 日
20 上虞国投 MTN001:	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 7 月 11 日
20 上虞国投 MTN002:	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 10 月 16 日
21 上虞国投 MTN001:	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 4 月 22 日
G21 虞资 1:	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 12 月 31 日
G21 虞资 2:	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 27 日	--	AA+/稳定/AA+/2021 年 11 月 19 日
21 虞国 01:	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 27 日	--	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 22 日

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	45.77	16.81	30.18	37.30
刚性债务	166.42	229.83	322.15	365.11
所有者权益	234.89	321.00	431.04	431.03
经营性现金净流入量	-34.93	-61.94	-60.26	-32.27
发行人合并数据及指标：				
总资产	1017.78	1189.80	1566.81	1654.19
总负债	595.41	729.58	863.98	939.32
刚性债务	559.09	669.51	780.25	845.84
所有者权益	422.37	460.22	702.84	714.87
营业收入	44.78	50.51	73.41	17.83
净利润	2.25	2.72	5.76	0.21
经营性现金净流入量	-29.23	-79.55	-48.12	-47.12
EBITDA	12.53	16.52	23.58	—
资产负债率[%]	58.50	61.32	55.14	56.78
长短期债务比[%]	365.63	188.82	151.02	137.20
营业利润率[%]	5.66	5.88	8.48	0.29
短期刚性债务现金覆盖率[%]	110.94	37.44	40.40	40.38
营业收入现金率[%]	99.47	109.63	105.27	123.11
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.43	-20.39	-11.81	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.57	0.76	0.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.03	0.03	—

注：发行人数据依据上虞国资经审计的 2019-2021 年财务数据及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。其中 2019 年数据来源于 2017-2019 年连审报告（容诚审字[2020]310Z0633 号），2020 年数据来源于容诚审字[2021]310Z0058 号审计报告，2021 年数据来源于容诚审字[2022]310Z0047 号审计报告。

分析师

龚春云 gcy@shxsj.com
 吴梦琦 wmq@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）对绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司（简称上虞国资、发行人、该公司或公司）及其发行的 18 上虞国资 MTN001、20 上虞国投 MTN001、20 上虞国投 MTN002、21 上虞国投 MTN001、G21 虞资 1、G21 虞资 2 和 21 虞国 01 的跟踪评级反映了 2021 年以来上虞国资在区域环境、业务定位、业务专营地位和多元化经营等方面保持优势，同时也反映了公司在债务偿付、资产流动性、盈利能力、或有负债和子公司管控等方面继续面临压力与风险。

主要优势：

- **良好的外部环境。**跟踪期内，上虞区经济总量保持稳步增长，同时积极推进融杭接甬连沪发展战略，区域综合竞争力有望进一步提升，能够为上虞国资经营发展提供良好的外部环境。
- **定位突出。**上虞国资定位为上虞区国有资产综合管理运作平台，定位突出，可得到上虞区政府在政策、资金和业务等方面的支持；跟踪期内，公司资本实力进一步提升。
- **区域垄断性。**上虞国资下属的上虞水务、上虞交通集团、上虞城建等多家子公司在其业务范围内仍保持较强的区域专营优势。
- **多元化经营。**上虞国资业务范围涵盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、商贸、综合服务等，多元化经营可在一定程度上提高经营稳定性。

主要风险：

- **债务偿付压力较大。**跟踪期内，上虞国资刚性债务继续扩张，已形成较重的债务负担；公司非筹资性现金流仍呈净流出状态，加之短期刚性债务显著上升，项目投入及债务偿付资金对外部融资的依赖度较高，面临一定的债务滚续及即期偿付压力。
- **资产流动性较弱。**跟踪期内，上虞国资资产仍主要集中于项目建设成本和土地使用权，同时区属国有企业占用公司资金规模较大，整体资产流动性较弱。
- **盈利能力较弱。**跟踪期内，上虞国资业务盈利水平略有下滑，同时期间费用高企，进一步侵蚀营业毛利，公司盈利对政府补助的依赖程度仍较高。
- **或有负债风险。**跟踪期内，上虞国资对外担保规模仍较大，被担保对象主要为区属国有企业，不利于财务风险控制。
- **内部整合和管控压力。**上虞国资成立以来受让多家公司国有股权，存在较大内部整合和管控压力。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司 2018 年度第一期中期票据、2020 年度第一期中期票据、2020 年度第二期中期票据、2021 年度第一期中期票据、2021 年第一期绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司绿色债券、2021 年第二期绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司绿色债券和绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（分别简称 18 上虞国资 MTN001、20 上虞国投 MTN001、20 上虞国投 MTN002、21 上虞国投 MTN001、G21 虞资 1、G21 虞资 2 和 21 虞国 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上虞国资提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对上虞国资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 4 月发行 18 上虞国资 MTN001，发行金额为 6.00 亿元，票面利率 5.50%，期限为 5 年，募集资金拟全部用于曹娥老区三角站、下沙、联丰、娥二、孝女庙村地块征迁项目。截至 2022 年 4 月 25 日，该项目已完工，募集资金已使用完毕。

该公司于 2020 年 5 月发行 20 上虞国投 MTN001，发行金额为 5.00 亿元，票面利率 3.20%，期限为 3 年，募集资金用于偿还公司到期有息债务。截至 2022 年 4 月 25 日，募集资金已使用完毕。

该公司于 2020 年 10 月发行 20 上虞国投 MTN002，发行金额为 10.00 亿元，票面利率 3.96%，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金用于偿还公司到期有息债务，截至 2022 年 4 月 25 日，募集资金已使用完毕。

该公司于 2021 年 4 月发行 21 上虞国投 MTN001，发行金额为 10.00 亿元，票面利率 3.85%，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金用于偿还公司到期有息债务。截至 2022 年 4 月 25 日，募集资金已使用完毕。

该公司分别于 2021 年 4 月和 12 月发行 G21 虞资 1 和 G21 虞资 2，发行金额均为 10.00 亿元，票面利率分别为 4.93%和 3.88%，期限均为 10 年，G21 虞资 1 附第 7 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，附本金提前偿还条款，募集资金 7.50 亿元用于绍兴市上虞区水环境综合治理工程项目，2.50 亿元补充公司营运资金；G21 虞资 2 附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，附本金提前偿还条款，募集资金 7.50 亿元用于绍兴市上虞区水环境综合治理工程项目，2.50 亿元补充公司营运资金。截至 2021 年末，G21 虞资 1 募集资金已使用完毕，G21 虞资 2 募集资金未使用金额为 9.97 亿元。

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

截至 2022 年 5 月末，该公司存续境内标准债券本金余额为 377.79 亿元，存续境外债券本金余额为 10.40 亿美元。公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 截至 2022 年 5 月末公司存续期内债券概况

债项名称	发行主体	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当前票面利率 (%)	待偿余额 (亿元)	发行时间
17 虞资 01	上虞国资	30.00	3+2	4.20	16.05	2017.9.27
18 上虞国资 MTN001	上虞国资	6.00	5	5.50	6.00	2018.4.20
19 虞资 01	上虞国资	10.00	3+2	4.90	10.00	2019.6.20
19 虞资 03	上虞国资	18.00	3+2	4.50	18.00	2019.8.13
19 虞纤 01	上虞国资	6.00	3+2	4.55	6.00	2019.11.12
20 虞资 01	上虞国资	10.00	3+2	3.80	10.00	2020.4.13
20 上虞国资（疫情防控债）PPN001	上虞国资	5.00	3	3.58	5.00	2020.3.15
20 上虞国投 MTN001	上虞国资	5.00	3	3.20	5.00	2020.5.27
20 虞资 03	上虞国资	7.00	3+2	4.25	7.00	2020.7.14
20 虞资 05	上虞国资	15.00	3+2	4.49	15.00	2020.9.21
20 上虞国投 MTN002	上虞国资	10.00	3+2	3.96	10.00	2020.10.28
21 虞资 01	上虞国资	8.00	3+2	4.25	8.00	2021.1.22
21 上虞国投 PPN001	上虞国资	5.00	3	4.49	5.00	2021.3.26
21 上虞绿色债 01	上虞国资	10.00	7+3	4.93	10.00	2021.4.14
21 上虞国投 MTN001	上虞国资	10.00	3+2	3.85	10.00	2021.4.28
21 虞资 02	上虞国资	12.00	3+2	3.90	12.00	2021.5.28
21 虞国 01	上虞国资	20.00	3+2	3.89	20.00	2021.6.29
21 虞资 03	上虞国资	12.00	3+2	3.69	12.00	2021.7.29
21 上虞国投 PPN002	上虞国资	8.00	3	3.70	8.00	2021.8.27
21 上虞国投 MTN002	上虞国资	5.00	3+2	3.63	5.00	2021.10.29
21 虞资 D1	上虞国资	14.00	1	3.00	14.00	2021.11.16
21 上虞绿色债 02	上虞国资	10.00	5+5	3.88	10.00	2021.12.29
22 上虞国投 MTN001	上虞国资	5.00	3+2	3.30	5.00	2022.1.6
17 上虞水务 MTN001	上虞水务	6.50	5	6.17	6.50	2017.8.29
财通上虞水务污水处理收费 收益权绿色资产支持专项计划	上虞水务	8.50	2.66+3+3	4.35	6.24	2019.10.31
20 虞水 01	上虞水务	8.00	3	4.70	8.00	2020.7.16
20 虞水 02	上虞水务	7.00	3	4.50	7.00	2020.9.3
21 上虞水务 CP001	上虞水务	5.00	1	3.69	5.00	2021.9.30
21 虞水债	上虞水务	5.00	3	3.87	5.00	2021.12.21
21 虞水 01	上虞水利	5.00	3+2	4.30	5.00	2021.5.27
21 虞水 02	上虞水利	5.00	3+2	4.00	5.00	2021.11.04
19 虞城 01	上虞城建	10.00	3+2	4.18	10.00	2019.11.26
20 上虞停车场债 01	上虞城建	10.00	7	3.89	10.00	2020.4.20
21 上虞城建 MTN001	上虞城建	7.00	3+2	3.98	7.00	2021.1.14
21 上虞停车场债 01	上虞城建	10.00	7	4.60	10.00	2021.6.28
21 虞城 01	上虞城建	10.00	3+2	3.60	10.00	2021.8.6

