

2014年绍兴市上虞城市建设集团有限公司

公司债券

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[2019]100084】

评级对象: 2014年绍兴市上虞城市建设集团有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2019年5月24日
前次跟踪:	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2018年10月25日
首次评级:	AA	稳定	AA	2014年5月5日

主要财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	1.43	3.66	5.69
刚性债务	23.42	25.78	20.15
所有者权益	64.92	66.54	87.92
经营性现金净流入量	0.43	1.05	2.76
发行人合并数据及指标:			
总资产	257.45	254.84	297.44
总负债	160.49	150.27	132.94
刚性债务	95.96	119.85	110.40
所有者权益	96.97	104.57	164.50
营业收入	5.04	16.26	16.46
净利润	0.82	1.05	1.87
经营性现金净流入量	-34.41	-15.82	-0.16
EBITDA	2.30	1.81	2.56
资产负债率[%]	62.34	58.97	44.70
长短期债务比[%]	132.96	565.80	179.45
权益资本与刚性债务比率[%]	101.04	87.25	149.00
流动比率[%]	357.92	1072.48	572.34
现金比率[%]	16.92	79.54	70.59
利息保障倍数[倍]	1.72	5.64	29.21
EBITDA/利息支出[倍]	1.97	7.19	37.34
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02

注: 发行人数据根据上虞城建经审计的2016~2018年财务数据整理、计算, 其中2017年财务数据采用经追溯调整的2018年期初数。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com
 曹翀 caochong@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)对绍兴市上虞城市建设集团有限公司(简称“上虞城建”、发行人、该公司或公司)及其发行的14虞城建债的跟踪评级反映了跟踪期内上虞城建在业务地位、负债经营程度下降、资本实力等方面具有的优势,同时也反映了公司在房地产业务经营、债务偿付、或有债务及业务管理等方面继续面临压力。

主要优势:

- **业务地位突出。**上虞城建是绍兴市上虞区国资委所属国有独资公司,主要承担上虞区城市基础设施建设、土地开发整理和保障房建设职能,能够持续获得上虞区政府在资金拨付、资产注入、政府补贴和业务特许经营等方面较大力度的支持。
- **负债经营程度有所下降。**跟踪期内,上虞城建负债规模下降,加之所有者权益大幅增长,公司负债经营程度继续下降,后续融资空间有所提升。
- **资本实力大幅增强。**跟踪期内,上虞政府向公司划拨高铁新城公司等股权、砂石苗木等资源性资产,向公司进行财政拨款,公司资本实力实现大幅提升。

主要风险:

- **债务偿付压力较大。**跟踪期内,上虞城建刚性债务规模整体维持在较高水平,面临较大的偿债压力。
- **投融资压力较大。**跟踪期内,上虞城建尚有较大规模的投资建设支出需求,后续仍存在较大的资金压力。
- **或有债务风险。**跟踪期内,上虞城建对外担保余额大,存在一定的担保代偿风险。

- **业务管理风险。**跟踪期内，上虞城建获得较多经营性资产划入，公司业务类型增加，目前已涉及环卫、停车收费管理、市政施工材料检测、废土处置等领域，对公司的业务管控能力提出一定挑战。

➤ 未来展望

通过对上虞城建及其发行的本期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；认为本期债券还本付息安全性很高，并维持本期债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2014 年绍兴市上虞城市建设集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年上虞市城市建设发展有限公司公司债券（简称“14 虞城建债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上虞城建提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对上虞城建的财务状况、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。

根据国家发改委“发改财金（2014）1613 号”文核准，该公司于 2014 年 8 月 7 日发行了规模为 18 亿元的“14 虞城建债”，期限为 7 年，目前尚未到期。截至 2018 年末，公司境内存续期债券仅为“14 虞城建债”。根据“14 虞城建债”发行条款，债券采用提前还款方式，即在债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，公司已于 2018 年偿还 3.60 亿元债券本金，截至目前待偿还本金余额为 10.80 亿元。

“14 虞城建债”募集资金用于百官街道城北区块拆迁安置房工程、城北道路工程等 4 个项目建设。募投项目规划投资总额 45.18 亿元，其他资金来源为该公司自筹。截至 2017 年末，募投项目已全部完成投资。

图表 1. 公司本期债券募投项目及使用募投资金情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	募集资金安排
1	百官街道城北区块拆迁安置房工程	26.73	26.73	8.00
2	上虞市城北道路工程	6.06	6.06	3.50
3	上虞市人才公寓项目	6.90	6.90	3.50
4	上虞市入城口改造工程	5.49	5.49	3.00
合计	—	45.18	45.18	18.00

资料来源：上虞城建（截至 2017 年末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑

起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产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；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非

标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。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继续保持，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，上虞区经济继续保持稳健发展，固定资产投资额增速有所放缓；房地产销售保持增长，土地交易市场表现活跃。

上虞区地处杭州湾南岸，地理位置优越，交通便利，经济较为发达。跟踪期内，随着我国经济结构调整升级加快，上虞区保持了较快的经济发展速度，2018年全区实现地区生产总值916.52亿元，同比增长7.4%。其中，第一产业实现增加值46.58亿元，同比增长2.4%；第二产业实现增加值471.77亿元，同比增长6.8%，其中工业增加值400.15亿元，同比增长6.8%；第三产业实现增加值398.17亿元，同比增长8.8%。按户籍人口计算，2018年上虞区人均生产总值11,7380元，同比增长7.4%。

图表 2. 近年来上虞区主要经济指标情况

指 标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	773.22	7.0%	841.04	7.2%	916.52	7.4%
规模以上工业总产值（亿元）	1,878.89	7.2%	—	16.2%	1,461.06	12.8%
固定资产投资（亿元）	548.12	13.0%	539.63	2.6%	—	-11.1%
工业生产性投资（亿元）	310.34	8.0%	291.64	-0.7%	—	—
社会消费品零售总额（亿元）	301.81	11.3%	334.40	10.8%	342.24	11.2%
城镇居民人均可支配收入（元）	50,910	7.7%	55,270	8.6%	60,042	8.6%
农村居民人均纯收入（元）	27,089	8.0%	29,641	9.4%	32,423	9.4%

资料来源：根据 2016~2018 年《上虞区国民经济和社会发展统计公报》等整理。

目前上虞区已形成了以国家级开发区杭州湾上虞经济技术开发区（以下简称“杭州湾经开区”）和省级开发区上虞经济开发区（以下简称“上虞经开区”）为产业平台，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。2018 年实现工业总产值增长 10.2%，其中规模以上工业产值增长 12.8%。从轻重工业看，规模以上轻工业实现产值 410.76 亿元，同比增长 9.0%，规模以上重工业实现产值 1,050.30 亿元，同比增长 14.3%。分行业看，机械装备业实现规模以上产值 144.87 亿元，同比增长 16.2%；医药化工业实现规模以上产值 519.26 亿元，同比增长 19.8%；轻工纺织业实现规模以上产值 167.43 亿元，同比增长 5.5%；照明电器业实现规模以上产值 55.51 亿元，同比下降 1.5%。

2018 年上虞区固定资产投资下降 11.1%，其中交通运输投资、生态环境和公共设施投资、高新技术产业投资分别下降 12.4%、17.7%、19.3%；民间投资增长 5.2%。同年，上虞区实现社会消费品零售总额 342.24 亿元，同比增长 11.2%，其中线上社会消费品零售总额 115.38 亿元，增长 18.1%；电子商务加快发展，全年实现网络零售额 60.94 亿元，同比增长 27.4%。

