

绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：杨 成 chyang@ccxi.com.cn

项目组成员：吴江珊 jshwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 28 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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。
- 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2014 号

绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“16 柯桥国资 MTN001”、“17 柯桥国资 MTN001”、“17 柯桥国资 MTN002”、“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”、“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02”和“20 柯桥国资（疫情防控债）MTN001”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

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持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”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16 柯桥国资 MTN001”、“17 柯桥国资 MTN001”、“17 柯桥国资 MTN002”、“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”、“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02”和“20 柯桥国资(疫情防控债)MTN001”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了良好的区域经济环境、公司战略地位突出，业务具备区域垄断性、收入来源多元化等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司资本支出压力较大、债务规模上升，财务杠杆较高及资产流动性较弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

柯桥国资（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	1,870.17	2,051.56	2,474.84
所有者权益合计（亿元）	562.64	634.72	788.82
总负债（亿元）	1,307.53	1,416.84	1,686.02
总债务（亿元）	1,095.93	1,220.23	1,509.53
营业总收入（亿元）	64.10	61.58	63.80
经营性业务利润（亿元）	4.22	4.65	3.39
净利润（亿元）	3.53	5.63	5.23
EBITDA（亿元）	26.42	31.39	33.19
经营活动净现金流（亿元）	-41.97	-79.20	-150.78
收现比(X)	0.85	0.80	1.21
营业毛利率(%)	19.42	16.74	14.73
应收类款项/总资产(%)	10.62	10.72	12.70
资产负债率(%)	69.91	69.06	68.13
总资本化比率(%)	66.08	65.78	65.68
总债务/EBITDA(X)	41.48	38.88	45.49
EBITDA 利息倍数(X)	0.51	0.51	0.50

注：1、中诚信国际根据公司 2019 年~2021 年财务报告整理；2、中诚信国际将公司长期应付款中的带息债务调整至长期债务，将其他应付款中的带息债务调整至短期债务；3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	3.93	8
	收现比(X)*	1.02	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.60	5
	受限资产占总资产的比重(X)	0.05	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	788.82	10
	总资本化比率(X)	0.66	6
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			2
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **良好的区域经济环境。**柯桥区经济实力在绍兴市各区县中位于前列，拥有亚洲最大的布匹集散中心中国轻纺城，同时依靠长江三角洲的经济强省辐射，产业结构布局合理。2021 年柯桥区地区生产总值为 1,747.98 亿元，同比增长 9.6%，柯桥区经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **战略地位突出，业务具备区域垄断性。**公司作为柯桥区财政局下属的大型国有企业，在柯桥区城市建设发展中具备重要的主体地位，业务涉及区域范围较广，在项目获取上具备较强的优势。公司及其子公司合计控制了绍兴市柯桥区轻纺城市场大部分的商业铺位，在市场中处于核心地位。

■ **收入来源多元化。**公司业务涉及市场经营、水务、基础设施建设、安置房和土地整理等，业务收入来源较为多元化。

关注

■ **资本支出压力较大。**公司在建及拟建的保障房、基础设施建设和土地开发等项目较多，未来所需投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力。

■ **债务规模上升，财务杠杆较高。**截至 2021 年末公司总债务 1,509.53 亿元，同比增长 23.71%，债务规模增长较快；同期末，公司资产负债率 68.13%，财务杠杆仍处于较高水平。

■ **资产流动性较弱。**截至 2021 年末，公司存货 1,191.33 亿元，主要系公司土地整理、基础设施建设和安置房业务开发成本以及待开发土地，变现能力较弱；同时其他应收款规模较大，对资金形成占用。同期末存货及其他应收款合计占总资产的 58.66%，影响了公司的资产流动性。

评级展望

中诚信国际认为，绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团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。**柯桥区经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