债项名称	发行主体	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当前票面利率 (%)	待偿余额 (亿元)	发行时间
19 虞交 01	上虞交通集团	10.00	3+2	4.80	10.00	2019.7.30
20 虞交 01	上虞交通集团	10.00	3+2	3.50	10.00	2020.5.27
G20 虞交 1	上虞交通集团	3.00	3+2	4.15	3.00	2020.9.11
21 上虞交通 MTN001	上虞交通集团	10.00	3+2	4.07	10.00	2021.1.11
21 上虞交通 PPN001	上虞交通集团	10.00	3+2	3.90	10.00	2021.7.23
21 虞交 01	上虞交通集团	5.00	3+2	3.68	5.00	2021.11.3
07 虞交通债	上虞交投	8.00	15	5.73	8.00	2007.8.9
境内债券合计	--	394.00	--	--	377.79	--
19 上虞国资美元债	上虞国资	3 亿美元	3	4.18	3 亿美元	2019.11.27
21 上虞国资美元债 5 年期	上虞国资	2 亿美元	5	3.55	2 亿美元	2021.3.16
21 上虞国资美元债 3 年期	上虞国资	3 亿美元	3	2.95	3 亿美元	2021.3.16
21 虞城建境外债	上虞城建	2.4 亿美元	3	3.3	2.4 亿美元	2021.11.19
境外债券合计	--	10.4 亿美元	--	--	10.4 亿美元	--

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效

增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

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；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021 年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

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，全国各地区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。“十四五”时期，全面推进乡

乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，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。2018 年下半年至 2019 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，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

(3) 区域经济环境

上虞区地处杭州湾南岸，交通便利，已形成了以机械装备、医药化工、轻工纺织、照明电器等为主导产业的经济格局。跟踪期内，上虞区经济总量保持稳步增长，综合实力不断提升，同时长三角一体化发展及上虞区融杭连甬接沪发展战略的实施或将进一步提升其区域发展综合竞争力。

上虞区地处浙江省绍兴市东部地区，是省级区域交通枢纽中心，绍兴商贸中心以及浙东新商都。2013年10月，根据《国务院关于同意浙江省调整绍兴市部分行政区划的批复》（国函[2013]112号），撤销县级上虞市，设立绍兴市上虞区，以原上虞市的行政区域为上虞区的行政区域。上虞区总面积1403平方公里，海岸线长45公里，整个地貌呈“五山一水四分田”的格局，境内高速公路、高铁、铁路、港口、运河等一应俱全，已纳入上海两小时交通圈。2019年1月，上虞区出台融杭连甬接沪行动计划，加快实施融杭连甬接沪发展战略和“拥江西进”发展战略，进一步完善交通基础设施建设，加快优势产业链构建，加强区域合作，提升投资环境能级，以形成参与长三角一体化发展的区域性优势，提升区域发展综合竞争力。截至2021年末上虞区户籍人口为71.71万人，较上年末略降0.5%。

跟踪期内，上虞区经济继续保持稳健发展，2021年全区实现地区生产总值1135.68亿元，同比增长7.2%。其中，第一产业实现增加值52.02亿元，同比增长2.4%；第二产业实现增加值571.03亿元，同比增长7.5%；第三产业实现增加值512.63亿元，同比增长7.3%；三次产业占地区生产总值的比重为4.6:50.3:45.1，经济贡献率分别为1.7%、50.7%和47.6%。按户籍人口计算，2021年上虞区人均地区生产总值为15.81万元，同比增长7.6%。

图表 2. 2019 年以来上虞区主要经济指标情况（单位：亿元、元）

指 标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	978.11	7.4%	1043.82	4.6%	1135.68	7.2%
规模以上工业总产值	1582.32	6.8%	1697.57	6.2%	1914.82	19.1%
固定资产投资	--	11.3%	272.66	13.3%	266.74	13.3%
进出口总额	302.43	5.4%	310.95	9.4%	353.85	13.78%
社会消费品零售总额	377.36	10.3%	452.41	3.6%	402.15	8.0%
城镇常住居民人均可支配收入	65234	8.6%	68309	4.7%	74589	9.2%
农村常住居民人均可支配收入	35443	9.3%	38044	7.3%	41952	10.3%

资料来源：上虞区国民经济和社会发展统计公报及上虞区政府公开统计数据

目前上虞区已形成了机械装备、医药化工、轻工纺织、照明电器等为主导的产业格局。2021年实现规模以上工业总产值1914.82亿元，同比增长19.1%；实现规模以上工业增加值449.09亿元，同比增长11.5%。分行业看，机械装备业实现规模以上产值416.04亿元，同比增长25.2%；医药化工业实现规模以上产值641.97亿元，同比增长13.7%；轻工纺织业实现规模以上产值182.90亿元，同比增长12.7%；照明电器业实现规模以上产值43.51亿元，同比下降9.9%。2021年，全区数字经济核心产业制造业实现增加值55.81亿元，同比增长20.8%；战略性新兴、装备制造、高技术、环保等产业制造业增加值同比分别增长19.3%、34.0%、23.7%和16.9%。

2021 年上虞区完成固定资产投资额 266.74 亿元，同比增长 13.3%，其中民间投资、高新技术投资、制造业投资同比分别增长 22.3%、27.8%和 21.8%；同期全区实现社会消费品零售总额 402.15 亿元，同比增长 8.0%。同期，上虞区实现进出口总额 353.85 亿元，同比增长 13.78%。其中，进口总额 51.68 亿元，同比增长 58.0%；出口总额 302.17 亿元，同比增长 8.6%，出口产品主要包括机电产品、化工产品、纺织服装类产品等，出口总量居前五位的国家（地区）依次为美国、印度、德国、韩国、巴西。

2021 年以来，上虞楼市调控力度加码，开启了“绍四条”、“摇号”“限售限购”等多重调控措施，受此因素影响全区房地产销售端有所降温，但投资端仍保持增长态势。2021 年全区房地产投资额同比增长 19.6%，全年实现商品房销售面积 140.29 万平方米，同比下降 4.4%，实现商品房销售额 164.69 亿元，同比下降 26.5%。

土地市场方面，近年来上虞区土地成交市场波动较大。2019-2021 年全区土地成交面积分别为 334.34 万平方米、180.82 万平方米和 342.06 万平方米；出让总价分别为 110.01 亿元、79.43 亿元和 126.08 亿元；土地成交均价分别为 3290.28 元/平方米、4392.89 元/平方米和 3685.78 元/平方米。其中，2021 年上虞区土地出让总面积同比增长 89.17%，主要系工业用地和住宅用地出让面积大幅增长所致，受此影响，同年实现土地出让总价 126.08 亿元，同比增长 58.73%。2022 年第一季度，上虞区共实现 13 宗工业用地出让，土地出让总面积 52.91 万平方米，土地出让总价 3.06 亿元。

图表 3. 2019 年以来上虞区土地市场交易情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
土地成交面积（万平方米）	334.34	180.82	342.06	52.91
其中：住宅用地	116.90	46.31	78.04	--
商业/办公用地	12.88	19.75	7.07	--
工业用地	203.70	114.76	248.66	52.91
其它用地	0.87	--	8.29	--
土地成交总价（亿元）	110.01	79.43	126.08	3.06
其中：住宅用地	97.90	60.61	109.61	--
商业/办公用地	3.58	12.56	2.91	--
工业用地	8.39	6.25	12.67	3.06
其它用地	0.14	--	0.89	--
土地成交均价（元/平方米）	3290.28	4392.89	3685.78	577.51
其中：住宅用地	8374.66	13089.16	14044.96	--
商业/办公用地	2777.29	6362.89	4113.58	--
工业用地	411.83	544.69	509.57	577.51
其它用地	1658.89	--	1073.10	--

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营

该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，跟踪期内，公司资产整合工作持续推进，业务规模有所扩大，目前主业覆盖水务、工程施工、土地开发、基础设施及安置房建设、商贸、综合服务等多个板块，公司业务具有区域专营优势，同时多元化经营可在一定程度上提升经营稳定性；2021 年，因合并范围变动新增贸易和