从房地产和土地市场来看，2018 年以来上虞区房地产销售面积保持增长，当年全区商品房销售面积商品房销售面积 120.69 万平方米，同比增长 3.0%。延续 2017 年的土地供应的热度，2018 年上虞区土地交易市场表现较为活跃。2018 年上虞区完成土地成交面积 245.50 万平方米，同比增长 11.92%；土地成交总价为 65.39 亿元，同比增长 60.31%，其中住宅用地成交总价为 52.27 亿元，楼面价为 7,047.08 元/平方米，同比增长 83.54%，一方面由于当年交易均价明显上涨，另一方面 2018 年成交的地块主要是均价相对较高的上虞区滨江新城地块和城北地块。

图表 3. 近年来上虞区土地市场交易情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
土地成交面积（万平方米）	130.88	219.35	245.50
其中：住宅用地	20.36	52.87	48.54
工业用地	97.04	150.55	183.18
土地成交总价（亿元）	11.48	40.79	65.39
其中：住宅用地	6.77	34.90	52.27
工业用地	3.90	5.14	6.45
楼面价（元/平方米）	735.48	1,336.55	2,043.91
其中：住宅用地	2,474.18	3,839.60	7,047.08
工业用地	323.27	256.78	287.33

资料来源：Wind

2. 业务运营

该公司主要承担上虞区的开发建设任务，核心业务涵盖土地整理开发、受托代建项目建设、安置房建设等。受代建项目结算进度及房屋销售业务波动的影响，近年来公司业务收入结构波动较大。2018 年，公司营业收入主要来源于土地开发业务和房屋销售，其中土地开发业务当年公司共出让两个地块，并确认部分收入；房屋销售收入由于销售量减少而下降；由于代建项目结算较少，受托代建项目收入仍较少；公司环卫保洁服务覆盖区域扩大，业务收入大幅提升；其他业务规模均较小。

该公司承担上虞区的开发建设任务，核心业务涵盖土地整理开发、受托代建项目建设、安置房建设等。2018年，公司实现营业收入16.46亿元，同比增长1.21%，主要来源于土地出让收入和房屋销售收入。从业务分类看，受代建项目回结算进度及房屋销售业务波动的影响，近年来公司业务收入结构波动较大。2018年，公司出让城北70号地块和城东79号地块，当年合计结转出让收入5.29亿元。2018年房屋销售结转收入8.70亿元，包括安置房销售收入约为8.41亿元及其他房屋销售收入约0.29亿元。2018年以来，环卫保洁服务覆盖区域进一步扩大，目前已经覆盖上虞区全部街道，后续规划将逐步覆盖全部乡镇街道，当年实现业务收入1.19亿元，同比大幅增长。由于代建项目结算较少，当年受托代建项目建设业务仅实现收入0.41亿元；工程结算、租金收入等规模仍较小。此外，2018年公司停车收费业务实现收入371.35万元（计入“租金”），目前收费车位共4,080个，计划2019年继续增加3,200个车位。

图表 4. 近三年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地开发	—	—	—	—	5.29	32.16
受托代建	3.44	68.28	0.02	0.09	0.41	2.46
房屋销售	0.53	10.51	15.04	92.52	8.70	52.88
租金	0.15	2.96	0.22	1.36	0.27	1.63
工程结算	0.83	16.43	0.52	3.23	0.54	3.27
环卫服务	—	—	0.42	2.60	1.19	7.26
其他（万元）	917.76	1.82	327.68	0.20	568.13	0.35
合计	5.04	100.00	16.26	100.00	16.46	100.00

资料来源：上虞城建

（1）土地开发业务

该公司是负责上虞城区“城中村”拆迁改造工作的主要主体。公司根据政府规划对“城中村”进行拆迁改造，资金来源为银行贷款和土地结算款，业务模式为公司负责拆迁区域地块“五通一平”，完成后将其交给政府出让。土地出让后，政府对公司按实际开发整理成本加成一定比例进行结算。公司将获得的土地结算款作为拆迁改造、基础设施建设等项目的资金来源。2018年公司确认土地出让收入5.29亿元，分别为城北70号地块（3.02亿元）和城东79号地块（2.27亿元）的出让收入。

该公司将发生的土地前期整理费用计入存货，待土地出让完成确认主营业务收入的同时确认主营业务成本。2018年公司在土地开发业务方面的投入成本为5.04亿元，当年公司出让城北70号地块和城东79号地块两块土地，面积合计为230.40亩，土地成交总价为11.33亿元。土地出让收入的结算来看，一般在政府将土地出让完毕后的半年到一年内，公司能取得土地结算款。

图表 5. 2018年公司土地出让情况

上市地块编号	土地性质	上市面积（亩）	土地单价（万元/亩）	成交总价（亿元）
城北70号地块	住宅、批发零售、住宿餐饮	131.70	506.60	6.64
城东79号地块	住宅、批发零售、住宿餐饮	98.70	478.40	4.69

上市地块编号	土地性质	上市面积（亩）	土地单价（万元/亩）	成交总价（亿元）
合计	—	230.40	—	11.33

资料来源：上虞城建

2018年，根据绍兴市上虞区国有资产监督管理委员会（简称“上虞区国资委”）12月28日印发的《关于同意绍兴市上虞城市建设集团有限公司划入资产评估价值的批复》，上虞区国资委向子公司绍兴市上虞城建资产经营管理有限公司（简称城建资产公司）无偿划拨14个不动产¹，为住宅或商业用地的房产，房产面积合计3.15万平方米，根据中铭国际资产评估（北京）有限责任公司出具的资产评估报告（中铭评报字[2018]第3130号），上述不动产评估价值合计2.86亿元；向子公司城乡生态环保无偿划拨1块住宅用地，土地面积为5.14万平方米，根据中铭国际资产评估（北京）有限责任公司出具的资产评估报告（中铭评报字[2018]第3129号），该土地评估价值为5.87亿元。截至2018年末，公司持有已开发、待出让土地41宗，面积3,353.28亩，合计成本59.59亿元，其中新增的绍兴市上虞高铁新城建设投资有限公司（简称高铁新城公司）的待出让土地15宗，面积903.70亩。公司后续将根据市场情况适时进行土地出让。

图表 6. 截至 2018 年末公司待出让的土地情况

土地座落	规划用地性质	面积（亩）
城北 37-3 号	商住	13.50
城北 39-1 号	商住	120.80
城北 40 号	商住	229.40
城北 49 号	商住	71.60
城北 53 号	商住	75.80
城北 69 号	商住	277.50
城北 68 号南侧	商住	40.50
城东 76 号	商住	90.80
城东 77 号	商住	37.70
城东 78 号	商住	137.40
风和苑南	商住	13.50
城南 N8-3 号	商住	129.08
城南 N9 号	商住	40.00
城南 N5-3	商住	33.70
城北 38 号	商住	181.70
城北 44-3 号	商住	10.20
城北 47-4 号	商住	36.90
城北 52 号	商住	76.90
城北 62 号	商住	176.10
城北 67-2、3 号	商住	301.40
城东 81 号	商住	47.60
城东 83-1 号	商住	52.60
城东 84 号	商住	77.00
城东 85 号	商住	130.00
城东 86-1 号	商住	47.90
J7	商业商服用地	72.60
J8	商业商服用地	65.10
J9	商业商服用地	81.30
J11	住宅用地	104.10
J12	住宅用地	217.80

