

2020 年绍兴柯岩建设投资有限公司城市停车场 建设专项债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：李龙泉 lqli@ccxi.com.cn

项目组成员：马蕙桐 htma01@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 12 月 14 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2019]2341D 号

绍兴柯岩建设投资有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020 年绍兴柯岩建设投资有限公司城市停车场建设专项债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期专项债券的信用等级为 AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十二月十四日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
绍兴柯岩建设投资有限公司	本期债券计划发行额为 12 亿元，其中基础发行额为人民币 6 亿元、弹性配售额为人民币 6 亿元	7 年，在债券存续期的第 5 个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资人回售选择权	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付	本期债券基础发行额 6.00 亿元，其中 3.60 亿元用于柯南停车场等四个停车场（配套）建设项目，2.40 亿元用于补充营运资金。如行使弹性配售选择权，总发行规模为 12.00 亿元，其中 7.20 亿元用于柯南停车场等四个停车场（配套）建设项目，4.80 亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定绍兴柯岩建设投资有限公司（以下简称“柯岩建投”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定绍兴市柯桥区建设集团有限公司（以下简称“柯桥建设”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“2020 年绍兴柯岩建设投资有限公司城市停车场建设专项债券（第一期）”的信用等级为 **AA⁺**。该级别同时考虑了柯桥建设提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。中诚信国际肯定了柯桥区经济实力很强，公司作为鉴湖旅游度假区（以下简称“度假区”）内最重要的开发建设主体，业务具备较强的区域垄断性和可持续性，持续获得稳定的政府补助支持等因素对公司信用实力的有力支撑。同时，中诚信国际也关注到公司项目建设投资压力大、债务规模增长较快、项目结算和回款存在不确定性、经营活动净现金流保持较大缺口、对外担保规模较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

柯岩建投（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	269.35	305.65	345.54	348.71
所有者权益合计（亿元）	73.86	80.11	87.42	87.58
总债务（亿元）	190.97	218.76	250.93	253.32
营业总收入（亿元）	9.54	10.27	21.40	1.59
净利润（亿元）	2.30	2.34	2.31	0.15
EBITDA（亿元）	3.08	3.13	3.35	-
经营活动净现金流（亿元）	-69.56	-27.71	-29.09	0.03
资产负债率（%）	72.58	73.79	74.70	74.89

柯桥建设（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	435.84	492.34	605.04
所有者权益合计（亿元）	134.05	134.71	181.79
总债务（亿元）	255.22	300.45	333.53
营业总收入（亿元）	12.05	12.67	14.04
净利润（亿元）	2.85	2.00	2.04
EBITDA（亿元）	4.20	4.04	4.23
经营活动净现金流（亿元）	-37.32	-26.52	2.15
资产负债率（%）	69.24	67.33	69.95

注：1、中诚信国际根据柯岩建投 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表、柯桥建设 2017~2018 年审计报告以及 2019 年审计报告整理；2、中诚信国际将柯岩建投的“其他应付款”中的计息部分调入其短期债务，将“长期应付款”中的计息部分调入其长期债务；3、中诚信国际将柯桥建设的“长期应付款”中的计息部分调入其长期债务。

正面

■ 柯桥区经济实力很强，为公司发展提供了良好的外部环境。

柯桥区经济实力在绍兴市各区域中位于前列，同时依靠长三角的经济强省辐射，产业结构布局合理。2019 年柯桥区地区生产总值为 1,504.27 亿元，同比增长 7.6%。柯桥区经济实力很强，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ 业务的区域垄断性和可持续性较强。公司作为度假区内最重要的开发建设主体，在柯桥区城市建设发展中发挥重要作用，业务具备较强区域垄断性，且在建拟建项目充足，可持续性强。

■ 持续获得稳定的政府补助支持。2017~2019 年，公司分别获得政府补助 3.00 亿元、3.00 亿元和 1.50 亿元，稳定性较强，成为利润的重要支撑。

■ 有效的偿债保障措施。在债券存续期间，柯桥建设对本公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。柯桥建设作为柯桥区内重要的市政基础设施、保障房建设以及土地整理业务主体，战略地位较为显著，能够为本期债券提供一定保障。

关注

■ 项目建设投资压力大，债务规模增长较快。公司建设项目未来所需投资规模较大，公司面临一定资本支出压力，受此影响公司总债务快速增长，财务杠杆保持高位，截至 2020 年 3 月末达到 253.32 亿元，总资本化比率 74.31%，债务压力较大。

■ 项目结算和回款存在不确定性。近年来，公司基础设施建设项目结算及回款进度较慢，且棚户区改造项目暂未收到回款，整体项目结算和回款存在不确定性。

■ 经营活动净现金流保持较大缺口。2017~2019 年，公司经营活动净现金流分别为 -69.56 亿元、-27.71 亿元和 -29.09 亿元，持续为负且缺口较大。

■ 公司对外担保规模较大。截至 2019 年末，公司对外担保余额为 53.36 亿元，占公司净资产的 61.04%，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

■ 担保方建设项目规模较大，回款存在较大不确定性。截至 2019 年末，柯桥建设有较大规模在建和拟建的建设项目，同时受财政资金安排影响，项目回款相对滞后且部分项目未签订相关协议，未来回款方式尚不确定，柯桥建设将面临一定投融资压力。

■ 担保方债务规模增长较快。2017~2019 年，柯桥建设总债务分别为 255.22 亿元、300.45 亿元和 333.53 亿元，受业务发展等影响债务规模增长较快，且短期债务规模较大，柯桥建设面临较大的偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，绍兴柯岩建设投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ 可能触发评级上调因素。区域经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ 可能触发评级下调因素。公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较

2019 年绍兴市柯桥区部分基础设施投融资企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
绍兴柯岩建设投资有限公司	345.54	87.42	74.70	21.40	2.31	-29.09
绍兴市柯桥区建设集团有限公司	605.04	181.79	69.95	14.04	2.04	2.15
绍兴柯桥经济开发区开发投资有限公司	138.67	53.30	61.57	17.71	1.46	-17.41
绍兴市柯桥区城建投资开发集团有限公司	486.87	148.73	69.45	13.46	3.08	-38.68
绍兴市柯桥区交通投资有限公司	160.39	74.41	53.60	0.21	-0.03	15.05
绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司	1,870.17	562.64	69.91	64.10	3.53	-41.97

注：绍兴柯岩建设投资有限公司、绍兴柯桥经济开发区开发投资有限公司、绍兴市柯桥区城建投资开发集团有限公司和绍兴市柯桥区交通投资有限公司均为绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司控股子公司

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

公司于 2003 年 1 月成立，由原绍兴县国有资产投资经营有限公司（现名为“绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司”，以下简称“柯桥国资”）出资成立。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，柯桥国资为公司的唯一出资人和控股股东，绍兴市柯桥区财政局为公司实际控制人。

公司目前主要负责的业务为鉴湖旅游度假区内的基础设施建设、安置房建设以及土地开发整理业务。

本期债券概况

发行条款

本期债券计划发行额为 12 亿元，其中基础发行额为人民币 6 亿元、弹性配售额为人民币 6 亿元。本期债券为 7 年期固定利率债券，同时在债券存续期的第 5 个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资人回售选择权。

债券利率方面，本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。在债券存续期内前 5 年票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差。Shibor 基准利率为簿记建档日前五个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布的一年期 Shibor (1Y) 的算术平均数（基准利率保留两位小数，第三位小数四舍五入）。本期债券在债券存续期内前 5 年的最终基本利差和最终票面利率将根据簿记建档结果，由公司和簿记管理人按照国家有关规定协商一致确定，并报国家有关主管部门备案，在债券存续期内前 5 年固定不变。在本期债券存续期的第 5 年末，如公司行使调整票面利率选择权，未被回售部分债券票面年利率为债券存续期前 5 年票面年利率上调基点（或减公司下调的基点），调整幅度为 0 至 300 个基点(含本数，其中一个基点为 0.01%)，存续期后 2 年固定不变。

还本付息方式上，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自其兑付日起不另计利息。

募集资金用途

本期债券基础发行额 6.00 亿元，其中 3.60 亿元用于柯南停车场等四个停车场（配套）建设项目，2.40 亿元用于补充营运资金。如行使弹性配售选择权，总发行规模为 12.00 亿元，其中 7.20 亿元用于柯南停车场等四个停车场（配套）建设项目，4.80 亿元用于补充营运资金。

表 1：募集资金用途明细表（亿元、%）

项目名称	总投资额	募集资金使用额度	占项目总投资比例	占本次募集资金比例
柯南停车场等四个停车场（配套）建设项目	10.59	7.20	67.99	60.00
补充营运资金	--	4.80	--	40.00
合计	--	12.00	--	100.00

资料来源：公司提供

柯南停车场等四个停车场（配套）建设项目（以下简称“停车场项目”）计划共建设停车位 4,707 个，充电桩 719 个，预计总投资 10.59 亿元，计划于 2021 年完工。截至 2020 年 3 月末，停车场项目累计完成投资 3.81 亿元，占总投资的比例约为 36%。

未来公司计划通过三个安置小区配套停车场车位出售、柯南停车场车位出租以及收取充电桩服务费等方式实现收入¹。

(1) 车位出售收入

公司计划将三个安置小区配套停车场的 2,388 个车位全部出售，预计三年出售完毕。结合柯桥区附近小区停车位出售情况，预计 2020~2022 年分别出售车位 716 个、955 个和 717 个，同期每个车位售价分别为 18 万元、19 万元和 20 万元，三个安置小区配套停车场共计将实现车位出售收入 45,373 万元。

¹ 停车场项目收入估算及经济效益计算根据公司提供的《可行性研究报告》整理。

(2) 车位出租收入

公司计划将柯南停车场的 2,319 个车位用于出租，其中小车停车位 1,819 个，大车停车位 500 个。根据绍兴市的停车收费标准水平和周边市场案例，预计柯南停车场每年将实现日间停车费收入 4,321 万元及夜间停车费收入 2,160 万元，共计 6,481 万元，自 2021 年起实现收入。

(3) 充电桩服务费收入

柯南停车场及三个安置小区配套停车场共规划建设 719 个充电桩，预计每年将实现充电桩服务费收入 453 万元，自 2021 年起实现收入。

在停车场项目运营期间，成本费用主要包括外购原料费、职工工资及福利费、维修费、折旧费和增值税及附加。据此测算，在项目债券存续期（5 年）内，项目总收入为 80,043 万元，可覆盖债券存续期内的利息支付。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年前三季度，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程。随着疫情得到有效控制，三季度经济进一步复苏，市场性因素修复加快，GDP 当季同比达到 4.9%，带动前三季度 GDP 同比增长 0.7%，由负转正。短期内中国经济修复势头仍将延续，但经济运行中结构性失衡问题仍存，金融风险对宏观政策的制约仍在。

三季度，在国内疫情防控措施得力的背景下，经济进一步修复。从生产侧来看，工业生产保持快速增长势头，8-9 月当月同比连续两月超过去年同期；随着居民消费信心的改善，服务业生产恢复加快。从需求侧来看，中国率先复工复产背景下出口错峰增长，成为需求侧最大的亮点；在基建、房地产等政策性投资继续回升同时，制造业投资改善幅度加大，但仍处于负增长态势；此外，社零额虽然当月同比增速转正，但累计同比仍位于低位，消费仍处于缓慢修复过程，疫情有效控制下服务消费的复苏值得期待。综合来看，二季度经济修复主要是行政性复工复产政策支持下政策性因素的改善，三

季度以来市场性因素修复明显加快，经济复苏结构更加均衡，但目前市场性因素复苏依然偏弱，政策性因素受制于刺激性政策的逐步退出改善的动力有所弱化，或给后续经济复苏带来一定的压力。从价格水平来看，极端天气影响的消退和“猪周期”走弱 CPI 回落，国内需求改善 PPI 降幅收窄，通胀通缩压力均可控。