成品油销售业务，以及在工程施工、土地开发、环卫及劳动代理等业务规模增长拉动下，公司营收规模大幅增长，但在水务业务转亏、新增的贸易业务毛利空间小等综合影响下，公司业务盈利能力略有下滑；基建及土地开发业务已对资金形成较大占用，且后续仍有较大规模的投建安排，公司面临一定的资本支出压力。

该公司为上虞区国有资产监督管理委员会（以下简称“上虞区国资委”）为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，自成立以来，公司已整合了绍兴市上虞区水务集团有限公司（以下简称“上虞水务”）、绍兴大通控股集团有限公司（以下简称“大通集团”）、绍兴市上虞城市建设集团有限公司（以下简称“上虞城建”）和绍兴市上虞区交通集团有限公司¹（简称“上虞交通集团”）等多家上虞区属企业，主业覆盖水务、土地开发、基础设施及安置房建设、工程施工、商品贸易、物流仓储等多个板块。

2021 年，根据上虞区国资委《关于绍兴市上虞杭州湾经开区控股发展有限公司、绍兴市上虞杭州湾建设开发集团有限公司、绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司、绍兴市上虞区交通集团有限公司国有股权无偿划转的通知》虞国资委[2021]33 号文件批准，该公司将其所持绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司（以下简称“上虞经开”）100%股权及绍兴市上虞杭州湾建设开发集团有限公司（简称“上虞杭州湾建发”）18%股权无偿划转至绍兴市上虞杭州湾经开区控股集团有限公司（简称“上虞杭州湾经控”）；上虞区国资委将其所持上虞交通集团 51%股权及上虞杭州湾经控 20%股权无偿划转至公司；上述股权划转基准日为 2021 年 9 月 30 日。截至 2021 年末，上虞交通集团已纳入公司合并范围，上虞经开则不再纳入。所涉公司 2021 年（末）主要财务数据如下表所示。

图表 4. 划入（出）公司 2021 年（末）主要财务数据（单位：亿元）

企业名称	资产总额	净资产	营业收入	净利润
上虞国资	1566.81	702.84	73.41	5.76
上虞交通集团	423.92	268.59	15.63	1.60
上虞经开	281.99	119.19	8.38	1.72

资料来源：Wind

2021 年，该公司实现营业收入 73.41 亿元，同比增长 45.35%，主要受工程施工、土地开发、环卫及劳动代理等业务规模增长拉动，以及因合并范围变动新增贸易和成品油销售业务。同期，公司综合毛利率为 10.29%，同比下降 0.87 个百分点，主要系受水务业务转亏、新增的贸易业务毛利空间小等综合影响。2022 年第一季度，公司实现营业收入 17.83 亿元，综合毛利率为 11.25%。

图表 5. 2019 年以来公司营业收入及毛利率情况²（单位：亿元，%）

业务	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水务	4.95	-7.64	4.96	0.47	4.74	-18.16	1.08	-14.67
工程施工	4.90	9.45	7.91	6.40	10.53	2.25	4.52	5.71
受托代建	0.78	0.33	3.90	4.76	2.07	6.18	--	--

¹ 上虞交通集团成立于 2013 年 7 月，注册资本 10 亿元，上虞区国资委原持有其 90%股权，是其实际控制人，主要从事上虞区的交通基础设施投资与建设，交通建设工程施工等。

² 表中合计数与各项加总数略有差额，系数数据“四舍五入”所致，下同。

业务	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	8.82	12.43	11.72	11.42	13.19	12.02	--	--
房屋销售	6.98	-18.66	2.39	26.36	2.66	27.24	0.14	39.84
服务	6.11	17.66	6.53	16.62	12.10	19.98	3.91	15.48
商品销售	11.57	14.00	11.35	11.35	26.08	7.53	7.07	9.06
其他	0.67	37.74	1.75	33.01	2.05	66.41	1.12	54.18
合计	44.78	6.33	50.51	11.16	73.41	10.29	17.83	11.25

资料来源：上虞国资

注：服务收入包括环卫、劳动代理、出租、物流运输、旅游及其他服务收入；商品销售收入含粮食收储、成品油及贸易收入；土地开发收入含土地指标收入。

（1）水务板块

该公司水务业务主要由子公司上虞水务负责。上虞水务拥有包括制水、供水、排水及污水处理的厂网一体化的体系，主营业务较为突出，产业链较完整，是上虞区唯一的供排水及污水处理经营主体，具有区域专营优势。此外，上虞水务还运营与水务行业相关的建设工程施工、商品销售及水质监测等辅助业务。2021 年，公司实现水务业务收入 4.74 亿元，较上年略有下滑；毛利率为-18.16%，受污水处理成本及供水折旧成本上升等因素影响，污水处理及供水业务毛利率均有所下滑，导致当年水务业务转亏。2022 年第一季度，公司实现水务业务收入 1.08 亿元，毛利率为-14.67%。

2021 年，上虞水务污水处理量为 6927.04 万吨，同比增长 9.56%；同期污水处理业务收入为 2.37 亿元，同比增长 9.11%，随着新冠疫情的常态化，2021 年其对上虞水务影响程度有所减弱，该公司污水处理量和污水处理业务收入均恢复增长。价格方面，居民污水处理费为 0.70-0.95 元/吨³，非居民污水处理费为 2.00 元/吨，工业污水价格为 2.60-4.00 元/吨。公司污水处理成本包括药剂、电费、污泥处置费和人工等，2021 年污水单位处理成本为 4.83 元/吨，同比上升 0.57 元/吨，主要系药剂和污泥处置成本增长所致。受上述因素共同影响，2021 年公司污水处理业务毛利率为-41.14%，持续呈亏损状态，且亏损幅度加大。

上虞水务自来水销售业务主要是在上虞区城乡区域范围内进行自来水终端销售、自来水用户管道安装与用户服务。上虞水务供水业务在上虞区具有区域垄断性，目前供水区域除岭南外，已覆盖全区各乡镇、街道。2021 年，上虞水务新增第一水厂，新增日供水能力 15 万吨，截至 2022 年 3 月末共拥有 5 座水厂，日供水能力达 50 万吨；服务用户约 36.1 万户，服务人口约 100 万人。2021 年，上虞水务实现售水量 9102 万吨，实现售水收入 2.37 亿元，售水量及售水收入稳定增长。价格方面，上虞区居民用水价格实施阶梯式水价制度，居民生活用水价格为 2.00-6.00 元/吨，对非居民生活用水和特种用水到户价格分别按 3.10 元/吨和 5.10 元/吨执行。该公司自来水销售成本主要由原水费、折旧、电费、药剂及人工费等组成。由于公司供水区域内的供水管网铺设较早，公司需对供水管网定期维修及改造，近年来自来水销售折旧成本持续增长。2021 年公司自来水销

³ 根据《绍兴市上虞区发展和改革局文件（虞发改价[2016]61 号）》，调整后的居民生活污水处理收费标准：城区三个街道（百官街道、曹娥街道、东关街道）按 0.95 元/吨收取；重点建制镇（丰惠镇、松厦镇）按 0.85 元/吨收取；其他乡镇仍按 0.7 元/吨收取。

售成本从去年的 1.94 亿元增至 2.25 亿元，主要系供水量增长及新增第一水厂折旧成本增长所致。2021 年公司自来水销售业务毛利率同比下降 4.00 个百分点至 4.89%，主要系折旧成本增长所致。

截至 2022 年 3 月末，上虞水务主要在建项目为工业污水处理异地扩建和上源闸水厂迁建配套输配水管道工程等，计划总投资 9.48 亿元，已投资 2.44 亿元，2022 年计划投资 2.36 亿元。

整体来看，上虞水务作为上虞区唯一的供排水及污水处理经营主体，规模优势和区域垄断优势较明显。

（2）工程施工板块

该公司工程施工业务主要系下属子公司绍兴市上虞区宏达公路建设有限公司（以下简称“宏达公路”）承接的上虞区公路养护工作、上虞水务承接的上虞区供排水工程、市政工程承包施工、建筑水电安装等工程和上虞交通集团承接的上虞区公路、桥梁及隧道工程等。2021 年及 2022 年第一季度，公司工程施工业务分别实现营业收入 10.53 亿元和 4.52 亿元，该板块业务收入持续增长主要系上虞水务代建业务收入增长所致。

上虞区的公路均由宏达公路养护，主要包括 329、104 两条国道和上虞区内的所有县道，养护内容系以公路为中心，完成全区范围内道路保洁、坑洞修补、路面大中修、危桥抢修、公路绿化养护及外包工程等。宏达公路每年管理的公路总里程为 500 多公里，同时还负责养护、绿化的上虞区内桥梁共计 215 座；每年承担全区农村公路小修保养 415 公里，平均投资约 2000 万元。资金平衡方面，宏达公路的国道养护、绿化所需资金主要由浙江省交通厅拨款，县道费用由上虞区财政拨款。宏达公路于每年 1、2 月份提交本年的公路养护、绿化计划，交由区政府相关部门审核，审核通过后由区财政局现行拨款，项目建设中也分批次按照相应的工程实施进度进行拨款。近年来，宏达公路营收规模持续下滑，2021 年实现营业收入 0.51 亿元，主要建设项目包括上虞区 2021 年度县道养护大中修、上虞区 2021 年度县道养护绿化及安保设施维修等；2022 年主要建设项目包括农村公路（县道）大中修工程玩昆线、西上线、章路线等，计划总投资约 3.00 亿元。