评级历史关键信息 1

绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	16 柯桥国资 MTN001 (AA+) 17 柯桥国资 MTN001 (AA+) 17 柯桥国资 MTN002 (AA+) 19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01 (AA+) 19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02 (AA+) 20 柯桥国资(疫情防控债)MTN001 (AA+)	2021/06/28	夏敏、杨成	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 柯桥国资(疫情防控债)MTN001 (AA+)	2020/02/25	李傲颜、夏子怡	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 140000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02 (AA+)	2019/05/28	汪莹莹、李傲颜、夏子怡	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01 (AA+)	2018/07/05	余茜、李傲颜、郭豪	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	17 柯桥国资 MTN002 (AA+)	2017/11/03	赵珊迪、李傲颜	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140200_2014_01	阅读全文
AA+/稳定	17 柯桥国资 MTN001 (AA+)	2017/07/25	陆静怡、李傲颜、郭鹏	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140200_2014_01	阅读全文
AA+/稳定	16 柯桥国资 MTN001 (AA+)	2016/07/01	陆静怡、段晋璇	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140200_2014_01	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02 (AA+)	2019/06/28	李龙泉、刘衍青	地方政府融资平台评级方法	阅读全文
AA+/稳定	19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01 (AA+)	2019/04/26	李龙泉、刘衍青	地方政府融资平台评级方法	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

2021 年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)
绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司	2,474.84	788.82	68.13	63.80	5.23	-150.78
绍兴市柯桥区建设集团有限公司	769.57	255.07	66.86	19.99	2.40	-36.50

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 柯桥国资 MTN001	AA+	AA+	2021/06/28	20	20	2016/07/15~2023/07/15	-
17 柯桥国资 MTN001	AA+	AA+	2021/06/28	15	15	2017/11/03~2022/11/03	-
17 柯桥国资 MTN002	AA+	AA+	2021/06/28	15	15	2017/11/27~2022/11/27	交叉保护条款
19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01	AA+	AA+	2021/06/28	10	10	2019/03/25~2034/03/25	调整票面利率选择权, 回售条款
19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02	AA+	AA+	2021/06/28	27	27	2019/06/17~2034/06/17	调整票面利率选择权, 回售条款
20 柯桥国资(疫情防控债)MTN001	AA+	AA+	2021/06/28	10	10	2020/03/09~2023/03/09 (3+N)	调整票面利率, 赎回权, 递延支付利息条款, 持有人救济条款, 交叉保护条款

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”和“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02”募集资金共 37 亿元，截至 2021 年末，27 亿用于杭州至绍兴城际铁路工程项目，10 亿用于补充流动资金，公司募集资金使用符合《募集说明书》的约定。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下

PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济

尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年柯桥区地区生产总值和区域经济财政实力均保持增长态势，财政自给能力较强，为公司发展提供了良好的外部环境

2021年柯桥区经济发展态势良好，全区地区生产总值为1,747.98亿元，同比增长9.6%。其中，第一产业增加值39.83亿元，增长2.5%；第二产业增加值874.71亿元，增长11.9%；第三产业增加值833.44亿元，增长7.8%。三次产业结构由2020年的2.6:48.1:49.3调整为2.3:50.0:47.7。2021年柯桥区人均GDP为251,382元（按年平均汇率折算为38,965美元），同比增长8.8%。

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。2021年轻纺市场稳定发展，全年新注册市场主体5,084家，并推进“天天时尚”计划，累计开展各类时尚活动171场，高规格举办2021第四届世界布商大会、2021第十届柯桥时尚周、2021第二十三届秋季纺博会三大纺织盛会。2021年轻纺城市市场群实现成交额2,338.88亿元，同比增长8.1%，轻纺城网上交易额701.68亿元，同比增长15.6%。

固定资产投资方面，2021年柯桥区固定资产投资增速为0.7%；其中，高新技术产业投资增长20.4%，交通运输投资、生态环境和公共设施投资

分别增长13.1%和13.9%，民间投资下降3.4%。2021年全区房地产投资比上年下降18.6%。

随着经济规模的提升，柯桥区财政实力也进一步增强。2021年柯桥区一般公共预算收入为147.14亿元，同比增长7.2%，同期一般公共预算支出为132.92亿元，同比增长2.5%，主要系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。2021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）较2020年提高4.88个百分点，财政自给能力进一步增强。