¹ 计入“资本公积”科目。

土地座落	规划用地性质	面积（亩）
J13	商业商服用地	39.60
J14	商业商服用地	47.10
J15	商业商服用地	48.60
J16-A	商业商服用地	43.65
J16-B	商业商服用地	37.20
J16-C	商业商服用地	68.25
J17	商业商服用地	46.80
J18	商业商服用地	15.79
J19	商业商服用地	10.35
J20	商业商服用地	5.46
合计	—	3,353.28

资料来源：上虞城建

总体看，该公司土地储备较为充足，未来可为公司未来带来较多收入和资金流入，但是受土地市场波动、出让土地的地理位置、容积率等因素影响，公司土地整理开发业务波动对公司经营影响大。

（2）基础设施建设

该公司自 2008 年开始承担上虞区基础设施建设任务，包括安置房建设，城市道路、园林绿化工程施工管理，市政工程、建筑工程的承建，市政道路养护，垃圾收集处理设施建设等。公司城市基础设施建设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，资金由公司自筹，建成后按照协议进行结算。2018 年，公司未新签代建合同。

对于代建项目，该公司将发生的成本计入“存货—受托代建项目”中，待代建项目完工后，与委托方进行竣工结算，将收到的代建款计入“主营业务收入—代建收入”中。项目竣工验收后进行财务决算，政府一般在项目完工后 3~5 年进行结算。2018 年，由于当年结算项目较少，公司受托代建项目收入较少，为 0.41 亿元。

图 7. 2018 年公司完工的主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金来源	总投资	完工时间
三环南匝道建设工程	自筹	0.12	2018 年
N8-2 地块配套道路建设工程	自筹	0.20	2018 年
江环路（石狮市场-迎宾大道）道路建设工程	自筹	0.09	2018 年
江环路（凤鸣路-保驾山路）道路建设工程	自筹	0.16	2018 年
三环东路春晖中学道路两侧绿化工程	自筹	0.53	2018 年
三环东路与百丰公路周边绿化配套工程	自筹	0.06	2018 年
2017 年园林绿化提升工程	自筹	0.53	2018 年
曹娥江“一江两岸”亮化工程	自筹	1.30	2018 年
老旧小区改造四期	自筹	0.30	2018 年
小城镇综合环境治理	自筹	24.85	2018 年
曹娥江喷泉水秀	自筹	0.40	2018 年
城市基础设施提升工程	自筹	0.80	2018 年
百官街道横江里村等自然村征迁安置工程	自筹	17.00	2018 年
合计	—	46.34	—

注：根据上虞城建提供的数据绘制

截至 2018 年末，该公司在建项目计划投资总额为 53.11 亿元，资金来源均为公司自筹，目前已经投资 37.91 亿元，后续仍需投资 15.20 亿元，公司面临的投融资压力较大。

图表 8. 截至 2018 年末，公司在建/拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金来源	总投资	已投资	预计完工时间
百官街道涉及滨江河城区段整治征迁项目	自筹	31.00	26.75	2020.12
三环东路快速路工程	自筹	3.99	3.70	2019.12
美丽示范街二期	自筹	0.57	0.36	2019.12
329 国道 2 号桥北侧地块征迁改造项目	自筹	6.00	3.05	2021.06
老旧住宅小区提质改造工程五期	自筹	0.60	0.05	2020.06
老旧安置小区提升改造	自筹	0.20	0.10	2019.12
杭州湾上虞经济技术开发区垃圾填埋场一期库区覆膜封场及绿化配套工程	自筹	0.15	0.05	2021.12
曹娥江人行景观桥	自筹	1.60	0.08	2020.06
体育场	自筹	3.47	2.78	2019.07
后勤服务中心及室外运动场	自筹	0.57	0.45	2019.07
滨江河景观带	自筹	0.85	0.54	2021.12
老旧住宅小区提质建设工程六期	自筹	0.50	—	2021.06
学海路（河东路-文星路）	自筹	0.41	—	2019.12
大元路（博学路-大库路）	自筹	0.45	—	2019.12
城市道路提升建设工程	自筹	0.30	—	2020.06
上德小学配套道路	自筹	0.14	—	2019.12
春澜路	自筹	0.30	—	2020.10
百官街道三村至曹娥街道娥一村道路联通工程	自筹	0.15	—	2019.06
市民大道道路改造工程	自筹	0.10	—	2019.12
2019 年城市基础设施建设工程	自筹	0.60	—	2019.12
城区污水零直排提升改造	自筹	0.50	—	2020.12
垃圾中转站提升改造	自筹	0.08	—	2020.12
蟠龙岙垃圾填埋场提升改造	自筹	0.06	—	2019.12
百沥河绿化工程	自筹	0.16	—	2020.12
游泳馆景观照明工程	自筹	0.05	—	2019.07
体育场景观照明工程	自筹	0.15	—	2019.09
后勤服务中心及室外运动场景观照明工程	自筹	0.10	—	2019.09
市政绿化等零星配套	自筹	0.06	—	2019.12
合计	—	53.11	37.91	—

注：根据上虞城建提供的数据绘制

（3）保障房业务

该公司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 1,030 套（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。公司根据上虞区政府授权，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。对于公司承做的保障性住房项目，由政府明确政策，实现资金的平衡。

2017 年以来，该公司安置房销售模式由政府委托代建转变为直接销售，2018 年公司销售安置房数量同比下降，导致当年保障性住房结转收入同比下滑至 8.41 亿元。截

至 2018 年末，该公司已完工保障房项目 6 个，包括上虞求是家园项目（人才公寓项目）、上虞凤凰公寓项目（卧龙保障性住房）、上虞水岸新城项目、上虞清泰苑小区项目、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。其中上虞凤凰公寓项目主要用于租赁，该项目总投资 4.25 亿元，截至 2018 年末，1,030 套房屋已全部出租，实现租金收入合计 0.08 亿元；其余 5 个项目均用于出售，已全部投资完毕，项目合计投资额为 47.29 亿元，截至 2018 年末，合计实现资金回笼 28.71 亿元，后续尚有 951 套房屋可售，预计合计可回笼资金约 8.45 亿元²。其中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目前实现资金回笼相对较少，后续还将通过土地出让实现资金回笼。

目前该公司有 1 个保障房项目仍在建设过程中，为百官街道涉及滨江河城区段整治安置项目，该项目计划总投资 9.00 亿元，截至 2018 年末已累计投资 6.50 亿元，待投资金额 2.50 亿元，项目将于 2019 年建设完成并出售给安置户，预计可回笼资金约 9.7 亿元³。