该公司依托上虞水务承接上虞区供排水工程、市政工程承包施工、建筑水电安装等市场化业务，同时承接各项上虞区政府水利建设投资代建项目。2021 年及 2022 年第一季度，上虞水务建设工程施工业务分别实现收入 7.28 亿元和 3.54 亿元，其中 2021 年同比增长 61.87%，主要系代建业务收入规模增长拉动；同期，毛利率分别为 4.07% 和 1.79%，其中 2021 年同比上升 0.13 个百分点。上虞水务承接的代建项目基本以成本加利润点的方式与客户协商签订合同，无需承担垫资压力，主要采用分包形式分包给施工方。截至 2021 年末，上虞水务主要在建代建工程合同总金额约为 6.52 亿元。

上虞交通集团工程施工板块主要依托其子公司浙江金衢交通工程有限公司（简称“金衢公司”）开展，主要承接上虞区公路、桥梁及隧道工程等业务。金衢公司持有浙江省住房和城乡建设厅颁发的《建筑业企业资质证书》，具备公路工程施工总承包二级等资质，可承接单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍的一级标准及以下公路、单跨跨度小于 100 米的桥梁、长度小于 1000 米的隧道工程的施工。金衢公司工程项目主要通

过公开招投标方式获取，小部分项目则直接由上虞区人民政府授权取得。2021 年，金衢公司新承接的项目总金额为 2.04 亿元，实现工程施工收入 0.51 亿元。截至 2021 年末，公司在手合同金额约为 1.81 亿元。

（3）受托代建业务板块

该公司受托代建板块运营主体主要为子公司上虞城建和上虞交通集团，负责上虞区的基础设施代建业务⁴。2021 年公司受托代建业务实现营业收入 2.07 亿元，主要由上虞城建贡献，受代建项目结算进度影响，跟踪期内业务收入规模有所下滑。2022 年第一季度，公司未确认代建业务收入。

上虞城建自 2008 年开始承担上虞区基础设施建设任务，业务模式包括委托代建方式和工程施工方式等，其中代建项目由政府授权委托建造，资金由上虞城建自筹，建成后按照协议进行结算，一般在项目完工后 3~5 年进行结算。主要受结算项目差异，以及结算进度影响，2021 年上虞城建实现受托代建项目收入 2.07 亿元，同比有所下滑；毛利率为 6.18%，同比提升 1.99 个百分点。截至 2021 年末，上虞城建主要在建及拟建基础设施建设项目为老旧小区改造三年项目、2022 年城市风貌（未来社区）提升建设工程、曹娥江文化艺术中心等，计划总投资 49.21 亿元，累计已投资 6.97 亿元。同期末，上虞城建存货余额为 231.06 亿元，主要为待结算的土地整理成本、安置房及基建项目开发成本等。

上虞交通集团作为上虞区的交通基础设施投资建设及运营主体，主要承担上虞区交通道路、公路项目的投资建设。2018 年 7 月上虞交通集团与绍兴市上虞区建设发展有限公司⁵（简称“上虞建发”）签订《基础设施建设总委托代建框架协议》，受托进行代建基础设施项目建设，前期项目资金主要为自筹及财政资金等，上虞建发向上虞交通集团支付经审核确认的工程成本费用总额以及按工程成本费用总额的 15%计算的代建收益。截至 2022 年 3 月末，上虞建发未与上虞交通集团结算，未形成代建业务收入。同期末，上虞交通集团在建基础设施建设项目主要包括 329 国道上虞盖北至道墟段改建工程、曹娥江上浦船闸及航道工程等，计划总投资 40.98 亿元，已完成投资 15.31 亿元；拟建项目主要为建筑渣土资源综合利用项目等，计划总投资 3.05 亿元。此外，上虞交通集团前期还承担了上虞高铁新城新型城镇化项目的投资建设，该项目已阶段性完工，累计投资 35.90 亿元，被上虞交通集团平价转让给上虞高铁新城新型城镇化项目建设指挥部（以下简称“高铁新城指挥部”），截至 2021 年末上虞交通集团已累计收到该项目回款 22.65 亿元。

上虞经开作为浙江省上虞经济开发区（省级开发区，以下简称“上虞经济开发区”）重要的土地整理及基础设施投资建设主体，主要承担区域内土地整理、市政道路、园区配套设施及拆迁安置房等项目建设任务。基础设施建设业务模式分为工程代建、工程施工和自营性工程三种。跟踪期内受完工项目未结算等影响，上虞经开代建基础设施项目未确认收入。

整体看，上虞城建和上虞交通集团基础设施建设项目结算进度及资金回笼滞后，后

⁴ 该公司原分别依托下属子公司上虞杭州湾建发和上虞经开承接杭州湾经开区和上虞经济开发区范围内的基础设施建设；2018 年 9 月因资产置换，上虞杭州湾建发不再纳入公司合并范围；2019 年公司合并上虞城建，受托代建业务运营主体变更为以上虞经开和上虞城建为主；2021 年 9 月，公司合并上虞交通集团，上虞经开则不再纳入公司合并范围，未来受托代建业务运营主体变更为以上虞交通集团和上虞城建为主。

⁵ 由上虞区财政局全资持股，经营范围为城市基础设施建设和社会公益事业项目投资经营。

续在建及拟建项目仍有较大资金投入需求，面临一定的资本支出压力。

（4）土地开发业务板块

该公司土地开发业务板块运营主体主要为上虞城建⁶。2021 年公司土地开发业务实现收入 13.19 亿元；2022 年第一季度，公司未确认土地开发收入。

上虞城建是负责上虞城区“城中村”拆迁改造工作的主要主体，根据政府规划对“城中村”进行拆迁改造，资金来源为银行贷款和土地结算款，业务模式为拆迁区域地块“五通一平”后移交政府出让，土地出让后，政府按实际开发整理成本加成一定比例进行结算。2021 年，上虞城建土地开发收入为 5.15 亿元，毛利率为 4.76%，收入规模及毛利水平同比变化不大。截至 2021 年末，上虞城建持有已开发、待出让土地合计面积 0.28 万亩，合计成本 62.29 亿元。

上虞经开根据上虞区政府和上虞经开区管委会统一规划进行上虞经济开发区范围内的土地整理开发；与上虞区政府和上虞区国土部门签订有《合作土地开发协议》。土地开发所需资金由上虞经开自行筹集，土地整理完成后移交国土部门进行挂牌出让。上虞经开于每季度末根据当期土地出让情况并经上虞区财政局及绍兴市自然资源和规划局上虞分局确认，结转确认当期土地整理收入及成本。2021 年，上虞经开实现土地整理收入 8.03 亿元，毛利率为 16.67%。

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

（5）房屋销售板块

该公司房屋销售业务主要由上虞城建及其子公司运营，涉及上虞区保障房建设及销售，以及小部分商品房销售。2021 年上虞城建房屋销售结转收入 2.66 亿元，毛利率为 27.24%，收入规模及毛利率水平同比变化不大。

上虞城建承担了上虞区保障性住房的建设任务，根据政府规划，自 2010 年开始上虞区每年的保障房建设指标为 1030 套（其中经适房 300 套、公租房 700 套、廉租房 30 套）；未来保障房建设规划由中央到浙江省、绍兴市、上虞区，分级落实。上虞城建作为保障性住房的业主，负责保障性住房项目报批、建设、分配（政府限价房）、销售（市场化房源）和管理；保障房销售模式为直接销售。截至 2021 年末，上虞建城的 7 个保障房项目均已完工，包括 1 个租赁型保障房项目和 6 个对外出售的保障房项目。其中租赁型项目为上虞凤凰公寓项目，总投资 4.25 亿元，均由财政出资，目前已全部出租；6 个出售项目合计投资 56.29 亿元，截至 2021 年末可出售房屋 9338 套，剩余 977 套待出售，合计回笼资金 37.74 亿元。此外，百官街道城北区块拆迁安置房工程和百官街道横江里村等自然村安置工程在建设前期拆迁过程中形成土地 1351.60 亩，目前已全部完成开发和整理，其收入可用于弥补安置房项目的回笼资金。2021 年，上虞城建在建保障房

⁶ 该公司土地开发业务板块原运营主体主要为上虞杭州湾建发和上虞经开及其下属子公司，上虞杭州湾建发划出公司合并范围后，该业务运营主体主要为上虞城建和上虞经开及其下属子公司，2021 年上虞经开划出后，未来业务运营主体主要为上虞城建。

项目为绍兴上虞鸿雁社区回迁房及社区中心和绍兴上虞鸿雁社区人才公寓项目，预计总投资合计 55.04 亿元，截至 2021 年末已投资 22.23 亿元，后续资金平衡情况需持续关注。

（6）服务业务板块

该公司服务业务收入主要包括劳动代理服务、出租服务、环卫服务、物流运输服务收入和旅游收入等。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现服务收入 12.10 亿元和 3.91 亿元，其中 2021 年同比大幅增长 85.30%，主要系环卫服务及劳动代理服务收入大幅增长，以及因上虞交通集团纳入合并范围而新增旅游收入所致；毛利率分别为 19.98% 和 15.48%，基本保持稳定。