政府性基金收支方面，2021年柯桥区政府性基金收入130.15亿元，同比增长8.3%，其中国有土地使用权出让相关收入完成125.6亿元，同比增长8.2%。2021年政府性基金支出为122.67亿元，同比减少21.4%，主要系国有土地使用权出让相关支出同比减少20.6%所致。

表1：近年来柯桥区公共财政收支情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	131.41	137.23	147.14
其中：税收收入	108.80	111.73	120.24
政府性基金收入	101.63	120.18	130.15
一般公共预算支出	126.99	129.69	132.92
政府性基金支出	118.71	156.03	122.67
公共财政平衡率（%）	103.48	105.81	110.70

资料来源：柯桥区财政局，中诚信国际整理

跟踪期内公司子公司数量有所增长，治理结构未发生重大变化

跟踪期内，公司控股股东及实控人仍为绍兴市柯桥区财政局。2021年公司无偿划出绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司至绍兴柯桥经济技术开发区管理委员会，并注销了绍兴中国轻纺城电子商务有限公司和绍兴市柯桥区金腾置业有限公司，同时新增绍兴市柯桥区传媒集团有限公司、绍兴蓝天环保发展有限公司、绍兴市柯桥区新恒环保科技有限公司和绍兴绿鉴医疗器械有限公司等子公司，子公司数量有所增加。

2021年7月，公司发布《关于绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司董事、监事、董事长

或者总经理发生变动的公告》，称 2021 年 7 月 12 日，公司全体股东召开股东会并作出决议：免去原全体组织机构成员职务，对董事会、监事会、董事长及总经理人员进行重新任命。公司组织架构及管理制度均未发生重大变化。

2021 年公司市场经营业务运营有所恢复，公司对西市场同业竞争问题的逐步解决，市场运营效益有望进一步提升

公司市场经营业务系子公司绍兴市柯桥区开发经营集团有限公司（以下简称“柯桥区开发公司”）的核心业务，主要由柯桥区开发公司本部及其下属上市子公司浙江中国轻纺城集团股份有限公司（以下简称“轻纺城股份”，股票代码 600790.SH）分片开发和运营。柯桥区开发公司对轻纺城股份的持股比例为 37.75%，为轻纺城股份第一大股东。2021 年公司市场经营板块营业收入 9.98 亿元，同比提高 30.80%，主要系受疫情影响减弱等原因所致。

截至 2021 年末，中国轻纺城市场群共有商业铺位 28,669 余间，柯桥区开发公司及其子公司控制的市场商业铺位为 23,495 间（未含在建市场商铺数量），较 2020 年末增加 1,038 间，占据轻纺城市场大部分的商业铺位，确立了公司在市场中的核心地

位。除柯北坯布市场 100 余间、服装服饰市场 200 余间商铺外，所有铺位均已租出，总体出租率 98.72%。

在实施轻纺城股份公司 2012 年重大资产重组时，轻纺城开发公司承诺在 5 年内（2017 年 7 月 16 日承诺期满）解决同业竞争问题，2017 年 6 月，轻纺城股份发布公告，各轻纺城市场资产无法在承诺期届满前解决同业竞争问题，拟通过变更承诺的方式继续解决同业竞争。截至 2021 年末，柯桥区开发公司本部西市场的经营还存在同业竞争问题，后续柯桥区开发公司将按照承诺，在新西市场建造竣工后 3 年内，完成原西市场经营户的安置工作、招商工作取得实效并具备良好盈利前景时，将其注入轻纺城股份公司。

新西市场建造系公司为进一步强化轻纺城市场，于 2015 年初启动对西市场的升级改造，涉及拆迁面积 7.10 万平方米，新建面积 23.47 万平方米，建设后新市场为地下二层、地上 5 层，合计总建筑面积 20 万平方米，资金自筹解决。西市场升级改造项目已于 2019 年 9 月完工，项目总投资 26.78 亿元，主要系拆迁补偿支出和工程建设资金等。截至 2021 年末新西市场已经完成经营户安置工作，正在进一步招商中，尚未达到注入条件。