宏观风险：虽然中国经济持续平稳修复、整体改善，但经济运行中仍面临多重风险和挑战。从外部环境来看，疫情仍全球蔓延，全球经济与贸易低迷，同时中美博弈持续，疫情冲击与大国博弈双重不确定性并存，尤其需警惕“去中国化的全球化”。从国内经济运行来看，经济结构性失衡仍存，对经济修复的拖累依然存在。这种失衡主要体现在以下几个方面：供需结构失衡，需求恢复慢于供给；不同所有制的恢复程度失衡，国有投资恢复快而民间投资持续疲弱；不同规模企业失衡，大企业恢复快于中小企业；实体经济与金融业发展失衡，实体经济下滑，金融体系扩张。此外，金融风险仍处于高位。一方面，受疫情冲击影响企业经营情况弱化，信用风险仍持续释放，金融机构资产质量恶化隐忧仍存；另一方面，政策稳增长导致宏观杠杆率再度攀升，债务风险有所加大，地方政府收支不平衡压力较大背景下地方政府债务风险面临攀升压力，高债务风险对宏观政策的制约持续存在。

宏观政策：随着经济平稳修复，宏观政策有望保持连续性与稳定性，货币政策将延续稳健灵活基调，更加注重精准导向；财政政策更加积极，随着专项债资金的落地，专项债对基建投资的带动作用有望进一步显现。值得一提的是，面对内外形势新变化，中央多次重要会议均强调构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，中国经济中长期发展顶层设计进一步加强。在以内循环为主的新发展格局下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：当前中国经济仍处于平稳修复过程。

虽然随着对冲疫情政策的逐步退出政策性因素的修复将趋缓，市场性因素完全复原尚需时日，但市场性因素复苏空间和可持续性更高，且内循环背景下经济堵点的疏通有望为经济增长提供新的支撑，经济复苏势头有望延续。考虑到低基数影响，明年一季度或有望出现疫后GDP增长高峰，后续增长或有放缓，逐步向潜在经济增速回归。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和逆周期宏观调控政策的发力，2020年中国经济有望成为疫情之下引领全球经济复苏的主导力量，2021年经济修复态势仍将持续，逐步回归常态化增长水平，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，“内循环”下国内供应链、产业链运行将更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

区域经济环境

绍兴市地处浙江省中北部，是国家历史文化名城和著名的风景旅游城市，近年来区域经济和财政实力逐步增强

绍兴市位于浙江省中北部，东连宁波市，南临台州市和金华市，西接杭州市，北隔钱塘江与嘉兴市相望，是国家历史文化名城和著名的风景旅游城市。全市下辖3区（越城区、柯桥区、上虞区）、2市（诸暨市、嵊州市）、1县（新昌县）。绍兴市现有绍兴国家高新技术开发区、绍兴袍江经济技术开发区、绍兴柯桥经济技术开发区、杭州湾上虞经济技术开发区等国家级开发区。截至2019年末，全市常住人口505.7万人，城镇化率为68.4%。

依托于良好的地理位置，绍兴市近年来维持着良好的经济优势。2017~2019年，绍兴市分别实现地区生产总值(GDP)5,108亿元、5,417亿元和5,781亿元，分别比上年增长7.1%、7.1%和7.2%。其中2019年，第一产业增加值208亿元，增长2.3%；第二产业增加值2,771亿元，增长7.0%；第三产业增加值2,802亿元，增长7.8%。三次产业增加值结构由上年的3.6:48.2:48.2调整为3.6:47.9:48.5。

固定资产投资方面，2018~2019年，绍兴市全年固定资产投资比上年分别增长1.9%和10.2%，其中，2019年民间投资，交通投资、高新技术产业投资分别比上年增长22.6%、45.0%、43.4%。全年房地产开发投资825亿元，比上年增长3.4%，其中住宅投资630亿元，下降0.6%。商品房销售面积1,105万平方米，销售额1,338亿元，比上年分别增长3.5%和10.6%。

2019年绍兴市规模以上工业增加值1,400亿元，同比增长8.4%。规上工业中高新技术、战略性新兴产业增加值比上年下降3.8%和4.1%，占规上工业比重分别为50.6%和41.9%；数字经济核心产业制造业增加值增长8.0%，规上工业五大传统制造业增加值增长11.5%。

绍兴市全市大力促进产业转型升级。新产业、新业态发展态势趋好，制定《绍兴市培育发展新兴产业三年行动计划》和《〈浙江省加快培育发展新动能行动计划〉绍兴落实方案》，加快发展工业互联网，推广智能制造“新昌模式”，2019年末，省级工业互联网平台创建名单14家，轴承云、袜业云列入省第一批工业互联网推广名单。上虞e游小镇、柯桥经济技术开发区等4家入围2019年度浙江省数字化示范园区，嵊州云电商产业园入围2019年度浙江省数字化试点园区。

旅游业方面，2019年末，绍兴市拥有A级景区81处，其中5A级景区1处（鲁迅故里），4A级景区18处，3A级景区34处，2A级景区27处。省AAA级景区村庄118家。2019年，绍兴市实现全年旅游总收入1,307亿元，同比增长10.4%，接待游客11,488万人次，增长5.5%。随着经济规模的逐步提升，绍兴市财政实力进一步增强。

2017~2019年，绍兴市一般公共预算收入分别为431.40亿元、501.30亿元和528.37亿元，同期，一般公共预算支出分别为469.80亿元、556.60亿元和640.87亿元，主要用于社会保障与就业、医疗卫生、教育、一般公共服务等民生方面。2017~2019年，绍兴市财政平衡率（一般公共预算收入/一般

共预算支出) 分别为 91.83%、90.06% 和 82.45%，财政自给能力略有下滑。

政府性基金收支方面，受房地产行业调控政策和当地土地市场供需情况影响，政府性基金收入快速增长，2017~2019 年绍兴市政府性基金收入分别为 381.50 亿元、469.72 亿元和 716.16 亿元；同期，绍兴市政府性基金支出分别为 412.80 亿元、503.35 亿元和 774.94 亿元。

表 2：2017~2019 年绍兴市公共财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	431.40	501.30	528.37
政府性基金收入	381.50	469.72	716.16
一般公共预算支出	469.80	556.60	640.87
政府性基金支出	412.80	503.35	774.94
公共财政平衡率 (%)	91.83	90.06	82.45%

资料来源：绍兴市财政局

中诚信国际认为，绍兴市区域经济财政实力稳步增长，且财政自给能力较强，为公司业务开展提供了良好的外部展业环境。

柯桥区轻纺业发展平稳，近年来区域经济和财政实力逐步增强，财政自给能力很强，为公司发展提供了良好的外部环境

2013 年 10 月，国务院作出《关于同意浙江省调整绍兴市部分行政区划的批复》，浙江省政府发出《关于调整绍兴市部分行政区划的通知》，对绍兴市部分行政区划实施调整：撤销绍兴县，设立柯桥区，行政区域不变（孙端、陶堰和富盛三镇除外，由越城区管辖）。同年 11 月，绍兴市柯桥区人民政府正式挂牌成立。柯桥区地处绍兴市北部，东距宁波 106 公里，西距杭州 50 公里，北至上海 185 公里，全区面积约 1,066 平方公里，下辖 4 个街道和 12 个镇。

柯桥区凭借历史、地理等诸多有利条件，拥有亚洲最大的布匹集散中心——中国轻纺城。中国轻纺城始建于上世纪八十年代，经过 20 多年发展，中国轻纺城现有市场建筑面积 365 多万平方米，传统区营业房 26,000 余间，注册经营户（公司）24,000 余家，常驻国（境）外采购商 5,500 余人，国（境）

外代表机构近千家，拥有自营出口实绩企业 1,459 家。

图 1：中国轻纺城地理位置



资料来源：柯桥区政府网站

中国轻纺城已成为亚洲最大的轻纺专业市场，轻纺产品总销售额占全国的 1/3，名列全国 10 大专业批发市场第 2 位，全球每年有 1/4 的面料在此成交，与全国近一半的纺织企业建立了产销关系。

近年来，绍兴市柯桥区坚持产业、市场与城市建设联动发展，大力推进中国轻纺城“二次创业”，市场集群化、现代化、国际化水平不断提升。目前，中国轻纺城已基本形成了“南部的传统交易区、北部的市场创新区、中部的国际贸易区、西部的原料龙头区和东部的物流配套区”。

2017~2019 年，柯桥区地区生产总值分别为 1,351.22 亿元、1,404.55 亿元和 1,504.27 亿元，同比分别增长 7.1%、6.8% 和 7.6%。2019 年，柯桥区第一产业增加值 37.21 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 755.38 亿元，增长 7.9%；第三产业增加值 711.67 亿元，增长 7.6%。三次产业结构调整为 2.5 : 50.2 : 47.3。人均 GDP 为 219,713 元，增长 6.5%。柯桥区经济实力在绍兴市各区、县中位于前列。

固定资产投资方面，2016~2017 年，柯桥区分别完成固定资产投资 746.67 亿元、819.52 亿元，2017~2019 年，固定资产投资增速分别为 10.8%、1.90% 和 8.9%。2019 年，柯桥区完成房地产开发投资 210.13 亿元，同比增长 16.9%。

贸易方面，2019 年柯桥区实现社会消费品零售总额 337.45 亿元，同比增长 10.5%。同期，柯桥区实现出口总额 867.52 亿元，同比增长 15.6%。

随着经济规模的不断提升，柯桥区财政实力也进一步增强。2017~2019年，柯桥区一般公共预算收入分别为114.06亿元、126.36亿元和131.41亿元，同期一般公共预算支出分别为101.89亿元、112.89亿元和126.99亿元，主要用于社会保障与就业、医疗卫生、教育、一般公共服务等民生方面。2017~2019年，柯桥区财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为111.94%、111.93%和103.48%，财政自给能力很强。

政府性基金收支方面，受房地产行业调控政策和当地土地市场供需情况影响，近年来政府性基金收入增长迅速，2017~2019年柯桥区政府性基金收入分别为71.00亿元、108.08亿元和101.63亿元，同期，绍兴市政府性基金支出分别为59.92亿元、105.05亿元和118.71亿元。

表3：2017~2019年柯桥区公共财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	114.06	126.36	131.41
其中：税收收入	96.82	106.54	108.80
政府性基金收入	71.00	108.08	101.63
一般公共预算支出	101.89	112.89	126.99
政府性基金支出	59.92	105.05	118.71
公共财政平衡率（%）	111.94	111.93	103.48

资料来源：柯桥区财政局

总体来看，柯桥区拥有亚洲最大的布匹集散中心中国轻纺城以及依靠长江三角洲的经济强省辐射，产业结构布局合理，地区生产总值、固定资产投资和区域经济财政实力均保持增长态势，财政自给能力很强，为公司发展提供了良好的外部环境。

鉴湖旅游度假区概况

鉴湖旅游度假区（以下简称“度假区”）位于柯桥区南部，包含了柯岩、湖塘两条街道，东至镜水路-杨绍线-河塔村-九峰寺-永信水库-长旗岗-洞溪坞一带，南至西南大道，西至湖塘夏泽村-凤凰山-白虎山-杨梅山-龙池江一带，北至萧甬铁路，总面积47.14平方公里。2008年，度假区经浙江省人民政府批准为省级旅游度假区。

浙江省绍兴市柯桥区鉴湖旅游度假区管理委员

会（以下简称“度假区管委会”）为度假区的日常管理机构，负责度假区内的规划、开发、建设和管理工作，但不具有独立财政。度假区内建设资金的来源之一是土地出让净收益返还。根据《绍兴县人民政府办公室关于调整2010年度土地出让金净收益分成比例的通知》（绍县政办发[2010]49号），对于经过拆迁后的存量建设用地，土地出让净收益全额返还至度假区管委会；对于新增国有建设用地，土地出让净收益的70%返还至度假区管委会。