劳动代理服务主要由子公司绍兴市上虞大众劳动事务代理（所）有限公司（以下简称“大众劳务”）运营。大众劳务的劳动服务主要包括代理缴纳工资、五险一金业务和人事代理两项服务，人事代理服务包括档案管理、劳务派遣等服务。根据客户需求，具体开展业务时，与用人单位主要有以下两种合作模式：（1）仅提供代理缴纳五险一金业务，不提供人事代理服务；（2）既提供代理缴纳五险一金业务也提供人事代理服务。截至 2021 年末，大众劳务共有劳务派遣代理人员 4488 人，代理单位 273 家，涉及国有企业、机关事业单位和民营企业等。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现劳动代理服务收入 3.61 亿元和 1.10 亿元，其中 2021 年同比大幅增长 94.19%，主要系代理人数增长所致。

出租服务主要为绍兴市上虞区商贸国有资产有限公司（简称“商贸国资公司”）和绍兴市上虞区粮食收储有限公司（简称“粮储公司”）提供的经营性租赁业务收入。2021 年及 2022 年第一季度公司分别实现出租服务收入 2.45 亿元和 0.89 亿元。

环卫服务主要由上虞城建子公司绍兴市上虞环境卫生管理集团有限公司负责运营，与区环卫中心、各乡镇街道办签订保洁服务协议，提供环卫保洁服务，并向其收取服务费用。公司环卫服务业务目前已覆盖上虞主城区及开发区，后续规划将逐步覆盖全部乡镇街道，另外还经营区交通局托管保洁道路的保洁服务。2021 年及 2022 年第一季度公司分别实现环卫服务收入 2.59 亿元和 0.77 亿元，其中 2021 年同比大幅增长 120.37%，主要系业务增长所致。

物流运输服务主要为绍兴信诚物流有限公司（简称“信诚物流”）提供的仓储服务、货运信息服务、安保及停车服务等。目前，信诚物流拥有办公房屋建筑面积约 1 万平方米，货棚等仓储空间 1.35 万平方米；内有双向环行车道的停车场 2.30 万平方米，可同时停放各类货车 200 余辆；中心出入口设有 3 个通道，布有红外线自动报警系统、110 联动系统、闭路电视监控系统等安保设施和大型地磅。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现物流运输服务收入 0.81 亿元和 0.24 亿元。

旅游业务主要由上虞交通集团子公司绍兴市上虞东方旅游有限公司负责运营，主要开展常规旅行社旅游服务和上虞区单位的疗休养服务。疗休养业务主要通过对接存在职工疗休养需求的区内单位，并对接安排疗休养基地，为客户提供疗休养服务。根据绍兴市疗休养政策，党政机关、事业单位疗休养经费不超过 3000 元/人*年，其他企业单位职工疗休养费用标准在省定标准之内由职工大会或职代会讨论决定。2021 年及 2022 年第一季度，该公司分别实现旅游收入 0.75 亿元和 0.10 亿元。

（7）商品流通板块

该公司商品流通板块主要由商品销售业务、粮食收储业务、成品油销售及贸易业务组成。2021 年及 2022 年第一季度，公司商品流通板块分别实现收入 26.08 亿元和 7.07 亿元，毛利率分别为 7.53%和 9.06%。其中 2021 年上虞交通集团纳入公司合并范围，新增的贸易业务收入规模大但毛利空间小，导致当年公司商品流通板块收入大幅增长 129.76%，而毛利率下滑 3.82 个百分点。

商品销售业务主要由大通集团的百货销售和油气销售业务，以及商贸国资公司及其子公司的民爆用品、冷藏农产品销售等组成。2021 年及 2022 年第一季度，该公司商品销售业务分别实现收入 11.88 亿元和 3.80 亿元，其中大通集团的百货销售收入贡献相对较大。大通商城座落上虞老城区“人流黄金三角区”，共有 5 层营业楼，营业面积为 3.10 万平方米。大通商城以联营模式为主，即与供应商签订联营合同，以销定进，约定合同扣率和费用承担方式，并根据供应商的销售额和约定扣率收取毛利额收益，以及通过费用分担获取收益。除联营模式外，大通商城还有部分业务采取经销和租赁模式，近年来随着百货商场购物中心化和商业街区开业，大通商城租赁比例有所提高。

该公司粮食收储业务主要由粮储公司经营，负责实施有关部门下达的政策性粮油购销、调拨、储备计划等。由于粮储公司是政策性粮食收储公司，不以盈利为主要目的，运营时以收购的新粮替代旧粮使粮食存储量保持相对稳定，销售的粮食主要为旧粮，卖出的价格往往低于当年收购价，因此盈利能力弱，甚至亏损，政府每年会给予相应的财政补贴。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现粮食收储收入 2.06 亿元和 0.70 亿元，毛利分别为 0.04 亿元和-0.02 亿元。

成品油销售业务主要由上虞交通集团子公司浙江省上虞汽车运输有限公司运营，负责经营人民路加油站和岭光加油站，销售的成品油主要是 92#汽油、95#汽油、98#汽油和 0#柴油。成品油价格实行政府指导价，根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次。成品油销售业务采用行业通行的采购-库存-零售模式。该项业务上游企业为中石油、中石化和中海油，公司与上游客户结算方式为先款后货，结算周期一般为 1-3 月。成品油销售的下游包括工程公司、当地企事业单位以及散客。公司与下游散客结算方式为现加现结；对部分工程公司和当地企事业单位，采取批发或定点的方式提供油品零售批发，公司给予其价格优惠，按月结算；与行政事业单位采取 IC 卡预充值后使用，季末上报定点加油“结算单清单”的方式进行结算。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现成品油销售收入 1.57 亿元和 0.63 亿元，毛利率分别为 13.06%和 9.06%，受油价波动影响，该业务毛利率也有所波动。

贸易业务主要由上虞交通集团子公司绍兴市上虞区交通贸易有限公司负责经营，主要贸易商品为沥青、钢材、电解铜、整批大宗物资、车检设备、水泥、办公用品等。价格方面，公司采购价一般为市场价，受市场行情影响而波动较大，销售价通常在采购价的基础上附加一定进销差价确定，进销价差由公司根据商品的市场供求行情变化进行决策。结算模式方面，公司与商品贸易上游采购结算模式主要为款到发货，下游销售结算模式以分期付款为主，即下游客户在收到货物后，按照合同约定采取分期支付的方式支付货款，分期付款的期限大部分在一年之内。公司上下游客户集中度均较高，2021 年前五大供应商采购金额占总采购金额的比重为 66.99%，前五大客户销售金额占总销售

额的比重为 51.00%。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现贸易收入 10.57 亿元和 1.93 亿元，毛利率分别为 1.07%和 0.95%，其中 2021 年贸易收入同比大幅增长 85.44%，主要系路桥类原材料贸易规模扩大所致。

管理

跟踪期内，该公司股权结构、管理制度等方面均未发生重大变化，公司股东和实际控制人仍为上虞区国资委；公司及主要子公司无银行信贷违约、迟付利息情况，跟踪期内未发现公司本部存在重大异常情况。

截至 2022 年 3 月末，该公司注册资本仍为 10.00 亿元，实收资本仍为 3.72 亿元，唯一股东及实际控制人仍为上虞区国资委。跟踪期内，公司在股权结构、管理制度等方面未发生重大变化。公司自成立以来受让多家公司国有股权，仍存在较大内部整合和管控压力。

根据该公司提供的 2022 年 5 月公司本部、上虞水务、上虞城建、上虞交通集团、绍兴市上虞国控实业集团有限公司⁷（以下简称“上虞国控”）、绍兴市上虞水利建设集团有限公司（以下简称“上虞水利”）和绍兴市上虞区交通投资有限公司（以下简称“上虞交投”）的《企业信用报告》，上虞水利已结清信贷记录中有 4 笔关注类短期借款，系 2005-2009 年间流动资金、固定资产及其他贷款，已于 2007-2009 年间结清；上虞交投已结清信贷记录中有 3 笔关注类短期借款，系 2002-2010 年间流动资金及其他贷款，已于 2002-2010 年间结清。除此之外，公司本部及上述子公司无银行信贷违约、迟付利息情况。根据国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公开平台 2022 年 6 月 1 日的查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司期间费用高企，侵蚀营业毛利，盈利的实现仍对政府补助的依赖程度较高；公司承担的土地整理及基础设施、保障房等建设任务较重，资金投入量大，跟踪期内刚性债务持续扩张，已形成较重的债务负担；公司主业现金回笼情况较好，但非筹资性现金流持续呈净流出状态，加之短期刚性债务持续显著上升，公司项目投入及债务偿付资金对外部融资的依赖度较高，面临一定的债务滚续及即期偿付压力；公司资产主要集中于项目建设成本和土地使用权，同时区属国有企业占用公司资金规模较大，公司整体资产流动性较弱。