表 2：截至 2021 年末公司下属商铺情况（万平方米、间）

所有人	市场名称	建筑面积	商铺数	主营产品品种	建成年份
柯桥区开发公司本部	西市场	20.00	3,161	一至三层经营高档时装面料、衬衫布、毛纺、绣花面料及零售纺织品等，四层为规模外贸专区	2019 年
	小计	20.00	3,161	-	-
轻纺城股份	轻纺城老市场	5.43	1,346	时装面料	1988 年
	轻纺城北市场	13.57	4,407	化纤、针织、窗纱	1993 年
	轻纺城天汇市场	8.60	1,300	窗纱、雪纺	1993 年
	轻纺城东市场	4.90	1,290	时装布料、里子布	1997 年
	轻纺城联合市场	16.00	1,785	时装面料、窗帘	2005 年
	轻纺城服装市场（拆迁中）	-	363	家纺、服装	1993 年
	东升路市场	7.43	1,790	毛纺、精品面料、针织面料	2009 年

	北联市场	21.96	2,328	窗帘、窗纱	2011年
	服装服饰市场	23.10	3,336	服装服饰、家纺、围巾	2009年
	柯北坯布市场	11.37	2,389	坯布	2011年
	小计	112.36	20,334	-	-
合计		132.36	23,495	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于供排水收费标准的提高，2021年公司供水业务和排水业务收入均有所增长

公司水务业务主要由柯桥区开发公司下属子公司绍兴柯桥水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）的子公司绍兴柯桥供水有限公司和绍兴柯桥滨海供水有限公司负责运营。公司水务业务主要包括绍兴市柯桥区的原水供应、城区和工业区排水、工业及生活用水的处理。水务集团是柯桥区唯一一家水务公司，在绍兴市柯桥区处于垄断地位。2021年柯桥区开发公司合并口径售水收入为4.90亿元，同比增长19.80%，主要系受疫情影响减弱，水价优惠政策结束，以及非居民用水到户价格有所提高所致。

供水业务方面，2021年公司日供水能力保持稳定。2021年管网漏损率有所降低，管网总长度有所增加，用户数继续保持增长态势。随着管网长度增加及用户数的增长，2021年水务集团年售水量26,217.64万吨，同比增长11.88%。

截至2021年末，绍兴市柯桥区17个镇（街）均实现了由其供水经营管理一体化，水务集团已建成供水管线2,939公里，增压泵站6座（柯桥泵站、凤凰山泵站、杨汛桥泵站、齐贤泵站、大鱼山泵站、滨海泵站），用户数39.51万户，同比增加2.1万户。

表3：近年来水务集团供水业务情况

项目名称	2019	2020	2021
日供水能力（万吨）	96.60	96.60	96.60
日平均供水量（万吨）	67.97	67.08	75.20
年供水总量（万吨）	24,810.79	24,551.52	27,446.92
年售水总量（万吨）	23,640.61	23,434.54	26,217.64
供水产销差率（%）	7.99	7.13	7.03
管网漏损率（%）	7.89	6.89*	6.77
水质合格率（%）	100	100	100
管网总长度（千米）	2,654	2,808	2,939

用户数（万户）	32.77	37.41	39.51
---------	-------	-------	-------

注：2020年管网漏损率根据最新统计口径进行调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水务集团水源主要来自于绍兴市汤浦水库和新三江口水源，供水对象主要分为居民生活用水、非居民用水和特种用水，以非居民用水为主，2021年非居民用水在客户用水总量中占比维持在82%左右。水价方面，截至2021年末，水务集团对居民生活用水到户价格未发生变化，非居民用水到户价格有所提高。具体来看，非居民用水中经营性用水由4.7元/吨提高至5.8元/吨，非经营性用水由5元/吨提高至5.4元/吨。