经过多年的建设和发展，目前度假区已建成了柯岩·鲁镇景区、大香林·兜率天景区、乔波冰雪世界、东方山水乐园4个国家4A级景区和湖塘黄酒小镇、柯岩酷玩小镇2个省级特色小镇，引进并建成了浙江国际赛车场、鉴湖高尔夫、天马汽车休闲中心、若航直升机场、冠成国际商业中心等重大旅游、商贸、休闲项目，基本建成了以休闲、运动、礼佛、宜居为主题的综合性旅游度假区。凭借多样化旅游项目的集聚，度假区吸引了众多游客。2019年，度假区实现累计接待游客约360万人，实现旅游总收入约43亿元。

目前，度假区正在加快创建国家级旅游度假区，持续加大旅游基础设施投入，不断打响休闲度假品牌，力争将度假区打造成柯桥城市后花园和沪杭都市圈的游乐园。

业务运营

公司作为度假区内最重要的开发建设主体，目前主要负责度假区内的基础设施建设、安置房建设以及土地开发整理业务。2017~2019年，公司分别实现营业总收入9.54亿元、10.27亿元和21.40亿元，主要来源于安置房建设和基础设施建设业务。其中，2019年基础设施建设和安置房建设收入占营业总收入比重分别为97.85%和2.12%。2020年1~3月，公司实现营业总收入1.59亿元，全部系基础设施建设收入。近三年一期，公司土地开发业务未确认收入。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.Q1
基础设施建设	2.33	1.04	20.94	1.59
安置房建设	7.20	9.22	0.45	-
其他业务	0.01	0.01	0.01	-
合计	9.54	10.27	21.40	1.59
占比	2017	2018	2019	2020.Q1
基础设施建设	24.43%	10.09%	97.85%	100.00%
安置房建设	75.54%	89.80%	2.12%	-
其他业务	0.03%	0.11%	0.03%	-
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务收入系公司将土地整理业务中取得的少量房屋对外出租产生的收入，因该部分房屋的获取成本已计入拆迁项目成本，且后续未计提折旧或减值准备，因此营业成本为0。

资料来源：公司提供

作为度假区基础设施建设主体，公司承接区域内大量重要的基础设施建设项目以及度假区内的土地开发整理业务，项目来源较有保障，且截至 2020 年月末，公司尚有一定面积未出让土地，业务可持续性很强

公司负责度假区的城市基础设施投资开发建设等业务。2015 年公司与度假区管委会签订了委托开发建设项目框架协议，协议约定由公司负责度假区内道路等基础设施建设和管理。双方在每年年底共同约定时间对当年完工的项目进行结算，项目结算价款按完工成本附加 5% 的收益确定；若有个别投资额较大、建设期较长的重大项目，可以按照完工进度附加 5% 的收益确认收入。

2018 年 12 月 28 日，公司与绍兴柯岩城市建设投资有限公司（以下简称“柯岩城建”，控股股东为柯桥国资）签订《委托开发建设项目框架协议》，约定公司对鉴湖区块城市景观工程、柯岩客厅公共部分提升改造工程、阮型路工程和鉴湖-柯岩旅游度假区环境综合整治工程共四项工程进行委托开发，项目结算价款按照成本加成 10% 进行确认。2017~2019 年，公司分别实现基础设施建设收入 2.33 亿元、1.04 亿元和 20.94 亿元。

表 5：2019 年公司确认收入基建项目情况（亿元）

项目名称	确认收入金额	委托方
鉴湖区块城市景观工程	0.75	柯岩城建
柯岩客厅公共部分提升改造工程	0.97	柯岩城建

阮型路工程	0.82	柯岩城建
鉴湖-柯岩旅游度假区环境综合整治工程	14.08	柯岩城建
湖塘湖中村畈里边区块项目	4.30	-
合计	20.94	

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建与管委会签订协议的项目包括 104 国道南复线柯岩、湖塘段路面改造工程和高尔夫路西延（香林大道—阮型路）等。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
104 国道南复线柯岩、湖塘段路面改造工程	2.39	1.90
高尔夫路西延（香林大道—阮型路）	1.45	0.03
阮型路南段（柯南大道—104 国道南复线）	4.35	0.21
柯岩区块城市景观提升工程	2.04	1.24
春望路、育才路两侧环境整治工程	0.36	0.04
湖陌路新建工程	0.30	0.23
鉴湖渔歌风情带二期工程	1.50	0.80
型塘至永联通村道路改造工程	1.36	0.13
阮型路北段（柯南大道—104 国道）	4.40	4.00
新风路（柯南大道—104 国道）	1.13	0.59
合计	19.28	9.17

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司拟建基础设施建设项目计划总投资 6.44 亿元。

表 7：截至 2020 年 3 月末公司拟建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资
新风路（柯南大道—104 国道）	0.17
牛角湾规划支路工程	0.22
香樊路新建工程	2.10
蓬山、埠头等村拆迁安置地块支路	0.15
姚长子公园	0.30
阮社路（柯南大道—彪佳路）	3.35
武警支队配套道路	0.15
合计	6.44

资料来源：公司提供

此外，作为度假区内最重要的土地开发主体，公司负责度假区内的土地开发整理。公司与度假区管委会针对度假区内的具体地块签署《土地委托开发协议》，约定由公司对约定地块进行开发，项目完成后，公司将相关的资料整理完善后交付度假区管委会，度假区管委会下达结算款项的通知后支付款项给公司，结算款项包括土地委托开发成本及一定

比例的收益，具体收益加成比例视项目而定。

2017~2019 年末，公司平均土地整理成本分别为每亩 142.09 万元、159.71 万元和 153.20 万元。截

至 2020 年 3 月末，公司尚有正在整理或已整理未出让的土地 5,647 亩。

表 8：2017~2020.Q1 末公司在整理或已整理未出让土地情况

项目名称	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
正在整理或已整理未出让土地面积（亩）	6,118	6,004	5,739	5,647
平均土地整理成本（万元/亩）	142.09	159.71	153.20	152.90
土地整理总成本（万元）	869,325	958,877	879,215	863,426

注：土地整理总成本系公司正在整理或已整理未出让土地累计投入的总成本

资料来源：公司提供

此外，2019 年 1 月 1 日，公司与柯岩城建签订《土地委托开发框架协议》，约定对柯西印染企业拆迁项目进行委托开发，土地整理完成后由公司移交由柯岩城建，柯岩城建需确保在土地移交后 90 个工作日内付清所有移交结算款项，结算金额按照成本加成 10% 比例进行结算。柯西印染企业拆迁项目计划总投资 14.40 亿元，截至 2020 年 3 月末已完成投资 3.52 亿元。

中诚信国际认为，作为度假区内最重要的基础设施建设主体，公司基础设施建设业务规模较为稳定，但公司在建及拟建项目投入规模较大，未来或将面临一定的资金压力，且度假区管委会的财政资金主要来源于土地出让净收益返还，公司基础设施建设业务的资金回笼受当地的土地出让行情影响较大，中诚信国际将持续关注公司基础设施建设业务的资金平衡情况。

作为度假区内的主要安置房建设主体，公司安置房建设项目来源较有保障，可持续较强

公司作为度假区安置房建设主体，负责安置房建设项目的融资、投资、建设和管理。2015 年公司与度假区管委会签订了委托开发建设项目建设框架协议，

协议约定由公司负责度假区内安置房项目建设和管理，双方在项目完工后共同约定时间进行结算，项目结算价款按完工成本或进度成本附加 5% 的收益确定。

实际开展业务时，公司利用自筹资金建设安置房，建成的房屋优先用于项目征迁地块的安置工作，安置后剩余的房屋由公司通过拍卖形式进行市场化销售。收入确认方面，用于安置的部分由度假区管委会选择完工后的某一时间进行结算，项目结算价款按完工成本附加 5% 的收益确定；市场化销售的部分按照实际销售的价款确认收入。2017~2019 年，公司分别实现安置房收入 7.20 亿元、9.22 亿元和 0.45 亿元，受项目建设进度影响，2019 年公司安置房处于在建状态尚未达到确认收入条件，公司仅实现了部分安置房余房拍卖收入，因此 2019 年安置房收入有较大幅度下滑。

截至 2020 年 3 月末，公司在建的安置房项目主要有鉴湖水庄四期、定山家园、蓬山埠头安置小区和跨湖苑二期，计划总投资 46.23 亿元，已完成投资 24.50 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司暂无拟建安置房项目。

表 9：截至 2020 年 3 月末，公司在建安置房项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已完成投资
鉴湖水庄四期	21.58	2016.01~2020.12	13.85	8.76
定山家园	16.25	2018.09~2021.08	8.35	2.48
蓬山埠头安置小区	7.26	2019.06~2022.06	10.34	3.72
跨湖苑二期	7.68	2017.01~2019.12	13.69	9.54
合计	52.77	--	46.23	24.50

注：1、项目建设周期可能与实际建设进度存在差异；2、本表数据根据企业反馈最新资料整理，部分内容较以前年度有所调整；3、蓬山埠头安置小区项目已投资包含土地成本。

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，公司安置房建设项目投资规模较大，可持续性较强，但公司在建安置房项目存在较大后续投资压力，中诚信国际将持续关注公司安置房建设业务的资金平衡情况。

为趋近柯桥区城乡统筹发展，公司还承接了度假区内的棚户区改造业务，投资规模较大，业务可持续性较强，但项目建设进度以及回款进度未按照协议约定进行，中诚信国际将持续关注后续回款情况

为促进柯桥区城乡统筹发展，根据柯桥区城市发展规划和棚户区改造方案，柯桥区政府实施了一

系列棚户区改造项目，公司承担了度假区棚户区改造项目建设任务。

业务模式方面，公司与度假区管委会针对柯岩永进、红旗等地块“城中村”改造工程、阮区块“城中村”拆迁改造工程新项目和湖塘村“城中村”改造拆迁分别签订了政府购买服务协议，支付期限一般为3年，购买服务资金来源于财政资金等。截至2020年3月末，公司在建棚户区改造项目总投资140.09亿元，已投资73.70亿元，尚无回款，截至2020年3月末公司无拟建棚改项目。

表 10：截至 2020 年 3 月末公司在建棚改项目情况（单位：亿元）

项目名称	支付期限	总投资	购买服务总费用	已投资	购买服务费用来源	是否签订协议
柯岩永进、红旗等地块“城中村”改造工程	2018~2020	50.27	59.17	21.42	财政资金等	是
阮区块“城中村”拆迁改造工程新项目	2018~2020	59.88	84.35	41.48	财政资金等	是
湖塘村“城中村”改造拆迁	2019~2021	29.94	36.10	10.80	财政资金等	是
合计	--	140.09	179.62	73.70	--	--

资料来源：公司提供

中诚信国际关注，公司棚改项目建设规模较大，但受财政资金安排影响，未按照协议约定及时收到项目回款，中诚信国际将持续关注棚改项目的资金平衡情况。

公司停车场项目建成后可为公司带来稳定的租金及充电桩服务费收入，对公司的营业收入形成有效的补充

公司正在积极拓展经营性业务，利用自筹资金建设柯南停车场、湖塘鉴湖村-湖塘村区块改造工程项目配套停车场、湖塘湖中村畈里边区块改造项目配套停车场和蓬山、埠头等自然村拆迁安置小区一期工程配套停车场共四个停车场。除柯南停车场外，其余三个停车场均为安置小区配套停车场，四个停车场均配建了充电桩。未来公司计划通过三个安置小区配套停车场车位出售、柯南停车场车位出租以及收取充电桩服务费等方式产生收益。