图表 9. 截至 2018 年末公司保障房项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	总投资	已投资	已回笼资金	建筑面积	房屋套数	剩余可售/可租套数	剩余可售面积	资金来源	(预计)完工时间	项目状态	资金平衡方式	预计尚可回笼资金
上虞求是家园项目（人才公寓项目）	6.90	6.90	4.14	14.10	1,066	504	4.65	自筹	2015 年	已完工	出售	约 4
上虞水岸新城项目	4.07	4.07	2.55	11.20	950	224	3.63	自筹	2014 年	已完工	出售	约 3
上虞清泰苑小区项目	0.59	0.59	0.71	3.01	500	46	0.28	自筹	2009 年	已完工	出售	约 0.25
百官街道城北区块拆迁安置房工程	26.73 ⁴	26.73	14.84	65.68	4,166	84	0.82	自筹	2016 年	已完工	出售	约 0.5
百官街道横江里村等自然村安置工程	9.00 ⁵	9.00	6.47	21.70	1,333	93	1.01	自筹	2018 年	已完工	出售	约 0.7
上虞凤凰公寓项目（卧龙保障性住房）	4.25 ⁶	4.25	0.08	6.21	1,030	—	—	自筹	2015 年	已完工	租赁	—
百官街道涉及滨江河城区段整治安置项目	9.00	6.50	—	21.60	1,323	—	—	自筹	2019 年	在建	出售	约 9.7
合计	60.54	58.04	28.79	143.50	10,368	951	10.39	—	—	—	—	约 18.15

资料来源：上虞城建

（4）其他业务

该公司其他业务收入来源包括工程结算、租金及环卫服务等业务收入，其中工程结算和租金收入规模相对较小，2018 年公司工程结算收入和租金收入分别为 0.54 亿元和 0.27 亿元。

该公司于 2017 年获得上虞区政府授权管理多条街道的环卫保洁服务经营权，该业务运营主体为子公司绍兴市上虞环境卫生管理集团有限公司⁷（简称环卫集团），环卫集

² 根据公司提供的房屋预计售价及剩余可售面积估算而得：人才公寓项目、上虞水岸新城项目和上虞清泰苑小区项目的剩余房屋计划按照 9,000 元/平方米出售；百官街道城北区块拆迁安置房和百官街道横江里村等自然村安置工程的房屋价格目前为 6,500 元/平方米，后续价格预计仍为 6,500 元/平方米。

³ 百官街道涉及滨江河城区段整治安置项目房屋价格目前为 6,500 元/平方米，后续价格预计仍为 6,500 元/平方米。

⁴ 百官街道城北区块拆迁后，部分土地用于建造安置房，剩余土地用于出让。该工程总投资额 26.73 亿元包括拆迁补偿成本 12.93 亿元和安置房建造成本 13.80 亿元，其中拆迁补偿成本计为待出让土地成本。

⁵ 百官街道横江里村等自然村安置工程总投资 17 亿元，其中拆迁补偿成本 8 亿元，并形成待出让土地；安置房建造成本（含土地成本）9 亿元。其中安置房成本通过房屋销售实现资金回笼，不足部分由财政补贴。

⁶ 上虞凤凰公寓项目（卧龙保障性住房）的投建资金由财政全额投资。

团与区环卫中心、各乡镇街道办签订保洁服务协议，并向其收取服务费用，2018 年实现业务收入 1.19 亿元。公司环卫服务业务目前已覆盖上虞区全部街道，包括覆盖百官街道、高铁新城、梁湖街道、小越街道、曹娥街道、东关街道和道墟街道等，后续规划将逐步覆盖全部乡镇街道，另外公司还经营区交通局托管保洁道路的保洁服务。

该公司 2017 年还新增对公共道路停车收费业务⁸，系上虞区政府委托公司对城区道路停车泊位的收费和管理工作，2018 年该业务实现收入 371.35 万元（计入“租金”），目前收费车位共 4,080 个，计划 2019 年继续增加 3,200 个车位。

2018 年，该公司获得政府划拨的股权包括高铁新城公司 50% 股权、绍兴市上虞小城镇建设投资有限公司（简称小城镇建设公司）100% 股权和绍兴市上虞市政公用工程质量检测有限公司（简称检测公司）100% 股权，同时公司将绍兴市上虞区娥江建筑废土处置有限公司（简称废土公司）全部股权划拨给子公司环卫集团。其中，高铁新城公司主营一级土地的整理与开发业务，目前公司合计持有其 100% 股权，截至 2018 年末资产总额为 26.68 亿元，净资产为 14.00 亿元，2018 年营业收入 2.45 万元，净利润为-408.46 万元。高铁新城公司所属区域内的高铁站、汽车北站、商业服务配套设施（如万达广场）、公共设施（如华通体育馆）、道路管网等均已投建完成，该区域的开发目前较为成熟；未来规划继续开发周边区域，同时规划对高铁站进行市场化运作，能够为公司带来一定收益。高铁新城公司目前拥有待出让土地 903 亩，公司计划按照 10%-20% 逐年出让⁹，预计未来 5-10 年内每年可实现营业收入 5-10 亿元，净利润 1-2 亿元。

小城镇建设公司主营乡镇街道环卫保洁和市政园林养护业务，目前主要负责上虞区 18 个乡镇街道的环境综合整治。小城镇建设公司的业务开展将会带动该公司环卫保洁、市政绿化养护、停车位收费等业务进一步向乡镇街道拓展。在对各乡镇街道改造建设的同时，公司将拆迁土地开发出让、对修建道路停车收费等也会为公司带来一定收入，但是短期内小城镇建设公司难以实现较高的净利润。截至 2018 年月末，小城镇建设公司的资产总额为 15.94 亿元，净资产为 7.06 亿元，2018 年未形成营业收入。公司预估 2020 年及以后年度，小城镇建设公司的业务发展每年可带动环卫保洁、市政园林养护、停车收费等业务收入增加 5,000 万元¹⁰，净利润 500 万元；此外，小城镇建设公司每年可获得政府补贴约 3,000 万元。

检测公司主营市政小砌块、半成品建筑材料的检测，目前主要为市政公用质监站提供配套检测服务。检测公司拥有三级市政检测资质，在上虞区该业务领域垄断经营。检测公司后续将继续经营原有业务，未来也会考虑拓展其他服务业务。该公司预计未来每年可实现营业收入约 200 万元，净利润 20 万元。2018 年，检测公司实现营业收入 52.10 万元，净利润为-42.89 万元，当年经营业绩较差主要是受天气因素、推迟开工等影响，当年项目大幅减少所致。

废土公司主营业务为建筑废土、泥浆的收集和清理，主要为环卫集团提供相关服务。废土公司后续将继续经营原有业务，未来考虑增加市政园林的渣土清运业务。该公司根

⁷ 该公司为公司于 2016 年设立的全资子公司，注册资本 20,000 万元，主营城区、公路、河道、集镇、行政村的环卫保洁和垃圾清运、处置业务。

⁸ 根据 2017 年 8 月上虞区下发的虞政办发（2017）175 号文件，上虞区政府授权公司为城区道路停车泊位收费工作的主体，负责城区道路停车泊位及其智能收费设备的投资、收费、管理及服务工作。

⁹ 具体出让安排需要根据政府的土地出让计划进行，但公司会对政府提出相关建议和申请。

¹⁰ 公司预计各乡镇街道年收入约 200-300 万元。

据以往年度的营业水平预测，废土公司未来每年可以实现营业收入 200 万元，实现净利润 20 万元。2018 年废土公司营业收入为 75 万元，净利润为-4.41 万元，营收实现情况较差，主要是当年废土公司划拨到环卫集团后，由于人员调整、体制改革等原因，业务开展放缓。