⁷ 原名绍兴市上虞国控实业有限公司，2019 年 12 月更为现名，系该公司于 2019 年 12 月 5 日新设立的全资子公司，注册资金为 2.00 亿元，主要负责实业经营，已整合商贸国资公司、宏达公路、大众劳务、粮储公司等子公司。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 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⁸。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2021 年 9 月 30 日，上虞区国资委将其持有的上虞交通集团 51% 股权划转至该公司，同时将公司持有的上虞经开 100% 股权划转至上虞杭州湾经控。除上述事项外，2021 年公司新设 5 家子公司。2022 年第一季度，公司合并范围较 2021 年末无变化。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的全资、控股子公司共计 181 家，其中一级子公司共 7 家。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

该公司承担的土地整理及基础设施、保障房等建设任务较重，资金投入量大，跟踪期内刚性债务持续扩张，已形成较重的债务负担，但受益于资产及资金划拨，负债经营程度整体有所下降。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司负债总额分别为 863.98 亿元和 939.32 亿元，其中刚性债务分别为 780.25 亿元和 845.84 亿元，占债务总额的比重均在 90% 以上；同期末资产负债率分别为 55.14% 和 56.78%。

2021 年末，该公司长短期债务比为 151.02%，较上年末下降 13.82 个百分点，债务期限结构仍偏长期。从具体构成看，公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款⁹和专项应付款构成。2021 年末，公司应付账款余额为 11.10 亿元，较上年末增长 28.65%，主要为应付浙江省水电建筑安装有限公司、北京金河水务建设集团有限公司、浙商中拓集团股份有限公司等单位的工程款，涉及单位分布较为分散；其他应付款余额为 29.19 亿元，主要为应付上虞区属企业往来款，较上年末增长 67.09%，主要包括应付绍兴市上虞曹娥江旅游开发投资有限公司 2.46 亿元、绍兴市上虞区东山旅游开发有限公司 2.30 亿元、绍兴市上虞水资源投资开发有限公司 1.65 亿元、绍兴市上虞舜泰市政工程有限公司 1.64 亿元和绍兴市上虞区虞舜旅游实业有限公司 1.30 亿元等；专项应付款余额为 27.17 亿元，主要为收到的工程专款 9.31 亿元、财政拨款 6.96 亿元、虞东河湖综合整治工程款 2.98 亿元、百官街道拆迁补助款 2.83 亿元等，较上年末增长 15.59%，主要系合并上虞交通集团收到的工程专款所致。此外，公司因执行新收入准则，期末新增合同负债余额 6.79 亿元，系预收商品款、工程款等。2022 年 3 月末，公司合同负债余额为 10.11 亿元，较上年末增长 48.78%，主要系预收的商品款及工程款等进一步增长所致；专项应付款余额为 35.15 亿元，较上年末增长 29.35%，主要系财政拨款增长所致。除刚性债务所涉科目外，其他负债科目较上年末变动不大。

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 780.25 亿元和 845.84 亿元，分别较上年末增长 16.54% 和 8.41%；股东权益与刚性债务比率分别为 90.08% 和 84.52%，分别较上年末上升 21.34 个百分点和下降 5.56 个百分点，得益于股东资产注入，

⁸ 本报告 2019 年财务数据使用 2017-2019 三年连审报告，容诚审字[2020]310Z0633 号；2020 年财务数据使用 2020 年审计报告，容诚审字[2021]310Z0058 号；2021 年财务数据使用 2021 年审计报告，容诚审字[2022]310Z0047 号。

⁹ 不含应付股利，下同。

股东权益对刚性债务保障程度有所增强，但公司刚性债务持续扩张，股东权益无法对刚性债务形成覆盖。同时，随着债务扩张及逐步到期，2021 年以来公司短期刚性债务大幅增长，持续面临即期偿付压力。2021 年末短期刚性债务余额较上年末增长 33.27%至 293.32 亿元，短期刚性债务现金覆盖率较上年末增长 2.96 个百分点至 40.40%；2022 年 3 月末公司短期刚性债务余额较上年末增长 17.11%至 343.51 亿元，短期刚性债务现金覆盖率略降至 40.38%。

2021 年末该公司刚性债务主要包括银行借款 282.50 亿元、债券 451.04 亿元、融资租赁及信托等其他形式借款 12.28 亿元、地方政府债券 28.40 亿元，当年公司进一步扩大债券融资力度，刚性债务增量主要来源于债券。从具体构成看，银行借款余额为 282.50 亿元，较上年末减少 62.22 亿元，包括短期借款 102.57 亿元、一年内到期的长期借款 50.01 亿元和长期借款 129.92 亿元，分别较上年末增长 55.52%、-30.82%和-37.08%；公司主要采用保证借款和抵质押借款的方式，抵质押物主要为房产、土地使用权和项目未来收益权等。同期末，公司应付债券余额为 451.04 亿元，较上年末增加 151.02 亿元，其中一年内到期的应付债券（不含利息）109.19 亿元、计入其他流动负债的短期融资债券 24.40 亿元、中长期债券 317.46 亿元，分别较上年末增长 109.70%、1.66%和 41.75%。从偿债主体看，刚性债务主要集中于公司本部，以及上虞城建、上虞交通集团、上虞国控和上虞水务等子公司，2021 年末公司本部及子公司刚性债务分别为 322.15 亿元和 458.10 亿元。

2022 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增加 65.60 亿元至 845.84 亿元，主要包括银行借款 333.75 亿元、债券 454.38 亿元、融资租赁及信托等其他形式借款 13.58 亿元、地方政府债券 34.05 亿元，当期刚性债务增量主要来源于银行借款。

截至 2022 年 5 月末，该公司存续境内标准债券本金余额为 377.79 亿元，若以行权计，2022-2024 年到期本金分别为 109.29 亿元、86.00 亿元和 137.00 亿元；存续境外债券本金余额为 10.40 亿美元，其中 2022 年到期 3 亿美元。从发债主体看，公司本部待偿债券本金为 227.05 亿元和 8.00 亿美元，2021 年新划入子公司上虞交通集团及其子公司待偿债券本金余额为 56.00 亿元。详见图表 1。

截至 2021 年末，该公司对外担保金额为 189.48 亿元，担保比率为 26.96%，其中对关联方上虞杭州湾经控及其下属子公司提供担保 110.04 亿元，对关联方绍兴市上虞文化旅游集团有限公司（以下简称“上虞文旅集团”）及其下属子公司提供担保 69.95 亿元；对非关联方提供担保 2.59 亿元，主要系对绍兴市风情旅游度假新干线建设有限公司担保 1.90 亿元。公司对外担保方主要是上虞区属企业，与公司在同一国资体系中，但公司对外担保规模较大，不利于财务风险控制。

（2）现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映公司土地整理、水务以及商品销售等主营业务的现金收支及往来情况。2021 年，公司主营业务收到的现金为 77.28 亿元，营业收入现金率为 105.27%，同比下降 4.36 个百分点，主业现金回笼情况仍较好。此外，近年来公司项目建设投入规模较大，同时受公司与企事业单位往来款影响，其经营活动产生的现金流持续呈大额净流出状态，2021 年净流出量为 48.12 亿元。由于公司资产整合工作的推进以及上虞水务、上虞交通集团等在建项目的投入，公司投资活动现金流持续呈净流出

状态，2021 年投资性现金流净额为-37.48 亿元。公司主要依靠外部融资弥补经营和投资环节的现金流出，2021 年筹资活动产生的现金净流入量为 105.02 亿元。

2022 年第一季度，受项目建设持续投入及往来款净流出规模较大影响，该公司当期经营活动现金流量净额仍呈净流出状态，净流出量为 47.12 亿元，营业收入现金率为 123.11%，收现情况较好；同期投资活动现金流量净额为-16.03 亿元，筹资活动现金流量净额为 77.75 亿元。

该公司 EBITDA 主要由费用化利息支出、利润总额和固定资产折旧构成，2021 年为 23.58 亿元，由于公司刚性债务规模较大，而利润规模有限，公司 EBITDA 对利息支出的保障程度较弱；公司非筹资性现金流持续呈净流出状态，无法对公司债务提供有效保障。

图表 6. 2019-2021 年公司现金流与 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.57	0.76	0.71
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.03	0.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-23.13	-41.81	-16.13
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-5.51	-12.95	-6.64
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-39.55	-65.85	-28.69
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-9.43	-20.39	-11.81

注：根据上虞国资提供的财务数据计算、绘制

(3) 资产质量分析

该公司作为上虞区内唯一一家专业从事国有资本投资运营的大型投资性国有企业，得到政府在资产和资金方面的持续注入，受益于此，近年来公司保持较强的资本实力。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司所有者权益分别为 702.84 亿元和 714.87 亿元，同期末实收资本均为 3.72 亿元；资本公积分别为 438.88 亿元和 445.56 亿元，分别占所有者权益的 62.44%和 62.33%，主要系政府注入的土地、房产、股权和货币资金等。其中，2021 年末资本公积较上年末增长 21.98%，主要受当期公司无偿获得上虞交通集团 51% 股权和上虞经开 100%股权无偿划出，以及公司无偿获得上虞杭州湾经控 20%股权、各子公司收到财政拨款与划入资产综合影响所致。此外，主要因合并范围变更，2021 年末公司未分配利润较上年末增长 295.28%至 34.47 亿元；少数股东权益较上年末增长 158.85%至 221.95 亿元。