柯南停车场、湖塘鉴湖村-湖塘村区块改造工程项目配套停车场、湖塘湖中村畈里边区块改造项目配套停车场和蓬山、埠头等自然村拆迁安置小区一

期工程配套停车场共四个停车场（配套）建设项目为本期债券拟筹集资金的主要投资项目，项目计划共建设停车位4,707个，充电桩719个，预计总投资10.59亿元。截至2020年3月末，停车场项目累计完成投资3.81亿元，占总投的比例约为36%，目前柯南停车场项目处于停车场主体建筑框架的施工阶段；湖塘鉴湖村-湖塘村区块改造工程项目和湖塘湖中村畈里边区块改造项目处于安置房主体框架建设施工阶段；蓬山、埠头等自然村拆迁安置小区一期工程目前尚未完成地基修建部分，因此三个安置小区配套停车场项目亦处于建设初期阶段。

中诚信国际关注到，停车场建设业务目前仍处于初期阶段，作为安置房配套设施，停车场车位出售受安置房建设及居民安置进度影响，具有不确定性，中诚信将持续关注停车场业务未来盈利情况。

战略规划及管理

公司将继续配合度假区管委会的规划，继续完成道路管网、安置房小区等基础设施建设及公园绿化等公共配套设施建设，同时公司将配合度假区管委会

积极开展招商引资，着力引进文化旅游、休闲娱乐、体育运动、健康养生等全域化旅游休闲产业及配套产业

作为度假区内最重要的基础设施建设和土地开发主体，公司将配合柯桥区政府及度假区管委会的统一部署，继续完成度假区的基础设施建设和土地整理任务，保证公司在度假区内的重要地位。

首先，作为度假区内最重要的基础设施建设主体，公司将配合度假区管委会的规划，继续完成道路管网、安置房小区等基础设施建设及公园绿化等公共配套设施建设，逐步实现度假区“设施升级、环境升级、功能升级”。

其次，作为度假区内最重要的土地开发主体，公司将配合度假区管委会积极开展招商引资，着力引进文化旅游、休闲娱乐、体育运动、健康养生等全域化旅游休闲产业及配套产业；结合在谈项目用地需求，着力推介度假区内拆迁地块，推动度假区内土地有序出让，提升度假区土地资源利用效率。

公司法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度较为健全，为公司日常经营管理活动的正常运行提供了保障和支持

公司是国有独资公司，不设股东会，由股东柯桥国资授权董事会行使股东会的部分职权。根据公司章程约定，公司设董事会、监事会和经理层工作制度。组织结构方面，公司下设办公室、工程建设部、财务审计部、预算部及计划开发部五个部门，负责公司的各项日常经营管理工作。

公司已在财务管理及人员管理等方面建立起一套有效的企业监管体系和管理措施。财务管理方面，公司在货币资金、实物资产、收入、成本费用及对外担保等方面均制定了管理制度和控制措施；人员管理方面，公司建立了人力资源管理框架和管理机制，实行“岗薪制”的分配制度，为员工提供收入和福利保证，并随着经济效益的提高逐步提高员工各方面待遇，推行岗位责任制，实行考勤、考核制

度，尤其是注重对公司财务人员的考核，提升人员管理水平。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报告，其中2017年数据采用2017年审计报告期末数据、2018年数据采用2018年审计报告期末数、2019年数据采用2019年审计报告期末数。公司财务报表按照新会计准则编制，均为合并口径数据。

盈利能力

受项目进度影响，公司各业务板块收入波动较大，同时受公司2019年新签订的代建协议将代建费率提升至10%等影响，2019年公司盈利能力有所提升，但公司自身盈利能力仍旧偏弱，对政府补贴依赖较大

2017~2019年以及2020年1~3月，公司营业收入分别为9.54亿元、10.27亿元、21.40亿元和1.59亿元。其中，受项目进度影响，公司基础设施建设业务收入波动较大，2017~2019年，基础设施建设收入分别为2.33亿元、1.04亿元和20.94亿元；同期，安置房收入分别为7.20亿元、9.22亿元和0.45亿元，其中由于2019年安置房处于在建阶段无法满足确认收入条件，销售收入仅为部分尾房的拍卖销售收入，因此2019年安置房收入有较大幅度减少。从毛利率水平来看，2017~2019年以及2020年1~3月，公司营业毛利率分别为4.88%、5.21%、9.47%和9.09%。分业务板块来看，受公司2019年新签订的代建协议将代建费率提升至10%影响，基础设施建设业务毛利率在2019年增长至9.09%；由于2019年确认收入的安置房均为拍卖模式销售的尾房，因此2019年安置房建设业务毛利率水平有所增长。

表 11：近年来公司营业收入毛利率构成(%)

收入	2017	2018	2019	2020.Q1
基础设施建设	2.33	1.04	20.94	1.59
安置房建设	7.20	9.22	0.45	-
其他业务	0.01	0.01	0.01	-
合计	9.54	10.27	21.40	1.59
占比	2017	2018	2019	2020.Q1
基础设施建设	4.76%	4.76%	9.09%	9.09%
安置房建设	4.76%	5.15%	25.69%	-
其他业务	100.00%	100.00%	100.00%	-
合计	4.88%	5.21%	9.47%	9.09%

注：其他业务收入系公司将土地整理业务中取得的少量房屋对外出租产生的收入，因该部分房屋的获取成本已计入拆迁项目成本，且后续未计提折旧或减值准备，因此营业成本为0。

资料来源：公司提供

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017~2018 年财务费用较少主要系公司将利息支出资本化影响。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司期间费用收入比分别为 1.12%、1.08%、1.24% 及 2.30%，处于较低水平。

公司利润总额主要系经营性业务利润，2017~2019 年公司利润总额分别为 3.07 亿元、3.13 亿元和 3.08 亿元。经营性业务利润主要系其他收益，2017~2019 年，公司分别获得其他收益 3.00 亿元、3.00 亿元和 1.50 亿元，系公司获得的来自政府的专项资金补助款。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	-	-	-	-
管理费用	0.10	0.11	0.10	0.02
财务费用	0.00	0.00	0.17	0.02
研发费用	-	-	-	-
期间费用合计	0.11	0.11	0.27	0.04
期间费用收入比	1.12%	1.08%	1.24%	2.30%
利润总额	3.07	3.13	3.08	0.21
经营性业务利润	3.07	3.13	3.08	0.21
其中：其他收益	3.00	3.00	1.50	0.10

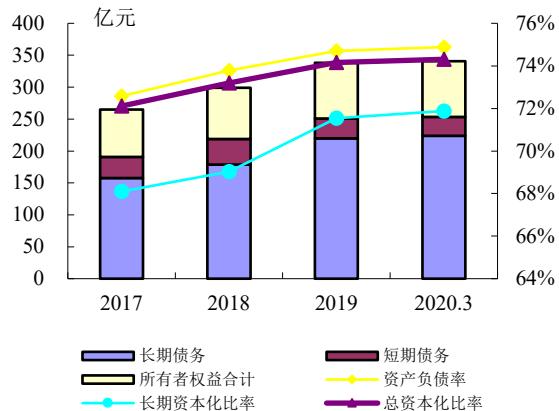
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着公司业务发展，公司资产规模稳步增长，受融资需求扩大影响，债务规模逐步扩大，杠杆水平有所升高，且存货中的项目结算进度存在一定不确定性，资产流动性较弱

近年来，随着业务持续发展，公司总资产规模均稳步增加，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公

司总资产分别为 269.35 亿元、305.65 亿元、345.54 亿元和 348.71 亿元；同期总负债分别为 195.49 亿元、225.54 亿元、258.12 亿元和 261.13 亿元；同期所有者权益分别为 73.86 亿元、80.11 亿元、87.42 亿元和 87.58 亿元。

受公司业务开展融资需求不断扩大影响，公司杠杆水平有所上升。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 72.58%、73.79%、74.70% 和 74.89%；同期，总资本化比率分别为 72.11%、73.19%、74.16% 和 74.31%。

图 2：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末资本结构分析


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产主要系流动资产，截至 2019 年末流动资产占总资产的比例为 99.58%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。具体科目来看，货币资金主要为银行存款，近年来波动较大，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司货币资金分别为 19.44 亿元、6.78 亿元、17.45 亿元及 16.85 亿元，其中 2018 年末货币资金较上年末大幅减少，主要系公司将 16.95 亿元现金用于购买银行保本型结构性存款产品，期限一个月，以降低资金闲置成本，该笔款项计入“其他流动资产”科目，已于 2019 年上半年到期，截至 2019 年末，受限的货币资金 2.44 亿元；应收账款方面，2017~2019 年末以及 2020 年 3 月末，公司应收账款分别为 26.14 亿元、20.64 亿元、18.35 亿元和 18.01 亿元，其中截至 2019 年末应收账款主要系应收度假区管委会的项目回款 13.93 亿元和应收绍兴

柯岩城市建设投资有限公司的工程款项 4.42 亿元；其他应收款主要系应收当地国有企业及政府机构的往来款，账龄以一年以内为主，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 13.77 亿元、19.10 亿元、51.78 亿元和 49.74 亿元，其中 2019 年增长部分主要系与柯岩城建的往来款增加所致；公司存货主要系基础设施工程项目、安置房项目以及土地资产，2017~2019 年末以及 2020 年 3 月末，存货分别为 209.71 亿元、242.14 亿元、256.51 亿元和 262.65 亿元，其中截至 2019 年末，基础设施工程、安置房项目和土地分别为 194.87 亿元、17.31 亿元和 44.33 亿元，其中土地资产中含 70.70 万平方米划拨地和 55.07 万平方米出让地，账面价值分别为 24.94 亿元和 16.15 亿元，权证齐备，主要系居住和商业用地。

公司非流动资产主要由其他权益工具投资、固定资产和其他非流动资产构成。其中，2019 年公司新增其他权益工具投资 0.60 亿元，系公司投资的中科院联动创新股权投资基金（绍兴）合伙企业（有限合伙），公司持股比例为 4.1609%；2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司固定资产均为 0.04 亿元，主要由公司自用的房屋及建筑物和办公电子设备等固定资产构成；2019 年末公司其他非流动资产 0.82 亿元，系预缴的土地增值税。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	19.44	6.78	17.45	16.85
应收账款	26.14	20.64	18.35	18.01
其他应收款	13.77	19.10	51.78	49.74
存货	209.71	242.14	256.51	262.65
其他权益工具投资	-	-	0.60	0.60
固定资产	0.04	0.04	0.04	0.04
其他非流动资产	-	-	0.82	0.82
总资产	269.35	305.65	345.54	348.71

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债以非流动负债为主，截至 2019 年末，公司非流动负债占负债总额的比例为 85.60%。公司非流动负债主要系长期借款、应付债券和长期应付款。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长期借款分别为 74.32 亿元、98.62 亿元、129.65 亿元及 134.14 亿元，主要系质押借款、质押

并保证借款以及保证借款，随公司融资规模扩大而快速增长；同期末，应付债券分别为 7.94 亿元、16.62 亿元、33.84 亿元和 33.44 亿元，公司于 2015 年发行“15 绍兴柯岩债/PR 柯岩债”8.00 亿元，期限 7 年，发行利率 6.28%；于 2018 年发行“18 绍兴柯岩债/18 柯岩债”12.00 亿元，期限 7 年，发行利率 5.88%；于 2019 年发行“19 柯岩 01”18.50 亿元，期限 5 年，发行利率 5.60%。同期末，公司长期应付款分别为 75.39 亿元、63.27 亿元、57.47 亿元和 56.27 亿元，系从股东柯桥国资拆入的有息拆借款（借款利率 3.75~6.10%）和收到柯桥区财政局的财政置换资金，2016~2017 年末，公司应付柯桥区财政局的长期应付款分别为 9.12 亿元和 12.12 亿元，2018 年公司与财政局进行债务清理，公司对财政局的长期应付款与应收账款相抵消，2018 年末起公司应付柯桥区财政局的长期应付款为 0。