该公司获得的砂石资产主要是上虞区管辖的隐潭溪、下管溪区域的砂石资源，储量合计为 2,484 万吨，评估价值¹¹为 8.69 亿元，可在 35 年内开采，后续计划将部分加工生产成混凝土或沥青后用于销售、部分对外销售，相关业务由子公司绍兴市上虞绿能环保新材料有限公司（简称绿能环保）经营。砂石相关项目建设期较长，预计绿能环保的砂石业务将于 2020 年正式启动运营。公司苗圃业务由新设子公司绍兴市上虞绿鑫贸易有限公司（简称绿鑫贸易）经营，目前绿鑫贸易共拥有冯柯山苗圃、新宅苗圃、新城东苗圃、春澜苗圃、城郊苗圃和舜光苗圃的共计 13,527 株苗木¹²，评估价值合计为 0.16 亿元。公司苗木后续将用于对外和对内销售，绿鑫贸易已于 2018 年 10 月开始运营，目标每年获得营业收入 2,000 万元，净利润 200 万元。

图表 10. 2018 年以来公司新增资产的基本情况

新增资产	新增相关业务收入	预计获得收入	预计可获得净利润	预计可获得经营性现金流入	备注
高铁新城公司 50% 股权	一级土地开发收入	5-10 亿元/年	1-2 亿元/年	5-10 亿元/年	待出让土地 903 亩，按 10%-20% 逐年安排出让。
小城镇建设公司 100% 股权	各乡镇环卫保洁收入、市政园林养护收入	5,000 万元/年	500 万元/年	5000 万元/年	纳入公司经营计划；小城镇建设公司每年可获得补贴收入约 3,000 万元。
检测公司 100% 股权	检测收费	200 万元/年	20 万元/年	200 万元/年	纳入公司经营计划
废土公司	渣土处置费	200 万元/年	20 万元/年	200 万元/年	纳入子公司经营计划。
砂石、苗木资产	砂石、苗木销售收入	2,000 万元/年 ¹³	200 万元/年	2,000 万元/年	纳入子公司经营计划。

注：根据上虞城建提供资料整理

(5) 发展战略

该公司未来发展定位为城市基础设施品牌运营服务商。公司目标整合上虞区范围内的优质国有资产和国有股权，组建大型集团；拓增市政施工、园林绿化设计、市政检测，园林、绿化、林业经营，物业管理，空间资源运营，城市公用设施管养，物流、仓储经营，对外投资和资本运营等业务领域。通过 3~5 年的时间，成为集投资、开发、施工、销售经营、服务、仓储等综合职能，具有区域竞争力的大型城市建设集团。

¹¹ 根据中铭国际资产评估（北京）有限责任公司出具的评估报告（中铭评报字[2018]第 3072 号）（中铭评报字[2018]第 3073 号），上虞区管辖的隐潭溪、下管溪的砂石资产评估价值为 86,897 万元。

¹² 根据中铭国际资产评估（北京）有限责任公司出具的评估报告，春澜苗圃、城郊苗圃和舜光苗圃的苗木评估价值合计为 0.04 亿元（中铭评报字[2018]第 3071 号）；冯柯山苗圃、新宅苗圃、新城东苗圃的苗木评估价值合计为 0.12 亿元（中铭评报字[2018]第 3070 号）。

¹³ 后续苗木的销售收入主要是根据目前市场行情和业务经验进行预测，由于之前苗木销售收入为单独核算，没有历史销售业绩作为参考。公司目标未来每年获得销售收入 2,000 万元。

管理

跟踪期内，该公司产权结构、组织架构和高管人员均保持稳定，出资人和实际控制人均为上虞区国资委。

跟踪期内，该公司产权结构、组织架构和高管人员均保持稳定，出资人和实际控制人均为上虞区国资委。根据公司 2019 年 5 月 7 日《企业信用报告》所载，公司信用记录正常，无银行信贷违约记录。近年来，该公司及重要子公司无重大不良行为。

图表 11. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	所涉主体名称
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.05.07	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.05.10	无
工商	国家工商总局	2019.05.10	无
税务	国家税务总局	2019.05.10	无
诉讼	人民法院	2019.05.10	无

资料来源：根据公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

2018 年，该公司营业收入实现增长，房屋销售业务毛利下降导致公司营业毛利同比大幅减少，但得益于获得较大的财政补助，且期间费用控制较好，公司营业利润和净利润均实现增长。由于公司银行借款减少，公司负债规模下降，并且由于所有者权益的大幅增长公司负债经营程度有所下降，但公司债务以刚性债务为主，债务偿付压力仍大。公司经营性现金流状况始终欠佳，投资性现金流也持续呈净流出状态，资金主要来源于外部融资，后续随着项目推进，预计公司融资压力仍较大。但公司具有一定的货币资金存量，对公司即期债务本息偿付提供一定支撑。此外，公司作为上虞区重要国有独资公司，后续有望能够持续获得上虞区政府支持。

1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年合并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（2006 版）及其补充规定。在 2018 年审计报告中，公司按照财政部最新发布的《企业会计准则解释第 9 号—关于权益法下投资净损失的会计处理》、《企业会计准则解释第 10 号—关于以使用固定资产产生的收入为基础的折旧方法》及《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）等相关规定对相关会计政策进行了变更，并对 2017 年应收账款、应付账款、应付票据、应付利息、其他应付款、长期应付款和专项应付款等进行追溯调整，总体影响较小。考虑到财务数据分析的可比性，本评级报告中的 2017

年财务数据采用 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据按照 2017 年审计报告口径分析¹⁴。

截至 2018 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 297.44 亿元，所有者权益为 164.50 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 141.38 亿元）；2018 年度实现营业收入 16.46 亿元，实现净利润 1.87 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.41 亿元）。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.17 亿元。

截至 2018 年末，该公司合并范围内子公司共 25 家，较上年末新增 7 家，分别为废土公司、高铁新城公司、小城镇建设公司、检测公司、绿鑫贸易、绿能环保及上虞城建香港有限公司。

图表 12. 2018 年公司新纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	层级	注册资本	持股比例 (%)	主营业务	取得方式
绍兴市上虞区娥江建筑废土处置有限公司	二级子公司	10.00	100.00	建筑废土、泥浆收集、清理等	出资收购 ¹⁵
绍兴市上虞高铁新城建设投资有限公司	一级子公司	30,000.00	100.00	项目投资及经营管理服务	无偿划拨
绍兴市上虞小城镇建设投资有限公司	一级子公司	10,000.00	100.00	小城镇项目建设及投资	无偿划拨
绍兴市上虞市政公用工程质量检测有限公司	一级子公司	300.00	100.00	建筑材料的常规试验	无偿划拨
绍兴市上虞绿鑫贸易有限公司	一级子公司	5,000.00	100.00	建材销售；普种经济苗木、盆景、花卉销售、生产、养护、管理等	新设
绍兴市上虞绿能环保新材料有限公司	一级子公司	5,000.00	60.00	环保新材料研发；沥青混凝土生产、销售等	新设
上虞城建香港有限公司	一级子公司	10 万港元	100.00	发行债券	新设

资料来源：上虞城建

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2018 年末，该公司负债总额为 132.94 亿元，较上年末下降 11.53%，主要是银行借款减少所致；同时，由于所有者权益大幅增长，期末公司资产负债率较上年末下降 14.27 个百分点至 44.70%，公司负债经营程度进一步下降。