表4：截至2021年末柯桥区物价局下发文件统一标准水价明细情况

分类	水量	价格标准
居民生活用水到户价格	第一级水量 (≤20立方米)	城区2.95元/吨 乡镇2.75元/吨
	第二级水量 (21~30立方米)	城区4.15元/吨 乡镇3.95元/吨
	第三级水量 (≥31立方米)	城区5.15元/吨 乡镇4.95元/吨
	非居民用水到户价格	经营性用水5.8元/吨 非经营性用水5.4元/吨 特种行业用水7.8元/吨

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年末，公司在建柯桥滨海供水江滨水厂三期工程，设计供水能力10万吨/天，计划建设周期为2021年5月~2022年11月，项目总投资36,000万元，已投资5,745万元。该项目主要面向工业企业供水，完工后有助于公司售水收入进一步提高。

排水业务方面，公司的排水业务由水务集团下属子公司绍兴柯桥排水有限公司（以下简称“排水公司”）负责。截至2021年末，排水公司排污管线3,752公里，较2020年末略有增长，日污水收集输送能力100万吨，泵站494座，纳污面积992平方

公里，全区工业污水收集率达 100%，城区生活污水收集面积达 183 平方公里，收集率达 93% 以上。

污水的净化处理交由绍兴水处理发展有限公司（以下简称“水处理发展公司”）负责。水务集团对水处理发展公司的持股比例为 60%，并将其对水处理发展公司的 21% 股权委托给绍兴市柯桥区平水江水库管理处，因此未将水处理发展公司纳入合并范围。2021 年水务集团合并口径排水收入为 10.80 亿元，同比增长 58.59%，主要系污水处理价格提高所致。2021 年公司收到污水处理专项运营补助 1.16 亿元。

价格方面，2021 年 5 月污水处理价格有所调整，具体来看，非居民用水中重污染工业收费标准由 3.5 元/立方米提高至 5.0 元/立方米，一般工业收费标准由 2.4 元/立方米提高至 3.4 元/立方米。

截至 2021 年末，公司在建污水处理项目为越城区整合集聚印染企业江滨水处理污水处理工程，设计污水处理能力为 12 万吨/日，项目总投资 12.50 亿元，截至 2021 年末已投资 3.35 亿元。

公司承接柯桥区大量重要的基础设施建设项目，业务可持续性很强，但面临较大的资金支出压力，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

公司基础设施建设板块主要由子公司柯桥区开发公司下属的绍兴市柯桥区交通投资有限公司（以下简称“柯桥交投”）、子公司绍兴柯岩建设投资有限公司（以下简称“柯岩建投”）、子公司绍兴市柯桥区建设集团有限公司（以下简称“柯桥建设”）以及子公司绍兴柯桥经济开发区开发投资有

限公司（以下简称“经开区投资公司”）负责。其中，柯桥交投主要负责交通基础设施建设，柯岩建投以及经开区投资公司分别主要负责鉴湖旅游度假区（以下简称“度假区”）和绍兴柯桥经济开发区的城市基础设施建设，柯桥建设负责柯桥区内道路、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。

柯桥交投主要负责柯桥区交通道路、桥隧、水运、客运中心等政府性交通基础设施建设。柯桥交投已签订协议的交通工程项目通过代建模式运营，即由柯桥交投负责项目资金筹措和项目建设，待项目完工后，由政府按照协议进行回购，回购金额包括工程项目成本及按一定的收益率计算的收益两部分。

截至 2021 年末，柯桥交投已签订协议暂未完成回购的项目为绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程，该项目总投资 44.82 亿元，截至 2021 年末已结算收入 1.09 亿元，实际回款 1.09 亿元。2021 年，柯桥交投未实现基础设施建设业务收入，当年度收到柯桥区财政局拨付的建设项目补助和公路运营财政补贴为 3 亿元。

截至 2021 年末，柯桥交投在建项目包括 31 省道北延柯桥区段(绍大线北延)工程、柯北大道西延及镜水路南延工程，总投资为 37.12 亿元，已投资为 29.69 亿元，资金来源于自筹，在建项目均未签订代建协议，中诚信国际对在建项目后续资金平衡情况表示关注。截至 2021 年末，柯桥交投暂无拟建项目。