2021 年末，该公司资产总额为 1566.81 亿元，较上年末增长 31.69%，仍以流动资产为主。从具体构成来看，2021 年末，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款¹⁰和存货构成。其中，货币资金余额为 118.35 亿元，较上年末增长 43.85%，其中受限资金为 5.76 亿元；其他应收款余额为 99.72 亿元，主要为应收政府部门、国企及关联方款项，应收余额前五名分别为上虞建发 37.44 亿元、上虞经开 9.59 亿元、浙江上虞经济开发区发展总公司 8.34 亿元、绍兴市上虞区城乡建设服务中心 6.22 亿元和绍兴市上虞区舜茂投资有限公司 4.82 亿元往来款等，账龄主要在 1 年以内，其他应收款余额较上年末下降 19.86%，主要系合并范围变更及收回部分往来款所致；存货余额为 592.80 亿元，主

¹⁰ 不含应收股利和应收利息，下同。

要为开发成本（主要为土地整理成本）299.17 亿元和合同履约成本（主要为基础设施项目建设成本）281.69 亿元，较上年末略降 0.21%。

2021 年末，该公司非流动资产余额为 740.92 亿元，较上年末增长 93.53%，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产、其他非流动资产构成。2021 年末，公司长期股权投资余额为 184.81 亿元，较上年末增加 161.25 亿元，主要系当期无偿获得上虞杭州湾经控 20% 股权，导致期末新增对上虞杭州湾经控长期股权投资余额 75.07 亿元，以及因上虞交通集团并表而新增对绍兴滨海新区发展集团有限公司和绍兴市上虞区创富投资合伙企业（有限合伙）投资，期末长期股权投资余额分别为 76.18 亿元和 10.89 亿元；投资性房地产余额为 81.79 亿元，主要为公司自持房产等，较上年末下降 36.07%，主要系当期合并范围变动所致；固定资产余额为 101.41 亿元，主要为房屋建筑物和供水设施，较上年末显著增长 170.67%，主要系资产划入及在建工程转入所致；在建工程余额为 54.14 亿元，主要为供水工程、舜惠虞东河湖工程、新农村及各乡镇工程等，较上年末增长 82.52%，主要系各项目持续投入所致；无形资产余额为 160.92 亿元，主要为土地使用权余额 150.35 亿元和砂石资源开采权余额 10.50 亿元，较上年末增长 67.37%，主要系无偿划入土地导致土地使用权增长所致；其他非流动资产余额为 83.54 亿元，主要为公路工程项目 67.74 亿元，较上年末增加 81.41 亿元，主要系当期合并范围变动所致。此外，因公司执行新金融工具准则，期末可供出售金融资产余额降至 0，新增债权投资余额为 18.66 亿元，主要为对绍兴市曹娥江大闸投资开发有限公司及杭甬客运专线上虞段的投资余额 5.67 亿元和 5.13 亿元；其他权益工具投资余额 10.66 亿元，主要为对上市公司卧龙电驱 3.35 亿元和国邦医药 1.98 亿元投资，以及对非上市公司绍兴银行股份有限公司 2.63 亿元、浙江杭绍甬高速公路有限公司 1.19 亿元投资等；其他非流动金融资产余额 9.30 亿元，主要为对长三角数文（绍兴上虞）股权投资合伙企业（有限合伙）3.25 亿元投资、对宁波保税区虞科稳健投资合伙企业（有限合伙）投资 3.10 亿元和对绍兴上虞宝祥企业管理合伙企业（有限合伙）投资 1.67 亿元等；长期应收款余额为 34.51 亿元，较上年末增长 89.06%，主要为代绍兴市上虞区水利局支付工程款 21.24 亿元，以及因合并范围变动新增的应收高铁新城指挥部转让款 13.25 亿元。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 1654.19 亿元，较上年末增长 5.58%，其中货币资金较上年末增长 17.11%至 138.59 亿元；因往来款有所增长导致其他应收款较上年末增长 15.46%至 115.14 亿元；因项目持续投入导致存货较上年末增长 6.30%至 630.16 亿元、在建工程较上年末增长 11.80%至 60.53 亿元。除此之外，公司资产结构未发生重大变化。

（4）流动性/短期因素

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 239.96%和 227.96%，仍处于较高水平。截至 2022 年 3 月末，公司受限资产余额为 51.30 亿元，占资产总额的比例为 3.10%。其中存货、固定资产和货币资金受限金额分别为 26.01 亿元、8.87 亿元和 7.67 亿元。整体看，公司资产主要集中于土地使用权和项目建设成本，其变现性受当地土地市场景气度及政府结算安排等因素影响较大。此外，区属企业占用公司资金规模较大，不利于公司资金周转，公司整体资产流动性较弱。

图7. 截至 2022 年 3 月末公司受限资产明细（单位：亿元、%）

科目	期末账面价值	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	7.67	5.53	保证金
存货	26.01	4.13	借款抵押
投资性房地产	3.62	4.43	借款抵押
固定资产	8.87	8.83	借款抵押
无形资产	4.62	2.87	借款抵押
在建工程	0.51	0.85	借款抵押
合计	51.30	--	--

资料来源：上虞国资

2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司现金比率分别为 34.43%和 35.03%；短期刚性债务现金覆盖率分别为 40.40%和 40.38%。近年来公司短期刚性债务规模持续显著上升，现金类资产对其保障程度不足，同时非筹资现金流持续净流出，公司项目投入及债务偿付资金对外部融资的依赖度较高，面临一定的债务滚续及即期偿付压力。

图8. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	626.15	319.45	239.96	227.96
现金比率（%）	89.61	32.62	34.43	35.03
短期刚性债务现金覆盖率（%）	110.94	37.44	40.40	40.38

资料来源：上虞国资

3. 公司盈利能力

该公司营业毛利主要来源于服务业务、商品销售和土地开发业务。2021 年公司实现营业毛利 7.55 亿元，综合毛利率为 10.29%。分业务板块，2021 年，公司水务业务毛利率为-18.16%，受当年污水处理成本及供水折旧成本上升等因素影响，污水处理及供水业务毛利率均有所下滑，水务业务转亏；商品销售业务毛利率为 7.53%，受新并入的上虞交通集团贸易业务毛利空间小，该板块业务毛利率大幅下滑；其余业务毛利率基本稳定。

2021 年，该公司期间费用为 19.04 亿元，其中财务费用为 6.93 亿元，同比增长 221.15%，主要系随着债务扩张，利息负担有所加重；管理费用为 9.63 亿元，同比增长 27.77%，主要系随着公司业务规模的扩大，职工薪酬、折旧摊销、租赁费以及运营服务支出等增加导致管理费逐年增长；2021 年公司期间费用率为 25.93%，同比增长 2.80 个百分点。公司主营业务盈利能力较弱，且较高的期间费用对营业毛利形成较大侵蚀。但公司下属多家子公司在上虞区内承担重要的职能，可得到政府持续的支持，2021 年收到政府补助 16.33 亿元。同时，投资收益也为盈利提供一定支撑，2021 年公司实现投资收益 2.26 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益；同期，公司实现净利润 5.76 亿元，净资产收益率为 0.99%。

2022 年第一季度，该公司实现营业收入 17.83 亿元，综合毛利率为 11.25%。同期，期间费用为 5.52 亿元，期间费用率为 30.98%，期间费用较高；公司收到政府补助收入 3.50 亿元，实现净利润 0.21 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，跟踪期内，公司资产整合工作持续推进，业务规模有所扩大，目前主业覆盖水务、工程施工、土地开发、基础设施及安置房建设、商贸、综合服务等多个板块，公司业务具有区域专营优势，同时多元化经营可在一定程度上提升经营稳定性；2021 年，因合并范围变动新增贸易和成品油销售业务，以及在工程施工、土地开发、环卫及劳动代理等业务规模增长拉动下，公司营收规模大幅增长，但在水务业务转亏、新增的贸易业务毛利空间小等综合影响下，公司业务盈利能力略有下滑；基建及土地开发业务已对资金形成较大占用，且后续仍有较大规模的投建安排，公司面临一定的资本支出压力。

跟踪期内，该公司期间费用高企，侵蚀营业毛利，盈利的实现仍对政府补助的依赖程度较高；公司承担的土地整理及基础设施、保障房等建设任务较重，资金投入量大，跟踪期内刚性债务持续扩张，已形成较重的债务负担；公司主业现金回笼情况较好，但非筹资性现金流持续呈净流出状态，加之短期刚性债务持续显著上升，公司项目投入及债务偿付资金对外部融资的依赖度较高，面临一定的债务滚续及即期偿付压力；公司资产主要集中于项目建设成本和土地使用权，同时区属国有企业占用公司资金规模较大，公司整体资产流动性较弱。

2. 外部支持因素

该公司是上虞区从事国有资本投资运营的核心企业，目前主业已覆盖水务、土地开发、基础设施代建、安置房建设、商贸、综合服务等板块，业务地位突出，下属多家子公司在上虞区内承担重要的职能，可得到上虞区政府的持续支持。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别收到政府补助 16.33 亿元和 3.50 亿元，为盈利的实现提供了重要支撑。此外，公司因无偿获得上虞交通集团 51%股权和上虞杭州湾经控 20%股权、无偿划出上虞经开 100%股权，以及各子公司收到财政拨款与划入资产等综合影响，2021 年末资本公积较 2020 年末增加 79.08 亿元至 438.88 亿元，跟踪期内公司资本实力进一步提升。