从债务期限结构看，2018 年末该公司流动负债和非流动负债分别为 47.57 亿元和 85.37 亿元，长短期债务比为 179.45%，债务结构较合理。2018 年末，公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和长期应付款构成，分别占负债总额的 83.04%、2.79%、7.12% 和 5.85%。从刚性债务来看，2018 年末公司刚性债务余额较上年末下降 7.89% 至 110.40 亿元，以中长期刚性债务为主。年末公司中长期刚性债务较上年末增长 27.71% 至 77.00 亿元，其长期借款余额较上年末下降 44.97% 至 52.72 亿元；应付债券余额较上

¹⁴ 根据 2018 年审计报告，2018 年末，公司应收票据及应收账款为 13,862.73 万元，应付票据及应付账款为 38,696.25 万元，其他应付款为 100,257.21 万元，长期应付款为 83,749.46 万元。按照 2017 年审计报告口径，相关财务数据分别是：应收票据为 0 万元，应收账款为 13,862.73 万元，应付票据为 1,597.29 万元，应付账款为 37,098.96 万元，应付利息为 5,639.67 万元，其他应付款为 94,613.03 万元，专项应付款为 6,034.46 万元，长期应付款为 77,715.00 万元。

¹⁵ 支付对价为 10.00 万元。

年末增长 126.73%至 24.27 亿元，主要为公司于 2014 年发行的“14 虞城建债”（期末余额为 7.13 亿元）及 2018 年发行的本金规模为 2.40 亿美元的“18 虞城建境外债”¹⁶（期末余额为 16.47 亿元）。短期刚性债务方面，2018 年末公司短期刚性债务余额为 33.40 亿元，较上年末增长 150.37%，其中短期借款较上年末增长 184.52%至 4.78 亿元；一年内到期的长期借款较上年末增长 224.47%至 24.86 亿元；一年内到期的应付债券余额为 3.60 亿元。

从银行借款看，截至 2018 年末该公司银行借款以保证借款和质押借款为主，抵押借款和信用借款规模小。其中保证借款占比约为 50%；质押借款占比约为 25%，主要为城中村公司质押其所属工程项目收益权的融资。公司借款利率为 4.75%~7.03%。整体来看，公司刚性债务规模大，2018 年末公司面临即期偿债压力大幅增长。

此外，该公司应付账款主要为应付工程款，2018 年末余额较上年末下降 15.13%至 3.71 亿元，主要为应付浙江中成建工集团有限公司、中设建工集团有限公司和浙江宝业建设集团有限公司等的工程款，账龄主要集中在 1~2 年；其他应付款余额主要为资金周转形成的往来款，年末余额较上年末大幅增长 210.01%至 9.46 亿元，主要为绍兴市上虞区高铁新城管理委员会（5.31 亿元）、绍兴市上虞绿地农艺园林有限公司（1.08 亿元）和绍兴市上虞虞富资产经营有限公司（1.05 亿元）等的往来款。年末公司长期应付款余额较上年末下降 5.01%至 7.77 亿元，主要为子公司城中村公司向浙江建融投资发展有限公司（简称建融公司）的融资款，2018 年 6 月末融资款余额为 7.44 亿元¹⁷，融资利率为 4.15%，期限为 25 年。此外，年末专项应付款余额较上年末下降 95.36%至 0.60 亿元，一方面由于当年将高铁新城公司的土地出让结算款由“专项应付款”科目调整至“资本公积”，另一方面由于退还了 J12 地块的土地出让结算款。

对外担保方面，截至 2018 年末，该公司及其子公司对上虞区交通集团有限公司、绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司及绍兴市上虞杭州湾工业园区投资发展有限公司等多家公司提供的保证担保余额合计为 67.34 亿元，较上年末增加 8.05 亿元。虽然担保对象均属于上虞区国有资产公司，但由于规模很大，公司仍存在一定的担保代偿风险。

图表 13. 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保金额	类型	担保到期日	反担保措施
绍兴市上虞区水处理发展有限责任公司	18,500.00	保证	2020.06.14	无
绍兴市上虞区章镇富村物业经营管理有限公司	2,400.00	保证	2020.12.31	无
	5,500.00	保证	2019.04.16	无
绍兴市上虞区道墟新农村建设投资有限公司	3,000.00	保证	2019.06.25	无
上虞教育后勤服务有限公司	3,500.00	保证	2019.12.23	无
绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司	5,000.00	保证	2021.02.23	无
	35,000.00	保证	2021.12.16	无
	120,000.00	保证	2037.04.20	无

¹⁶ 该债券为 2018 年 12 月 20 日发行的本金规模 2.4 亿美元的境外债，票面利率为 6.70%，每半年付息一次、到期一次偿付本金。

¹⁷ 建融公司是根据浙江省政府规划，于 2015 年由省政府直属的浙江省商业集团有限公司投资成立，建融公司为浙江省各地、市的棚改和保障房项目统一融资的平台。城中村公司的该笔融资是通过建融公司向国家开发银行的贷款。

担保对象	担保金额	类型	担保到期日	反担保措施
绍兴市上虞区交通集团有限公司	420,000.00	保证	2027.09.17	无
绍兴市上虞杭州湾工业园区投资发展有限公司	20,000.00	保证	2021.05.31	无
绍兴市上虞杭州湾滨海新城投资开发建设有限公司	4,800.00	保证	2020.12.31	无
绍兴市上虞振越建设投资有限公司	5,000.00	保证	2020.11.26	无
绍兴崧城水利综合整治开发有限公司	10,000.00	保证	2020.08.18	无
绍兴市上虞区虞城景区开发有限公司	10,000.00	保证	2020.02.26	无
绍兴市上虞绿地农艺园林有限公司	2,500.00	保证	2019.03.08	无
	4,700.00	保证	2020.02.02	无
	1,500.00	保证	2019.05.30	无
绍兴市上虞通畅市政工程有限公司	2,000.00	保证	2019.05.30	无
合计	673,4000.00	—	—	—

资料来源：上虞城建

(2) 现金流分析

该公司将土地开发、代建业务及保障房业务等的现金流均计入经营性现金流。2018年，公司经营性现金流入同比增长 6.01%至 29.90 亿元，主要是收购高铁新城公司及小城镇投资公司导致往来款增加所致。随着公司保障性住房以及代建业务持续投入，公司经营性现金流出仍保持较大规模，但由于当年公司往来资金大幅减少，经营性现金流出同比下降 31.72%至 30.06 亿元。当年公司经营性现金流量净额为-0.16 亿元，情况仍欠佳。

该公司主业的现金流集中在经营活动中，而资本支出规模相对较小，2018 年投资活动产生的现金流量净额为-1.37 亿元，其中投资活动现金流出额为 1.51 亿元，主要当年公司投资宁波保税区虞科稳健投资合伙企业(有限合伙)导致投资支付现金 1.10 元所致。公司的资金缺口主要通过银行借款、政府债券置换资金等方式解决，2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 17.25 亿元，同比下降 15.02%，主要是取得偿还债务导致现金支出较多所致。