表 5：截至 2021 年末柯桥交投主要在建交通基础设施项目情况（亿元）

在建项目名称	总投资	已完成投资	资金来源	建设周期	是否签订代建协议
31 省道北延柯桥区段(绍大线北延)工程	12.96	11.09	自筹	2016.12-2020.03	否
S212（32 省道）柯桥区王坛至王城段改建工程	2.60	2.54	自筹	2016.12-2019.10	否
柯北大道西延	7.17	6.08	自筹	2017.09-2019.12	否
福全镇世纪路延伸	2.85	2.01	自筹	2017.09-2019.12	否
兰亭至店口快速路工程	2.34	2.14	自筹	2017.09-2019.12	否
镜水路南延工程	9.20	5.83	自筹	2018.09-2022.10	否
合计	37.12	29.69	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

柯岩建投负责度假区的城市基础设施投资开发建设等业务，项目类型主要包括道路、学校和医院等。业务委托方为鉴湖旅游度假区管理委员会（以下简称“度假区管委会”）。柯岩建投与度假区管委会签订了委托开发协议，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。柯岩建投承建的工程项目通过竣工验收并经过委托方确认后，委托方与柯岩建投按照成本加成的 10% 结算工程款，具体工程结算款以双方签订的项目移交结算书确定；对于个别投资额较大、建设期较长的重大项目，可以按照完工进度成本加成的方式确认收入。2021 年，柯岩建投实现基础设施代建业务收入 0.90 亿元，系育才路（柯南大道-春望路）工程完工结算所得，收入同比降低 65.91%，主要系当年度完工项目较少所致。

截至 2021 年末，柯岩建投主要完工基础设施项目包括胜利西路工程（一期二期及湖滨段）、鉴湖旅游度假区环境综合整治工程及 104 国道南复线（路面大修）等项目，项目总投资 21.56 亿元，累计确认收入 23.54 亿元，并全部实现回款。

表 6：截至 2021 年末柯岩建投主要完工基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资	累计确认收入	累计回款
胜利西路工程(一期二期及湖滨段)	2.22	2.33	2.33
独山西路	0.70	0.73	0.73
柯南足球场工程	0.29	0.30	0.30
鉴湖区块城市景观工程	0.68	0.75	0.75
柯岩客厅公共部分提升改造工程	0.88	0.97	0.97
阮型路工程	0.75	0.82	0.82
鉴湖旅游度假区环境综合整治工程	12.82	14.10	14.10
104 国道南复线（路面大修）	1.34	1.47	1.47
鉴湖渔歌风情带	1.06	1.17	1.17
育才路（柯南大道-春望路）工程	0.82	0.90	0.90
合计	21.56	23.54	23.54

注：表中仅列式总投资额较大的项目
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，柯岩建投基础设施主要在建项目总投资 42.26 亿元，已投资 24.03 亿元，未来尚需

投资 18.23 亿元；同期末，拟建基础设施建设项目计划总投资 1.14 亿元，未来面临一定的投融资压力。

表 7：截至 2021 年末柯岩建投主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
独山路中段(阮型路-香林大道)	5.90	6.34
柯桥区妇女儿童保健医院	4.92	6.19
阮型路	4.40	1.10
阮型路南段（柯南大道—104 国道南复线）	4.35	0.33
阮社路（柯南大道-彪佳路）工程	3.20	1.39
104 国道南复线柯岩、湖塘段路面改造工程	2.39	1.52
香樊路新建工程	2.10	1.58
柯岩区块城市景观提升工程	2.04	0.99
柯岩中心小学（竹林小学）扩建	2.00	1.27
高尔夫路西延（香林大道—阮型路）	1.45	0.46
型塘至永联通村道路改造工程	1.36	0.87
新风路（柯南大道—104 国道）	1.13	0.32
柯岩中心幼儿园(永红幼儿园)新建工程	0.84	0.33
阮型路、新风路下穿萧甬铁路桥孔工程	0.52	0.58
春望路、育才路两侧环境整治工程	0.36	0.20
湖陌路新建工程	0.30	0.35
柯南大道、春望路等道路两侧亮化工程	0.70	0.01
柯桥区机关幼儿园	2.00	0.14
柯桥区老干部活动中心	2.00	0.03
杭绍台高速胜利西路出入口周边环境综合整治工程	0.30	0.03
合计	42.26	24.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2021 年末柯岩建投拟建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	计划开工时间	总投资
杭绍台高速胜利西路出入口至亚运足球训练场沿线提升工程*	2022.01	0.56
余渚路（柯南大道-104 国道南复线）改造提升工程	2022.09	0.28
鉴水路（104 国道-柯南大道）改造提升工程	2022.09	0.30
合计	-	1.14