流动负债方面，公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司其他应付款分别为 1.39 亿元、1.34 亿元、1.16 亿元和 1.00 亿元，主要系应付保证金；同期末，一年内到期的非流动负债分别为 32.66 亿元、40.25 亿元、31.17 亿元和 29.46 亿元，主要系一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券。

随着业务开展使得融资需求扩大，公司总债务有所增长，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司总债务分别为 190.79 亿元、218.76 亿元、250.93 亿元和 253.32 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司长短债债务比为 0.14 倍，总债务中以长期债务为主，债务结构较为合理。

中诚信国际关注到，随着业务的发展，公司总资产规模逐年增长，但公司资产主要为基建和安置房项目建设成本和应收的业务回款，项目结算和回款存在不确定性。同时，公司项目投资大、周期长的特点也使得公司的债务规模尤其是长期债务增长较快，资产负债率和总资本化比率处于较高水平，中诚信国际将密切关注公司债务到期偿还情况。

现金流及偿债能力

公司经营活动现金流呈净流出状态，无法对债务本息形成覆盖，同时 EBITDA 对债务本息覆盖能力有待提高，且公司债务规模较大，总体有一定偿债压力

2017~2019 年，公司经营活动净现金流分别为 -69.56 亿元、-27.71 亿元和-29.09 亿元，呈净流出状态。同期，公司经营活动净现金流对总债务的覆盖倍数分别为-0.36 倍、-0.13 倍和-0.12 倍；同期，经营活动净现金流对利息支出的保障倍数分别为 -7.47 倍、-2.71 倍和-2.27 倍，公司经营活动净现金流对债务本息无覆盖能力。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息支出构成。2017~2019 年，公司 EBITDA 分别为 3.08 亿元、3.13 亿元和 3.35 亿元，其中 2019 年利润总额和费用化利息支出占同期 EBITDA 的比例分别为 8.03% 和 91.87%。

表 14：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	33.32	40.25	31.17	29.46
长期债务	157.65	178.51	219.75	223.86
总债务	190.97	218.76	250.93	253.32
货币资金/短期债务	0.58	0.17	0.56	0.57
EBITDA/短期债务	0.09	0.08	0.11	-
经营活动净现金流	-69.56	-27.71	-29.09	0.03
经营活动净现金/总债务	-0.36	-0.13	-0.12	0.00
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-7.47	-2.71	-2.27	-
EBITDA	3.08	3.13	3.35	-
总债务/EBITDA	62.09	69.89	74.80	-
EBITDA 利息倍数	0.33	0.31	0.26	-

注：2020 年一季度经营活动净现金/总债务为年化后数据。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

具体到期分布来看，公司 2020 年 4~12 月、2021 年、2022 年及 2023 年分别为 19.75 亿元、67.38 亿元、29.79 亿元及 21.00 亿元，2020 年 3 月末货币资金无法覆盖短期债务，公司偿债压力较大。

表 15：截至 2020 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	2020 年 4~12 月	2021 年	2022 年	2023 年
到期债务	19.75	67.38	29.79	21.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2019 末，公司及子公司获得银行授信额度共计 148.72 亿元，其中尚未使用的授信额度为 4.75 亿元。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额合计 53.36 亿元，均系对区域内国有企业提供担保，占同期净资产的比重为 61.04%。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产总额为 25.86 亿元，占总资产的比例为 7.48%，系公司关于阮社区块“城中村”拆迁改造工程项目的应收账款 13.93 亿元、存货 11.94 亿元和其他货币资金 2.44 万元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017 年~2020 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为鉴湖度假区重要的开发建设主体，公司在资金注入和财政补贴等方面获得了柯桥区政府的有力支持

公司作为度假区内最重要的开发建设主体，在柯桥区城市建设发展中发挥重要作用。公司负责度假区内的基础设施建设、安置房建设以及土地开发整理业务，业务具备较强的区域垄断性，当地政府在资金注入以及财政补贴等方面给与了公司有力的支持。

资金注入方面，公司持续获得政府注入的资金，公司资本公积不断增加。2017~2019 年末，公司资本公积分别为 53.07 亿元、56.98 亿元和 61.98 亿元。其中，2017 年，公司获得政府注入的资金 1.00 亿元；2018 年，公司因债务豁免增加资本公积 3.91 亿元；2019 年，政府拨款 5.00 亿元计入资本公积。

财政补贴方面，2017~2019 年，公司分别获得政府补助 3.00 亿元、3.00 亿元和 1.50 亿元，计入其他收益，成为公司利润总额的重要补充。

担保实力

本期债券由绍兴市柯桥区建设集团有限公司（以下简称“柯桥建设”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

柯桥建设成立于 2018 年 7 月，系由柯桥国资出资设立，初始注册资本 3.50 亿元。2018 年 10 月，绍兴市柯桥区国有资产管理委员会办公室（以下简称“柯桥区国资办”）同意将柯桥国资公司持有的绍兴市柯桥区城建投资开发集团有限公司（以下简称“柯桥城投”）和绍兴市柯桥区交通投资建设集团有限公司（以下简称“柯桥交投”）的 100% 股权无偿划转至柯桥建设。2019 年 6 月，柯桥建设获得货币增资 1.00 亿元。截至 2019 年末，公司注册资本 3.50 亿元，实收资本 1.55 亿元，注册资本金将于 2023 年 6 月 30 日前全额到位。柯桥国资为公司的唯一出资人和控股股东，绍兴市柯桥区财政局为公司实际控制人。截至 2019 年末，公司下属一级子公司共 5 家。

作为柯桥区重要的基础设施建设主体，柯桥建设主要负责柯桥区内的土地整理、安置房建设以及道路类为主的基础设施建设。

业务运营

如前所述，柯桥建设作为柯桥区最重要的市政基础设施、保障房建设以及土地整理业务主体，公司营业收入主要来源于土地整理拆迁和安置房销售。2017~2019 年，柯桥建设分别实现营业收入 12.05 亿元、12.67 亿元和 14.04 亿元。其中，2019 年土地整理及拆迁收入和安置房销售收入占当年营业收入的比例分别为 20.08% 和 71.20%。

表 16：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
土地整理及拆迁	3.29	2.54	2.82
安置房销售	8.45	9.45	10.00
检测	0.08	0.09	0.15
租车服务收入	0.13	0.16	0.23
客运票务代理收入	0.04	0.04	0.04
代建服务	-	-	0.10
其他	0.07	0.39	0.71

合计	12.05	12.67	14.04
占比	2017	2018	2019
土地整理及拆迁	27.29	20.02	20.08
安置房销售	70.06	74.58	71.20
检测	0.69	0.74	1.10
租车服务收入	1.07	1.28	1.61
客运票务代理收入	0.34	0.28	0.28
代建服务	-	-	0.70
其他	0.54	3.09	5.03
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

柯桥建设主要负责柯桥区核心区域的土地整理及拆迁业务，回款受区域土地出让计划影响以及财政资金支付安排影响较大，存在一定不确定性

土地整理及拆迁业务由柯桥建设子公司柯桥城投负责，整理片区为柯桥区城市核心区域（柯桥街道、华舍街道、安昌街道）共约 55 平方公里，具体负责三通一平以及支付拆迁补偿款等任务。业务模式主要为委托开发，待地块完工验收合格后，柯桥建设将地块交由柯桥区国土资源局通过招拍挂方式进行出让，土地出让后，柯桥区财政局将土地整理结算资金拨付至绍兴市柯桥区柯桥中心城综合服务中心（以下简称“中心城服务中心”），再由中心城服务中心拨付给柯桥建设，柯桥建设按实际支出（含拆迁补偿）与政府进行结算。除实际支出外，柯桥建设还参与出让土地净收益²的分成，政府从土地出让净收益中提取 8% 的经济转型省级专项资金后，将剩余部分的 70% 分成给柯桥建设。

此外，柯桥建设分别与绍兴市柯桥区住房和城乡建设局就华墟居委会棚户区拆迁工程项目、沙地王拆迁项目、华舍街道湖门村城中村改造项目和安昌国际村城中村改造项目签订相关合同及补充协议，但回款进度实际取决于区域土地出让计划以及财政资金支付安排，预计投资回收期偏长。

2017~2019 年，柯桥建设分别整理土地 512.68 亩、699.65 亩和 653.97 亩，同期实现出让土地分别为 403.95 亩、697.03 亩和 632.80 亩。同期，柯桥建设分别实现出让收入为 3.29 亿元、2.54 亿元和 2.82

² 土地净收益指土地出让金扣除地块整理及拆迁成本、规费后的净收益。

亿元。受区域土地出让计划、财政资金支付安排等因素影响，土地整理及拆迁收入较有波动。

截至 2019 年末，柯桥建设主要已完成整理地块项目包括华墟居委会棚户区拆迁工程项目、解放村拆迁工程、张溇二期拆迁工程和柯华路拓宽拆迁，总投资 63.51 亿元。同期末，柯桥建设在整理地块项目计划总投资 139.90 亿元，已完成投资 70.42 亿元，无拟整理地块项目。

表 17：截至 2019 年末柯桥建设主要在整理地块情况(亿元)

项目	总投资	已投资
解放二期(华舍商城周边地块及绸缎路拓宽拆迁工程)	16.00	4.92
华舍街道湖门村城中村改造项目	33.00	27.70
沙地王村拆迁项目	35.00	18.26
安昌国际村城中村改造项目	5.90	4.43
小赭村拆迁项目	50.00	15.11
合计	139.90	70.42

资料来源：公司提供

柯桥建设作为负责柯桥区中心城区的安置房建设主体，项目来源较有保障，但回款进度受安置进度以及财政资金安排等影响较大，且公司后续建设支出规模较大，面临一定投融资压力

安置房业务主要由柯桥建设子公司柯桥城投负责，主要负责柯桥区中心城区的安置房建设，拥有房地产开发三级资质。业务模式为：柯桥建设与安置户和街道办事处（作为拆迁安置受托单位）签订《绍兴市柯桥区房屋征收补偿协议》（以下简称“《补偿协议》”），柯桥建设委托街道办事处制定具体拆迁补偿计划和配套安置房建造计划，《补偿协议》约定安置房房款、拆迁安置费用及其他搬迁补偿费用等条款，并约定由柯桥建设与拆迁安置人员结算安置补偿差价款。安置模式主要分为货币安置和实物安置，比例约为 1:1，其中实物安置方面，公司通过招拍挂获得安置房建设用地，安置房建设完成后，由柯桥建设直接销售给安置户，以开票时间为节点确认安置房销售收入，安置完成后若有余房，公司可通过拍卖出售获得销售收入。2017~2019 年，柯桥建设分别实现安置房收入 8.45 亿元、9.45 亿元和

10.00 亿元。

截至 2019 年末，柯桥建设在建安置房项目包括张溇二期安置小区、柯桥城区（G-50、G-51）限价房和柯桥城区（R-22）限价房等，计划总投资 48.41 亿元，已完成投资 13.84 亿元。同期末，公司拟建安置房项目为柯桥城区沙地王安置小区，计划总投资 15.00 亿元。

表 18：截至 2019 年末柯桥建设在建拟建安置房情况(亿元)

项目名称	总投资	已投资
在建：		
张溇二期安置小区	3.18	1.76
柯桥城区（G-50、G-51）限价房	12.23	5.78
柯桥城区（R-22）限价房	5.00	2.23
兰亭街道 2018-1 号住商地块限价房	3.00	1.07
小赭村安置小区	25.00	3.00
合计	48.41	13.84
拟建：		
柯桥城区沙地王安置小区	15.00	-