(3) 资产质量分析

2018 年末，该公司所有者权益总额为 164.50 亿元，较上年末增长 57.31%，其中实收资本余额为 1.70 亿元，较上年末持平；资本公积余额为 129.26 亿元，较上年末增长 58.67%，主要是政府向公司划拨的子公司股权、房屋、土地、砂石及苗木资产等计入资本公积所致；未分配利润余额为 9.73 亿元，较上年末增长 15.89%；少数股东权益余额为 23.12 亿元。2018 年末，公司实收资本与资本公积合计占所有者权益比重为 79.61%，资本稳定性尚可。

2018 年末，该公司资产规模较上年末增长 16.72%至 297.44 亿元，其中流动资产较上年末增长 12.49%至 272.28 亿元；非流动资产较上年末增长 96.79%至 25.17 亿元。年末公司流动资产和非流动资产占比分别为 91.54%和 8.46%。从流动资产构成情况看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2018 年末分别占流动资产的 12.33%、14.29%和 72.69%。具体看，公司货币资金余额较上年末增长 87.08%至 33.58 亿元，其中受限货币资金余额为 1.91 亿元，现金比率为 70.59%；公司其他应收款主要

为经营中产生的往来款，年末余额较上年末下降 4.90%至 38.92 亿元，主要包括应收绍兴市上虞区市政工程管理中心（6.60 亿元）、城中村公司（6.51 亿元）、小城镇建设公司（2.43 亿元）、绍兴市上虞区园林管理中心（1.84 亿元）及绍兴市上虞城建资产经营管理有限公司（1.72 亿元）的往来款，上述款项均为应收政府下属企业款项，因此公司未对上述往来款计提坏账准备；其他应收款合计计提坏账准备 0.01 亿元。年末公司存货余额较上年末增长 8.29%至 197.91 亿元，主要为开发成本、开发产品和受托代建项目等，房地产市场波动对公司存货变现能力存在一定影响。此外，公司应收账款余额较上年末大幅增加 1.28 亿元至 1.39 亿元，主要为子公司绍兴市上虞区棚户区改造投资开发有限公司的应收账款 1.01 亿元。

从非流动资产来看，该公司非流动资产规模较小，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成，2018 年末长期股权投资余额较上年末增长 10.38%至 1.10 亿元，主要为对虞富公司的投资 1.06 亿元；投资性房地产余额较上年末增长 66.21%至 6.57 亿元，增量主要为政府无偿划拨的不动产。年末固定资产余额为 1.91 亿元，较上年末变化小；无形资产余额较上年末大幅增长 145.12%至 14.20 亿元，主要是增加砂石资源 8.69 亿元所致。此外，2018 年末，公司新增可供出售金融资产余额较上年末增加 1.10 亿元，主要是当年投资宁波保税区虞科稳健投资合伙企业(有限合伙)（简称合伙企业）所致，该公司的主要股东为绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司（持股 79.71%）和公司（19.93%），其主要投资了浙江金科文化产业股份有限公司（证券代码：300459.SZ）的 0.75 亿股普通股。

（4）流动性/短期因素

主要受流动负债余额大幅增长的影响，2018 年末该公司流动比率和速动比率均大幅下降。年末公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 572.34%、156.25%和 70.59%，较上年末分别减少 500.14%、106.40%和 8.95%。公司资产流动性主要取决于土地以及其他应收款的变现能力，上虞房地产市场波动和政府资金拨付进度对其影响较大。

截至 2018 年末，该公司受限资产包括受限的货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产，合计为 8.79 亿元，占总资产比重为 2.96%。公司受限资产规模较小，对公司资产质量无重大影响。

3. 公司盈利能力

2018 年，该公司实现营业收入 16.46 亿元，同比增长 1.21%，主要来源于土地出让收入和房屋销售收入（含保障房）；实现营业毛利 0.36 亿元，同比下降 68.97%，主要是房屋销售业务毛利减少所致；综合毛利率为 2.21%，同比下降 4.89 个百分点，其中租金业务、工程结算及环卫服务业务毛利率相对较高。当年房屋销售业务实现毛利率 -4.01%，同比大幅下滑，主要是安置房销售毛利率较低所致；受托代建业务、租金业务和工程结算毛利率均有所提升；环卫服务业务实现毛利率 21.25%，同比小幅下滑。整体来看，公司综合毛利率稳定性较弱。

图表 14. 2016~2018 年公司各业务毛利率情况（单位：%）

业务类别	2016 年	2017 年	2018 年
土地开发	—	—	4.76

业务类别	2016年	2017年	2018年
受托代建	0.47	4.00	5.70
房屋销售	31.47	6.03	-4.01
租金	42.01	25.97	32.25
工程结算	13.19	10.57	15.85
环卫服务	—	24.01	21.25
综合毛利率	6.59	7.10	2.21

资料来源：上虞城建

从期间费用来看，2018年该公司期间费用合计0.83亿元，同比下降9.27%，期间费用占营业收入比重5.05%，期间费用控制仍较好。具体看，2018年管理费用增长16.38%至0.86亿元，主要是人员费用、无形资产摊销等增加所致；财务费用同比减少0.20亿元至-0.03亿元，公司财务费用较少，主要是财政贴息冲减财务费用所致，2018年计入财务费用的政府贴息为1.26亿元；销售费用相对较少。此外，因公司承担的基础设施建设、保障性住房建设等均具有公益性，公司每年能获得一定的政府补贴，2018年公司获得政府补贴2.45亿元¹⁸。

2018年，公司营业毛利有所下滑，但得益于获得较多政府补贴，公司营业利润同比增长65.12%至1.92亿元，净利润同比增77.14%至1.86亿元，公司盈利仍主要来自政府补贴。

公司抗风险能力评价

1. 股东支持

该公司作为上虞区重要国有独资公司，2018年公司获得政府在资产注入、财政拨款、股权划拨和特许经营权等方面的支持。

在股权划拨方面，上虞区国资委下发《关于同意对绍兴市上虞小城镇建设投资有限公司等2家公司进行股权划转的批复》（虞国资委[2018]32号），同意将上虞区国资委持有的小城镇建设公司100%股权无偿划转给公司、将上虞区国资委持有的高铁新城公司50%股权无偿划转给公司。上虞区企改办下发《关于同意改制绍兴市上虞区市政公用工程质量检测中心、组建绍兴市上虞区市政公用工程质量检测有限公司的批复》（虞企改办[2018]3号），同意将绍兴市上虞区市政公用工程质量检测中心（简称检测中心）进行整体改制，由全民所有制变更为有限责任公司（法人独资），更名组建绍兴市上虞区市政公用工程质量检测有限公司（简称检测公司），公司股东由绍兴市上虞区市政公用质量监督站变更为上虞城建，上虞城建作为检测公司的出资人。检测中心净资产359.50万元，全部由绍兴市上虞区市政公用质量监督站无偿转让给上虞城建，其中300万元作为检测公司实收资本，59.50万元作为检测公司资本公积金。此外，上虞区政府将废土公司股权划拨给子公司环卫集团，支付合并对价10.00万。