同时，该公司已与多家商业银行开展合作，整体信用状况良好。截至 2022 年 3 月末，公司获得的银行总授信额度为 489.08 亿元，其中已使用授信额度 371.24 亿元，剩余授信 117.83 亿元。

跟踪评级结论

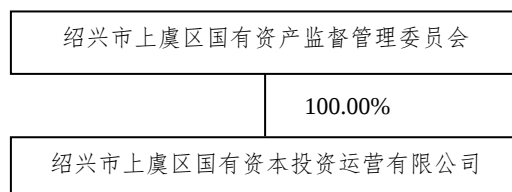
上虞区地处杭州湾南岸，交通便利，已形成了以机械装备、医药化工、轻工纺织、照明电器等为主导产业的经济格局。跟踪期内，上虞区经济总量保持稳步增长，综合实力不断提升，同时长三角一体化发展及上虞区融杭连甬接沪发展战略的实施或将进一步提升其区域发展综合竞争力。

该公司系上虞区国资委为整合区内优质资产而设立的大型国有企业，跟踪期内，公司资产整合工作持续推进，业务规模有所扩大，目前主业覆盖水务、工程施工、土地开发、基础设施及安置房建设、商贸、综合服务等多个板块，公司业务具有区域专营优势，同时多元化经营可在一定程度上提升经营稳定性；2021 年，因合并范围变动新增贸易和成品油销售业务，以及在工程施工、土地开发、环卫及劳动代理等业务规模增长拉动下，公司营收规模大幅增长，但在水务业务转亏、新增的贸易业务毛利空间小等综合影响下，公司业务盈利能力略有下滑；基建及土地开发业务已对资金形成较大占用，且后续仍有较大规模的投建安排，公司面临一定的资本支出压力。

跟踪期内，该公司期间费用高企，侵蚀营业毛利，盈利的实现仍对政府补助的依赖程度较高；公司承担的土地整理及基础设施、保障房等建设任务较重，资金投入量大，跟踪期内刚性债务持续扩张，已形成较重的债务负担；公司主业现金回笼情况较好，但非筹资性现金流持续呈净流出状态，加之短期刚性债务持续显著上升，公司项目投入及债务偿付资金对外部融资的依赖度较高，面临一定的债务滚续及即期偿付压力；公司资产主要集中于项目建设成本和土地使用权，同时区属国有企业占用公司资金规模较大，公司整体资产流动性较弱。

附录一：

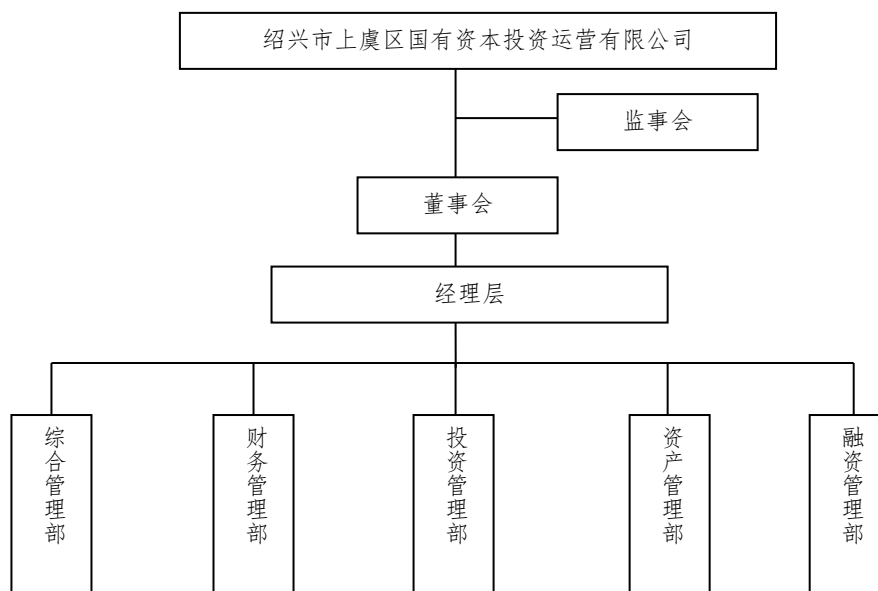
公司股权结构图



注：根据上虞国资提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据上虞国资提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据				
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)
绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司（单体）	上虞国资	--	污水处理、供水；基础设施建设； 土地开发；工程建设等	322.15	431.04	0.02	0.05	-60.26
绍兴市上虞区水务集团有限公司（合并口径）	上虞水务	100.00	供水、污水处理、水利工程建设	83.91	195.84	18.56	1.15	-0.64
绍兴市上虞区交通集团有限公司（合并口径）	上虞交通集团	51.00	交通基础设施投资建设与运营、成品油销售、商品贸易等	126.72	268.59	15.63	1.60	9.87
绍兴市上虞城市建设集团有限公司（合并口径）	上虞城建	51.00	土地整理开发、受托代建项目建设、安置房建设销售、商品销售等	144.67	186.04	21.88	1.56	-17.27
绍兴市上虞国控实业集团有限公司（合并口径）	上虞国控	100.00	劳动代理、粮食收储、资产出租、物流运输、商品销售、工程施工等	94.42	141.36	10.18	0.67	-2.01

注：根据上虞国资提供资料整理

附录四：

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]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,017.78	1,189.80	1,566.81	1,654.19
货币资金 [亿元]	114.48	82.27	118.35	138.59
刚性债务[亿元]	559.09	669.51	780.25	845.84
所有者权益 [亿元]	422.37	460.22	702.84	714.87
营业收入[亿元]	44.78	50.51	73.41	17.83
净利润 [亿元]	2.25	2.72	5.76	0.21
EBITDA[亿元]	12.53	16.52	23.58	—
经营性现金净流入量[亿元]	-29.23	-79.55	-48.12	-47.12
投资性现金净流入量[亿元]	-20.75	-45.73	-37.48	-16.03
资产负债率[%]	58.50	61.32	55.14	56.78
长短期债务比[%]	365.63	188.82	151.02	137.20
权益资本与刚性债务比率[%]	75.55	68.74	90.08	84.52
流动比率[%]	626.15	319.45	239.96	227.96
速动比率[%]	220.55	84.06	66.83	67.70
现金比率[%]	89.61	32.62	34.43	35.03
短期刚性债务现金覆盖率[%]	110.94	37.44	40.40	40.38
利息保障倍数[倍]	0.33	0.43	0.49	—
有形净值债务率[%]	155.13	200.77	159.60	169.65
担保比率[%]	26.98	22.31	26.96	27.12
毛利率[%]	6.33	11.16	10.29	11.25
营业利润率[%]	5.66	5.88	8.48	0.29
总资产报酬率[%]	0.72	0.86	1.18	—
净资产收益率[%]	0.53	0.62	0.99	—
净资产收益率*[%]	0.42	0.57	0.98	—
营业收入现金率[%]	99.47	109.63	105.27	123.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-23.13	-41.81	-16.13	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.51	-12.95	-6.64	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-39.55	-65.85	-28.69	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.43	-20.39	-11.81	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.57	0.76	0.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.03	0.03	—

注：表中数据依据上虞国资经审计的 2019-2021 年财务数据及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。
其中 2019 年数据来源于 2017-2019 年连审报告（容诚审字[2020]310Z0633 号），2020 年数据来源于容诚审字[2021]310Z0058 号审计报告，2021 年数据来源于容诚审字[2022]310Z0047 号审计报告。

附录五：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	6
		盈利能力	9
		公司治理	5
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	2
		流动性	8
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向	上调	
主体信用等级			AA ⁺

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2017年7月26日	AA+/稳定	陆奕璇、刘明球	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年11月19日	AA+/稳定	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015)	报告链接
	本次评级	2022年6月27日	AA+/稳定	龚春云、吴梦琦	公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (18上虞国资MTN001)	历史首次评级	2017年7月26日	AA+	陆奕璇、刘明球	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA+	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015)	报告链接
	本次评级	2022年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (20上虞国投MTN001)	历史首次评级	2019年7月11日	AA+	陆奕璇、李娟	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	2021年6月24日	AA+	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015)	报告链接
	本次评级	2022年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (20上虞国投MTN002)	历史首次评级	2020年10月16日	AA+	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015)	报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA+	陆奕璇、龚春云	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
	本次评级	2022年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21上虞国投MTN001)	历史首次评级	2021年4月22日	AA+	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA+	陆奕璇、龚春云	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
	本次评级	2022年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (G21虞资1)	历史首次评级	2020年12月31日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA+	陆奕璇、龚春云	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
	本次评级	2022年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (G21虞资2)	历史首次/前次评级	2021年11月19日	AA+	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015)	报告链接
	本次评级	2022年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21虞国01)	历史首次/前次评级	2021年6月22日	AA+	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015)	报告链接
	本次评级	2022年6月27日	AA+	龚春云、吴梦琦	公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-

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。

附录七：

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 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。

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。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、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。