资料来源：公司提供

柯桥建设基础设施建设项目规模较大，未来收入确认有所保障，但项目回款相对滞后且受财政资金安排影响较大，且部分项目未签订相关协议，未来回款方式尚不确定，柯桥建设将面临一定投融资压力

代建项目

基础设施建设业务主要由子公司柯桥交投、绍兴市柯桥区交通建设有限公司（以下简称“柯桥交建”）和柯桥城投负责，2012 年柯桥交投与中心城服务中心签订了工程项目投资建设与回购协议³，协议中约定 104 国道绍兴县柯桥段改建工程、32 省道（S212）绍兴市柯桥区兰亭至平水段改建工程、2013 年县乡公路升级改造工程等 44 个基础设施投资建设项目的回购总金额为 49.21 亿元，回购期限为 2022 年至 2032 年，柯桥建设将于 44 个项目全部竣工结算后确定最终回购金额并确认收入，会计处理方面，由于未来回款时间具有一定不确定性，因此柯桥建设将未结算的代建项目计入其他非流动资产中，确认收入时贷记-其他非流动资产，借记-应

³ 因签订工程项目投资建设与回购协议时，柯桥交建仍为柯桥交投集团下属子公司，故该协议由柯桥交投集团名义与中心城综合服务中心签订。

收账款，贷记-营业收入。上述 44 个项目截至 2019 年末已完成投资 38.55 亿元。除已签订回购协议的 44 个项目外，柯桥建设仍负责柯桥区内道路、桥隧、水运及客运中心等交通类基础设施项目的建设及运营，尚未签订协议明确收入确认和回款标准，目前均依靠政府补助通以弥补支出。2017~2019 年，公司分别获得政府补助 2.76 亿元、1.16 亿元和 1.35 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司在建基础设施项目包括育才北路（张溇段）、兴华西路（民生路-越州大道）和兴华西路（民生路-越州大道）等；同期末，公司拟建基础设施项目包括金柯桥大道 104 国道口轻纺城大桥改建工程和杭金衢连接线接 03 省道东复线等。

表 19：截至 2020 年 3 月末主要在建拟建代建项目情况(亿元)

项目名称	总投资	已投资
在建:		
育才北路（张溇段）	0.73	0.20
兴华西路（民生路-越州大道）	1.78	0.22
兴华西路（民生路-越州大道）	0.99	0.11
柯桥城区综合整治提升改造工程	3.00	1.58
绸缎中路（张溇段）	0.85	0.08
杭州中环柯桥段高架桥改建工程	51.05	0.01
杭州湾环线高速公路（杭甬段）柯桥互通改扩建工程	6.37	0.17
环会稽山国家森林公园美丽公路二期工程（龙陈公路改造工程）	0.37	0.14
合计	65.14	2.51
拟建:		
金柯桥大道 104 国道口轻纺城大桥改建工程	2.00	
杭金衢连接线接 03 省道东复线	3.00	
杨绍线福全段改建工程	10.00	
横江路（群贤路—钱陶公路）	0.62	
合计	15.62	

资料来源：公司提供

自建项目

除代建项目外，公司还有少数自建项目，将采取自营模式获取收益。

2019 年 4 月，柯桥建设无偿接收了柯桥区体育中心投资开发经营有限公司（以下简称“柯桥体育中心公司”）股权，同时将柯桥体育中心公司负责建

设绍兴县体育中心项目、绍兴国际会展中心一期 B 区工程（简称会“会展中心一期 B 区工程”）、中国轻纺城体育中心体育馆场馆改造项目（简称“体育中心体育馆场馆改造”）等项目并表。其中绍兴县体育中心项目总投资概算 18.68 亿元，建设内容包括体育场、体育馆、游泳跳水馆及配套训练场等，已于 2014 年完工。

目前，柯桥体育中心公司主要在建项目为会展中心一期 B 区工程和体育中心体育馆场馆改造项目。其中，会展中心一期 B 区工程项目总投资概算 27.00 亿元，预计将于 2021 年完工，建成后计划通过展会收入平衡投资资金，截至 2019 年末已完成投资 6.30 亿元。

体育中心体育馆场馆改造投资概算约为 0.90 亿元，资金依靠柯桥体育中心公司自筹，系在原绍兴县体育中心项目上的改造，具体包括体育馆竞赛场地、观众区域设施、赛事功能房间、赛事专用系统、媒体及转播、安保及交通设施、配套设施、弱电、临建及场外等基础设施的改造升级，计划建设期为 2020 年 1 月至 2020 年 12 月，完工后该场馆将作为 2022 年杭州亚运会场馆之一，届时将举办相关赛事，目前该项目尚处于启动初期阶段。

PPP 项目

根据《省发展改革委关于批复杭金衢高速至杭绍台高速联络线（杭金衢高速公路柯桥联络线）工程可行性研究报告的函》（浙发改函[2019]14 号），杭金衢高速至杭绍台高速联络线（杭金衢高速公路柯桥联络线）总投资估算 75.93 亿元，其中项目资本金 18.99 亿元，公司作为政府出资方，政府出资资金 8.78 亿元由柯桥区政府财政负责筹措，采用政府与社会资本合作（PPP）模式建设，已入库，截至目前尚处于前期筹建阶段，社会资本方尚未确定，已支出前期筹建费用约 0.12 亿元。

其他业务发展平衡，为公司业务模式多样化以及营业收入提供了较好的保障

柯桥建设还涉及检车、租车服务、客运票务以及其他等业务。其中，检测业务主要为机动车年检业务，由柯桥交投子公司绍兴市柯桥区车辆检测中心有限公司负责运营，2017~2019 年检测收入分别为 0.08 亿元、0.09 亿元和 0.15 亿元；租车服务业务由柯桥交投子公司绍兴市柯桥区公共用车服务有限公司负责运营，主要为机关单位服务的公车出租服务，2017~2019 年租车服务业务分别为 0.13 亿元、0.16 亿元和 0.23 亿元；客运票务代理由柯桥交投集子公司绍兴柯桥客运中心有限公司负责运营，2017~2019 年分别实现收入 0.04 亿元、0.04 亿元和 0.04 亿元。

战略规划及管理

作为柯桥区内重要的基础设施建设平台，柯桥建设将继续全面推进重大交通路网工程，同时将全面推进城市基础设施建设、紧抓各类要素资源保障、扩展融资渠道并拓宽经营性业务领域，推进公司市场化运营

柯桥建设作为柯桥区重要的基础设施建设平台，将继续全面推进重大交通路网工程，同时将全面推进城市基础设施建设，具体表现在：推进杭州中环柯桥段高架、杭甬高速柯桥互通改扩建工程等内接外联的交通路网工程；推进绍兴国际会展中心一期 B 区 2 号馆和会议中心建设；确保全年建设安置房面积 77 万平方米，进一步提升城市品质；推进区域开发，对接精准招商，提升地块指标的有效性和合理性以及植入以交通、市政、道路养护、停车场等经营性业务的方式，推进公司市场化和实体化转型等。

柯桥建设法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度较为健全，为日常经营管理活动的正常运行提供了保障和支持

柯桥建设不设股东会，由出资人柯桥国资依法行使股东会职权。下设董事会、监事会，经营层下设办公室、企业管理部、财务部、融资部、投资发展部、工程前期部、工程建设管理部和审计部等多

个部门。

柯桥建设根据自身管理需要，在财务管理、资金管理、资产管理、内部审计等多方面制定了相应的内部管理制度和办法规定，内控机制较为完善，能较好地防范和化解经营风险，管理机制较为规范。

担保方财务分析

以下分析基于柯桥建设提供的经中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具的 2017~2018 年审计报告以及 2019 年审计报告，其中各期数据均采用期末数。柯桥建设财务报表按照新会计准则编制，均为合并口径数据。

盈利能力

近年来柯桥业务收入逐年增长，同时受收入占比较大的安置房业务亏损影响，2017 年柯桥建设毛利率水平较低，2018 年开始柯桥建设盈利能力有所提升，但自身盈利能力仍旧偏弱，对政府补贴依赖较大

2017~2019 年，柯桥建设营业收入分别为 12.05 亿元、12.67 亿元和 14.04 亿元。其中，受区域土地出让计划、财政资金支付安排等因素影响，柯桥建设土地整理及拆迁收入较有波动，2017~2019 年分别为 3.29 亿元、2.54 亿元和 2.82 亿元；同期，安置房收入分别为 8.45 亿元、9.45 亿元和 10.00 亿元，呈逐年增长趋势。毛利率方面，2017~2019 年，柯桥建设营业毛利率分别为 0.01%、22.25% 和 24.45%。分业务板块来看，2017~2019 年土地整理及拆迁业务毛利率分别为 5.00%、15.29% 和 15.29%，拆迁的毛利率大幅上升，主要系当年招拍挂出让地块系较早年度整理的地块，拆迁成本相对较低所致，2018 年和 2019 年毛利率水平较高；同期，安置房销售业务毛利率分别为 -2.50%、24.73% 和 24.58%，其中 2017 年，柯桥建设给以往年度已交房但尚未结算的拆迁安置房批量开票，而拆迁安置毛利率相对偏低且同时受营改增影响导致当年呈亏损状态，2018 年和 2019 年拍卖出售的安置房尾房较多，因此毛利率水平较高。

表 20：近年来柯桥建设营业收入毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
土地整理及拆迁	3.29	2.54	2.82
安置房销售	8.45	9.45	10.00
检测	0.08	0.09	0.15
租车服务收入	0.13	0.16	0.23
客运票务代理收入	0.04	0.04	0.04
代建服务	-	-	0.10
其他	0.07	0.39	0.71
合计	12.05	12.67	14.04
毛利率	2017	2018	2019
土地整理及拆迁	5.00%	15.29%	15.29%
安置房销售	-2.50%	24.73%	24.58%
检测	20.06%	12.21%	25.96%
租车服务收入	2.87%	-99.10%	-67.45%
客运票务代理收入	-67.80%	-70.23%	-59.22%
代建服务	-	-	100.00%
其他	85.26%	68.69%	82.31%
合计	0.01%	22.25%	24.45%

资料来源：柯桥建设提供

柯桥建设期间费用以管理费用和财务费用为主，受债务规模扩大影响，财务费用逐年增长，2017~2019年分别为0.91亿元、1.28亿元和2.63亿元。同期，柯桥建设期间费用收入比分别为12.87%、14.46%和23.88%，对期间费用的控制能力有所减弱。

柯桥建设利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和资产减值损失构成，2017~2019年柯桥建设利润总额分别为3.01亿元、2.09亿元和2.08亿元。同期，经营性业务利润分别为0.43亿元、1.82亿元和1.03亿元，经营性业务利润主要系其他收益，2017~2019年，柯桥建设分别获得其他收益2.76亿元、1.16亿元和1.35亿元，系公司获得的政府补助。2017~2019年投资收益分别为2.02亿元、0.15亿元和0.15亿元，2017年金额较大主要系当年度处置了对绍兴市公交信息科技有限公司的股权所致；2017~2019年，资产减值损失分别为0.26亿元、0.13亿元和-0.80亿元，其中-0.80亿元系冲回的坏账损失。

表 21：近年来柯桥建设盈利能力相关指标(亿元)

	2017	2018	2019
销售费用	0.01	0.02	0.03
管理费用	0.63	0.54	0.69
财务费用	0.91	1.28	2.63
研发费用	-	-	-
期间费用合计	1.55	1.83	3.35

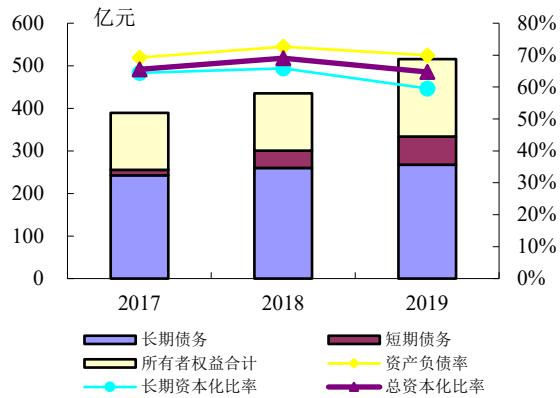
期间费用收入比	12.87%	14.46%	23.88%
利润总额	3.01	2.09	2.08
经营性业务利润	0.43	1.82	1.03
其中：其他收益	2.76	1.16	1.35