在资金注入方面，根据绍兴市上虞区财政局于2018年6月下发《关于明确有关财政资金作为你公司及子公司拨款的通知》，为整合盘活存量国有资产，提高国有资产使用

¹⁸不包括2018年计入财务费用的政府贴息。

绩效,安排 30.7785 亿元地方政府债券置换资金作为对该公司及子公司的拨款,其中 23.99 亿元计入“资本公积”科目,其余计在“少数股东权益”科目。

在资源性资产划拨方面,一方面,根据上虞区国资委于 2018 年 6 月下发的《关于同意将上虞区砂石资源注入绍兴市上虞绿能环保新材料有限公司、绍兴市上虞区水利建设发展有限公司的批复》,同意将上虞区管辖的隐潭溪、下管溪的砂石资产 86,897 万元注入该公司子公司绿能环保,计入“资本公积”科目,在 35 年内进行开采,同时按 35 年进行摊销。另一方面,根据绍兴市上虞区国资委办公室于 2018 年 6 月下发的《关于同意苗木资产评级价值的批复》,同意按中铭国际资产评估(北京)有限责任公司出具的评估报告(中铭评报字[2018]第 3071 号)中春澜苗圃(上虞气象站边)、城郊苗圃(虞舜大道边)、舜光苗圃(圣光电气旁)苗木资产各 228.08 万元、36.93 万元、128.21 万元,共计 393.22 万元注入到子公司绿鑫贸易,计入“资本公积”。此外,2018 年政府向公司无偿划拨房屋和土地资产,评估价值合计为 8.74 亿元,计入“资本公积”。

在政府补助方面,2018 年该公司获得政府补贴合计 3.85 亿元¹⁹。

2. 融资渠道较为畅通

该公司与多家商业银行有着良好的合作关系,截至 2018 年末,公司合并口径授信额度为 132.74 亿元,尚有 37.63 亿元的授信额度未使用。

跟踪评级结论

该公司主要承担上虞区的开发建设任务,核心业务涵盖土地整理开发、受托代建项目建设、安置房建设等。受代建项目结算进度及房屋销售业务波动的影响,近年来公司业务收入结构波动较大。2018 年,公司营业收入主要来源于土地开发业务和房屋销售,其中当年公司共出让两个地块,并确认部分收入;房屋销售收入由于销售量减少而下降;由于代建项目结算较少,受托代建项目收入仍较少;公司环卫保洁服务覆盖区域扩大,业务收入大幅提升;其他业务规模均较小。

2018 年,该公司房屋销售业务毛利下降,导致公司营业毛利同比大幅减少,但得益于获得较大的财政补助,且期间费用控制较好,公司营业利润和净利润均实现增长。由于公司银行借款减少,公司负债规模下降,负债经营程度随之下降,但公司债务以刚性债务为主,债务偿付压力仍大。公司经营性现金流状况始终欠佳,投资性现金流也持续呈净流出状态,资金主要来源于外部融资,后续随着项目推进,预计公司融资压力仍较大。但公司具有一定的货币资金存量,对公司即期债务本息偿付提供一定支撑。此外,公司作为上虞区政府直属重要公司,后续有望能够持续获得上虞区政府支持。

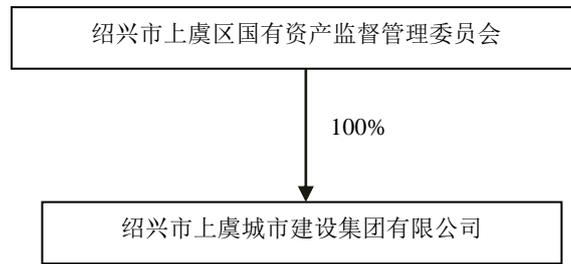
本评级机构仍将持续关注:(1)国家宏观经济形势、地方政府债务甄别、调控政策及其执行情况;(2)上虞区经济、财政和债务情况;(3)上虞区土地出让计划及安排;(4)该公司主营业务经营以及业务拓展情况;(5)新增子公司的业务经营及营业实现

¹⁹ 其中 2016 年所获政府补助均计入“营业外收入”科目;2017 年所获政府补助中 1.10 亿元计入“其他收益”科目,1.01 亿元计入“财务费用”科目;2018 年所获政府补助中 2.45 亿元计入“其他收益”科目,1.26 亿元计入“财务费用”科目,0.15 亿元计入“存货”科目冲减项目成本。

情况；(6) 公司投融资资金安排及平衡和政府支持情况；(7) 公司对外担保情况及代偿风险。

附录一：

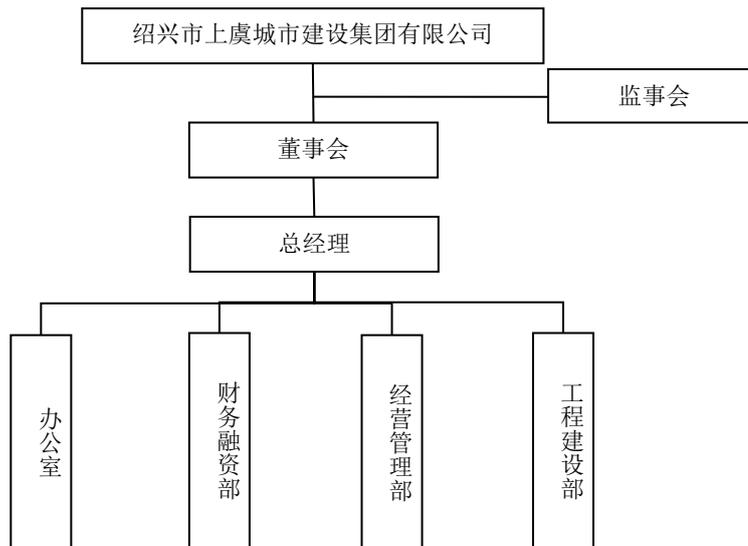
公司与实际控制人关系图



注：根据上虞城建提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：据上虞城建提供的资料绘制（截至 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	257.45	254.84	297.44
货币资金 [亿元]	11.57	17.95	33.58
刚性债务[亿元]	95.96	119.85	110.40
所有者权益 [亿元]	96.97	104.57	164.50
营业收入[亿元]	5.04	16.26	16.46
净利润 [亿元]	0.82	1.05	1.87
EBITDA[亿元]	2.30	1.81	2.56
经营性现金净流入量[亿元]	-34.41	-15.82	-0.16
投资性现金净流入量[亿元]	-0.25	-1.38	-1.37
资产负债率[%]	62.34	58.97	44.70
长短期债务比[%]	5.77	5.51	10.07
权益资本与刚性债务比率[%]	101.04	87.25	149.00
流动比率[%]	357.92	1,072.48	572.34
速动比率 [%]	140.23	262.65	156.25
现金比率[%]	16.92	79.54	70.59
利息保障倍数[倍]	1.72	5.64	29.21
有形净值债务率[%]	176.29	152.12	88.45
担保比率[%]	49.51	56.70	40.94
毛利率[%]	6.59	7.10	2.21
营业利润率[%]	-25.69	7.16	11.68
总资产报酬率[%]	0.91	0.56	0.72
净资产收益率[%]	0.85	1.05	1.39
净资产收益率*[%]	1.01	1.19	1.20
营业收入现金率[%]	103.25	105.39	99.19
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-64.59	-34.60	-0.46
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.74	-10.18	-0.11
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-65.07	-37.61	-4.36
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.95	-11.07	-1.08
EBITDA/利息支出[倍]	1.97	7.19	37.34
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02

注：表中数据依据上虞城建经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算，其中 2017 年财务数据采用经追溯调整的 2018 年期初数。

附录四：

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+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×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负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/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负债总额比率(%)	(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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+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

附录五：

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。