资料来源：柯桥建设财务报表，中诚信国际整理

随着业务发展，柯桥建设资产规模稳步增长，受融资需求扩大影响，债务规模逐步扩大，杠杆水平有所升高，且存货中和项目结算进度存在一定不确定性，资产流动性较弱

近年来，随着业务持续发展、资金资产注入以及合并范围扩大，柯桥建设总资产规模均稳步增加，2017~2019年末，总资产分别为435.84亿元、492.34亿元和605.04亿元；同期总负债分别为301.79亿元、357.63亿元和423.25亿元；同期，受柯桥体育中心公司纳入公司合并范围以及股东资产和资金注入影响，所有者权益逐年增长，2017~2019年分别为134.05亿元、134.71亿元和181.79亿元，2019年末所有者权益有所增长主要系资本公积增加46.99亿元所致，其中柯桥区财政局安排将26.14亿元的地方政府债券置换作为对公司资本性投入计入资本公积、柯桥中心城综合服务中心拨款5.00亿元、合并柯桥体育中心公司使得资本公积增加15.70亿元。

受业务开展融资需求较大影响，柯桥建设杠杆水平较高。2017~2019年末，资产负债率分别为69.24%、72.64%和69.95%；同期，总资本化比率分别为48.56%、51.95%和57.65%。

图 3：2017~2019年末柯桥建设资本结构分析


资料来源：柯桥建设财务报告，中诚信国际整理

资产结构方面，柯桥建设资产主要系流动资产，截至 2019 年末流动资产占总资产的比例为 79.19%。柯桥建设流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。具体科目来看，货币资金主要为银行存款，近年来逐步增长，2017~2019 年末分别为 33.04 亿元、38.85 亿元和 45.49 亿元，无受限的货币资金；预付款项方面，2017~2019 年末，柯桥建设预付款项分别为 120.62 亿元、157.78 亿元和 169.91 亿元，主要系尚未进行过拆迁专项审计的拆迁款，待拆迁专项审计后转入存货；其他应收款主要系应收当地国有企业的往来款，账龄以一年以内为主，2017~2019 年末分别为 42.56 亿元、41.31 亿元和 64.08 亿元；2017~2019 年末，柯桥建设存货分别为 165.11 亿元、174.03 亿元和 194.83 亿元，主要系库存商品和开发成本，其中截至 2019 年末，库存商品 36.31 亿元，主要系安置房，开发成本 153.78 亿元，主要系土地整理拆迁成本。

柯桥建设非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、在建工程和其他非流动资产构成。其中，2017~2019 年末可供出售金融资产分别为 13.98 亿元、14.02 亿元和 24.98 亿元，2019 年末增长部分主要系柯桥建设于当年新增投资华融金融租赁股份有限公司 10.00 亿元；同期末，长期股权投资分别为 7.82 亿元、7.83 亿元和 16.72 亿元，2019 年增长部分主要系柯桥建设于当年追加投资浙江绍金高速公路有限公司 6.02 亿元、绍兴市柯桥区中国轻纺城坯市场有限公司 3.14 亿元；2017~2019 年末，在建工程分别为 8.10 亿元、9.59 亿元和 33.74 亿元，2019 年增长原因主要系柯桥建设于当年无偿接收了子公司柯桥体育中心公司股权而使得在建工程新增柯桥体育中心公司负责建设的体育中心项目影响，截至 2019 年末体育中心项目及配套设施工程 24.38 亿元；2017~2019 年末，其他非流动资产 34.36 亿元、38.56 亿元和 41.92 亿元，系子公司柯桥交投之前签订的 44 个代建项目。

表 22：近年来柯桥建设主要资产情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
货币资金	33.04	38.85	45.49
预付款项	120.62	157.78	169.91

其他应收款	42.56	41.31	64.08
存货	165.11	174.03	194.83
可供出售金融资产	13.98	14.02	24.98
长期股权投资	7.82	7.83	16.72
在建工程	8.10	9.59	33.74
其他非流动资产	34.36	38.56	41.92
总资产	435.84	492.34	605.04

资料来源：柯桥建设财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，柯桥建设负债以非流动负债为主，截至 2019 年末，柯桥建设非流动负债占负债总额的比例为 72.76%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2017~2019 年末，长期借款分别为 65.76 亿元、64.18 亿元和 70.25 亿元，主要系质押借款和保证借款；同期末，应付债券分别为 48.50 亿元、69.00 亿元和 111.50 亿元，2019 年柯桥建设新发行“18 柯桥城投 ZR002”1.00 亿元、“19 柯桥城投 ZR001”5.00 亿元、“上海银行理财直融”5.40 亿元、“19 柯建 01”20.00 亿元、“19 柯建 02”20.00 亿元和“杭州银行债权融资计划”4.00 亿元，其中“19 柯建 01”票面利率 5.50%，发行期限为 5 年、“19 柯建 02”票面利率 4.98%，发行期限为 5 年。2017~2019 年末，柯桥建设长期应付款分别为 128.70 亿元、126.58 亿元和 126.20 亿元，主要系地方政府置换债券以及信托等其他类借款，其中截至 2019 年末地方政府置换债券 38.50 亿元、信托借款 10.00 亿元、其他单位（借款方主要为柯桥建设控股股东柯桥国资）的借款 33.44 亿元。

流动负债方面，柯桥建设流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017~2019 年末，柯桥建设其他应付款分别为 23.84 亿元、34.48 亿元和 33.59 亿元，主要系主要系往来款、借款、暂收房款以及预收土地出让金；同期末，一年内到期的非流动负债分别为 12.26 亿元、40.00 亿元和 65.77 亿元，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款。

随着业务开展使得融资需求扩大，柯桥建设总债务有所增长，2017~2019 年末，柯桥建设总债务分别为 255.22 亿元、300.45 亿元和 333.53 亿元。截至 2019 年末，柯桥建设长短期债务比（短期债务/

长期债务)为0.25倍,总债务中以长期债务为主,债务结构较为合理。

中诚信国际关注到,受益于业务的发展、合并范围扩大以及股东方的资产注入,柯桥建设总资产规模逐年增长,但柯桥建设资产主要为基建和安置房项目建设成本、拆迁成本和拆迁款,对资产流动性占用较大。同时,柯桥建设项目投资大、周期长的特点也使得柯桥建设的债务规模尤其是长期债务增长较快,资产负债率和总资本化比率处于较高水平,中诚信国际将密切关注柯桥建设债务到期偿还情况。

现金流及偿债能力

2019年柯桥建设经营活动现金流虽然从净流出状态转为净流入状态,但对债务本息的覆盖能力依旧较弱,同时EBITDA对债务本息覆盖能力有待提高,且公司债务规模较大,总体有一定偿债压力

2017~2019年,柯桥建设经营活动净现金流分别为-37.32亿元、-26.52亿元和2.15亿元,受回款增加影响,2019年经营活动净现金流由净流出转为净流入状态。同期,柯桥建设经营活动净现金流对总债务的覆盖倍数分别为-0.15倍、-0.09倍和0.01倍;同期,经营活动净现金流对利息支出的保障倍数分别为-4.29倍、-3.83倍和0.19倍,柯桥建设经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力较弱。

获现能力方面,柯桥建设EBITDA主要由利润总额和费用化利息支出构成。2017~2019年,柯桥建设EBITDA分别为4.20亿元、4.04亿元和4.23亿元,其中2019年利润总额和费用化利息支出占同期EBITDA的比例分别为49.13%和45.33%。

表23:近年来柯桥建设偿债能力分析(亿元、倍)

指标	2017	2018	2019
短期债务	12.26	40.70	65.77
长期债务	242.96	259.76	267.76
总债务	255.22	300.45	333.53
货币资金/短期债务	2.69	0.95	0.69
EBITDA/短期债务	0.34	0.10	0.06
经营活动净现金流	-37.32	-26.52	2.15

经营活动净现金流/总债务	-0.15	-0.09	0.01
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-4.29	-3.83	0.19
EBITDA	4.20	4.04	4.23
总债务/EBITDA	60.73	74.33	78.85
EBITDA利息倍数	0.48	0.58	0.37

资料来源:柯桥建设财务报告,中诚信国际整理

具体到期分布来看,柯桥建设2020年4~12月、2021年、2022年及2023年分别为60.80亿元、82.62亿元、77.78亿元及33.48亿元,2020年3月末货币资金无法覆盖短期债务,柯桥建设偿债压力较大。

表24:截至2020年3月末柯桥建设债务到期情况(亿元)

项目名称	2020年 4~12月	2021年	2022年	2023年
到期债务	60.80	82.62	77.78	33.48

资料来源:柯桥建设提供,中诚信国际整理

银行授信方面,截至2019末,柯桥建设获得银行授信额度共计170.46亿元,其中尚未使用的授信额度为43.00亿元。

对外担保方面,截至2019年末,柯桥建设对外担保余额合计62.00亿元,均系对区域内国有企业提供担保,占同期末净资产的比重为34.10%。

受限资产方面,截至2019年末,柯桥建设受限资产总额为12.56亿元,占总资产的比例为2.08%,全部系土地使用权。

过往债务履约情况:根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料,2017~2019年末,柯桥建设所有借款均到期还本、按期付息,未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示,截至报告出具日,柯桥建设在公开市场无信用违约记录。

担保方外部支持

作为柯桥区重要的开发建设主体,柯桥建设在资产注入和财政补贴等方面获得了柯桥区政府的有力支持

作为柯桥区重要的基础设施建设主体,柯桥建设自成立以来在资产注入以及财政补贴等方面获得了区政府的大力支持。近年来,柯桥区国资办陆续将柯桥城投、柯桥交建、柯桥体育中心公司等公司

股权无偿划转至柯桥建设。此外，2017~2019 年，柯桥建设分别获得政府补助 2.76 亿元、1.16 亿元和 1.35 亿元。

综上所述，中诚信国际评定绍兴市柯桥区建设集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本次专项债券信用等级充分考虑了柯桥建设提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次专项债券的还本付息起到的保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定绍兴柯岩建设投资有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2020 年绍兴柯岩建设投资有限公司城市停车场建设专项债券（第一期）”的信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于 2020 年绍兴柯岩建设投资有限公司 城市停车场建设专项债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

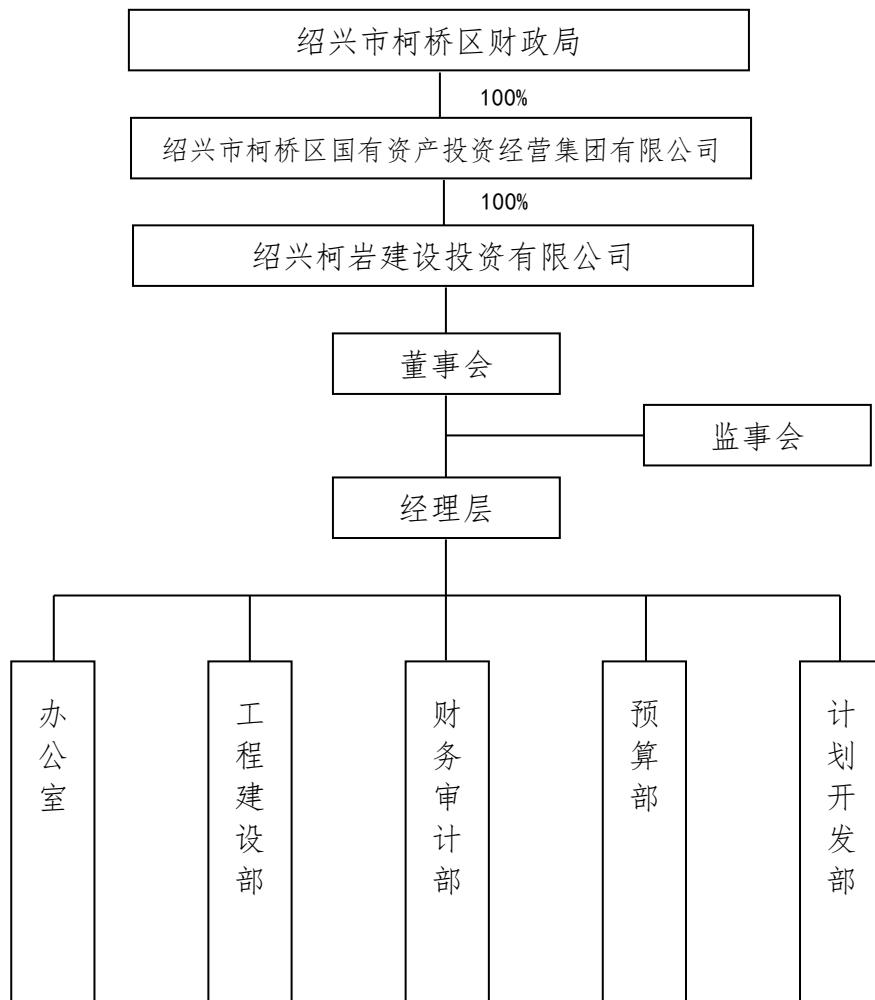
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

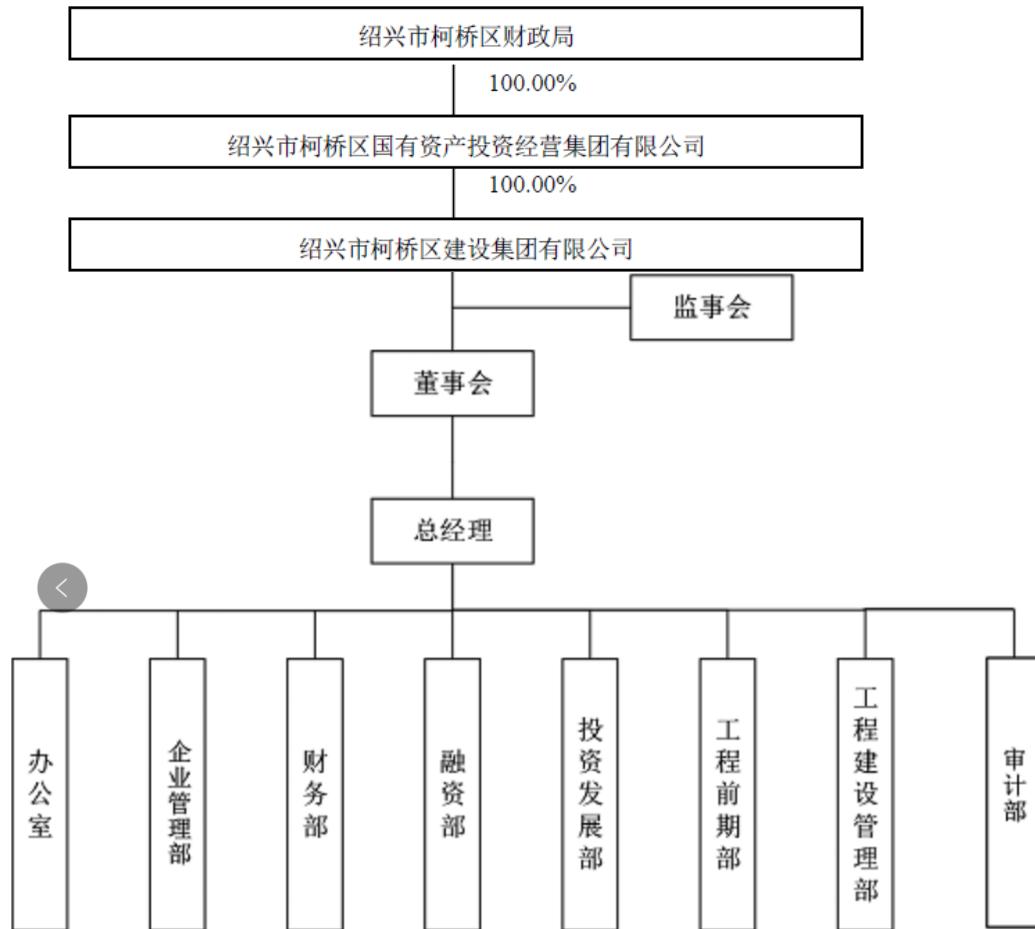
2020 年 12 月 14 日

附一：绍兴柯岩建设投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：绍兴市柯桥区建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附三：绍兴柯岩建设投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	194,360.44	67,840.68	174,512.08	168,458.91
应收账款	261,425.38	206,395.75	183,469.83	180,115.60
其他应收款	137,675.03	190,969.30	517,831.20	497,381.20
存货	2,097,110.50	2,421,393.11	2,565,061.42	2,626,500.39
长期投资	0.00	0.00	6,000.00	6,000.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	2,693,478.01	3,056,537.44	3,455,441.10	3,487,070.78
其他应付款	13,894.98	13,372.16	11,609.02	10,061.93
短期债务	333,164.77	402,467.50	311,717.50	294,617.50
长期债务	1,576,529.01	1,785,086.71	2,197,545.67	2,238,574.71
总债务	1,909,693.78	2,187,554.21	2,509,263.17	2,533,192.21
总负债	1,954,913.95	2,255,422.68	2,581,214.00	2,611,303.88
费用化利息支出	0.00	0.00	2,692.22	-
资本化利息支出	93,082.58	102,361.72	0.00	-
实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	738,564.07	801,114.77	874,227.10	875,766.90
营业总收入	95,389.30	102,693.96	214,030.42	15,853.11
经营性业务利润	30,721.90	31,259.64	30,816.65	2,053.07
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	23,042.06	23,444.58	23,112.33	1,539.80
EBIT	30,722.74	31,259.64	33,508.94	-
EBITDA	30,757.54	31,297.90	33,545.34	-
销售商品、提供劳务收到的现金	23,584.76	59,837.92	246,630.14	20,000.00
收到其他与经营活动有关的现金	88,100.61	595,464.97	105,055.84	21,537.58
购买商品、接受劳务支付的现金	760,244.82	317,093.94	211,781.33	39,422.89
支付其他与经营活动有关的现金	40,284.51	613,659.34	419,247.44	1,631.36
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	41.13	7.22	10.46	57.70
经营活动产生现金净流量	-695,570.80	-277,060.18	-290,910.43	324.05
投资活动产生现金净流量	9,958.87	-169,507.22	166,089.64	-41.45
筹资活动产生现金净流量	631,651.97	316,832.85	234,704.55	-6,335.77
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率 (%)	4.88	5.21	9.47	9.09
期间费用率 (%)	1.12	1.08	1.24	2.30
应收款项/总资产 (%)	14.82	13.00	20.30	19.43
收现比 (X)	0.25	0.58	1.15	1.26
总资产收益率 (%)	1.33	1.09	1.03	-
资产负债率 (%)	72.58	73.79	74.70	74.89
总资本化比率 (%)	72.11	73.19	74.16	74.31
短期债务/总债务 (%)	0.17	0.18	0.12	0.12
FFO/总债务 (X)	0.01	0.01	0.01	0.00
FFO 利息倍数 (X)	0.25	0.23	9.24	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	-7.47	-2.71	-2.27	-
总债务/EBITDA (X)	62.09	69.89	74.80	-
EBITDA/短期债务 (X)	0.09	0.08	0.11	-
货币资金/短期债务 (X)	0.58	0.17	0.56	0.57
EBITDA 利息倍数 (X)	0.33	0.31	0.26	-

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；3、中诚信国际将柯岩建投的“其他应付款”中的计息部分调入其短期债务，将“长期应付款”中的计息部分调入其长期债务。

附四：绍兴市柯桥区建设集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019
货币资金	330,401.47	388,469.67	454,869.39
应收账款	34,865.18	28,537.23	25,069.09
其他应收款	425,575.81	413,121.38	643,022.37
存货	1,651,058.19	1,740,309.47	1,948,264.15
长期投资	218,015.15	218,467.44	417,007.25
在建工程	81,011.98	95,926.31	337,444.27
无形资产	50,345.12	52,997.58	52,058.32
总资产	4,358,385.98	4,923,416.97	6,050,445.99
其他应付款	238,446.34	344,805.07	335,945.02
短期债务	122,600.00	406,992.30	657,705.64
长期债务	2,429,581.21	2,597,551.06	2,677,585.03
总债务	2,552,181.21	3,004,543.36	3,335,290.66
总负债	3,017,858.56	3,576,307.09	4,232,502.72
费用化利息支出	9,915.73	13,770.35	19,172.44
资本化利息支出	76,541.06	58,589.69	96,592.48
实收资本	0.00	5,500.00	15,500.00
少数股东权益	148.27	1,871.83	2,030.30
所有者权益合计	1,340,527.42	1,347,109.87	1,817,943.26
营业总收入	120,548.67	126,681.20	140,412.10
经营性业务利润	4,269.88	18,151.31	10,345.47
投资收益	20,222.23	1,467.09	1,467.09
净利润	28,525.28	20,002.96	20,403.85
EBIT	40,567.39	31,606.85	39,953.06
EBITDA	42,027.99	40,420.40	42,299.98
销售商品、提供劳务收到的现金	188,731.19	136,272.31	148,006.95
收到其他与经营活动有关的现金	193,466.18	220,866.05	548,696.05
购买商品、接受劳务支付的现金	533,875.73	572,945.37	408,609.51
支付其他与经营活动有关的现金	203,942.48	35,876.47	239,478.16
吸收投资收到的现金	0.00	10,498.75	0.00
资本支出	30,117.09	10,176.31	47,889.42
经营活动产生现金净流量	-373,151.97	-265,249.89	21,508.21
投资活动产生现金净流量	-83,194.72	-23,356.99	-231,810.26
筹资活动产生现金净流量	340,049.26	347,575.38	276,701.77
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率 (%)	0.01	22.25	24.45
期间费用率 (%)	12.87	14.46	23.88
应收类款项/总资产 (%)	10.60	9.02	11.04
收现比 (X)	1.57	1.08	1.05
总资产收益率 (%)	0.95	0.75	0.73
资产负债率 (%)	69.24	72.64	69.95
总资本化比率 (%)	65.56	69.04	64.72
短期债务/总债务 (%)	0.05	0.14	0.20
FFO/总债务 (X)	0.01	0.01	0.01
FFO 利息倍数 (X)	0.22	0.54	0.28
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	-4.29	-3.83	0.19
总债务/EBITDA (X)	60.73	74.33	78.85
EBITDA/短期债务 (X)	0.34	0.10	0.06
货币资金/短期债务 (X)	2.69	0.95	0.69
EBITDA 利息倍数 (X)	0.48	0.58	0.37

注：1、中诚信国际根据柯桥建设提供的 2017 年~2018 年审计报告和 2019 年审计报告整理；2、中诚信国际将柯桥建设的“长期应付款”中的计息部分调入其长期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	= (应收账款+其他应收款+长期应收款) /总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	= (营业收入—营业成本合计)/营业收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	= (销售费用+管理费用+研发费用+财务费用) /营业收入
	经营性业务利润	=营业收入—营业成本合计—税金及附加—销售费用—管理费用—研发费用—财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业收入
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/ (费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/ (费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/ (费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。