注：截至报告出具日标记*项目已开工
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

柯桥建设全面负责柯桥区中心城区的城市基础设施建设以及交通基础设施建设。根据柯桥建设与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”）和绍兴市柯桥区交通发展有限公司签订的委托建设合同，柯桥建设接受委托

投资建设柯桥区中心城范围内的基础设施工程，在项目完工后根据项目情况按成本加成 8~10% 的比例结算工程款。2021 年柯桥建设实现基础设施代建业务收入 6.71 亿元，当年度实际回款 3.35 亿元。

截至 2021 年末，柯桥建设主要在建基础设施项目包括杭州中环柯桥段高架桥改建工程、诸暨枫桥-越城镜湖道路环境提升工程（柯桥段）和 32 省道（S212）绍兴市柯桥区兰亭至平水段改建工程等，项目总投资 107.81 亿元，已投资 43.45 亿元；同期末，柯桥建设拟建基础设施项目为镜水路高架（钱滨线—329 国道），计划总投资 60 亿元，建设周期为 2022 年 6 月~2025 年 6 月。

表 9：截至 2021 年末柯桥建设主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
杭州中环柯桥段高架桥改建工程	51.05	16.97
诸暨枫桥-越城镜湖道路环境提升工程（柯桥段）	26.30	12.65
32 省道（S212）绍兴市柯桥区兰亭至平水段改建工程	14.22	4.95
杭州湾环线高速公路（杭甬段）柯桥互通改扩建工程	6.37	5.29
兴华西路（民生路-越州大道）	1.78	0.27
杨绍公路（104 国道南复线）杨汛桥至钱清段改造工程	1.20	1.04
华舍路（张湊段）	0.99	0.24
绍兴滨海产业集聚区三江至童家塔公路工程	0.95	0.75
绸缎中路（张湊段）	0.85	0.32
育才北路（张湊段）	0.73	0.24
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	0.27
杭金衢连接线接 03 省道东复线	3.00	0.46
合计	107.81	43.45

注：部分项目已完工，但尚未完成竣工结算。

资料来源：柯桥建设提供，中诚信国际整理

经开区投资公司主要负责绍兴柯桥经济技术开发区（以下简称“柯桥开发区”）的基础设施建设任务。经开区投资公司与绍兴柯桥经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）签订委托代建协议，主要由经开区投资公司负责项目融资及后续建设，代建管理费为项目投资额的 10%。2021 年经开区投资公司实现代建业务收入 9.91 亿元，同

比降低 1.10%。截至 2021 年末，经开区投资公司主要在建项目包括绍兴柯桥高新技术产业园基础设施配套工程项目、齐贤街道高泽居、阳嘉龙村拆迁项目和安昌镇东昌居城中村改造拆迁项目等，项目总投资 75.58 亿元，已完成投资 53.46 亿元。

表 10：截至 2021 年末经开区投资公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
绍兴柯桥高新技术产业园基础设施配套工程项目	11.05	7.92
壶瓶山路	0.69	0.49
齐贤街道高泽居、阳嘉龙村拆迁项目	35.00	20.02
安昌镇东昌居城中村改造拆迁项目	25.30	21.80
齐陶北路	2.11	2.11
丈午村旧村改造一期项目	0.62	0.62
安华路扩建	0.81	0.50
合计	75.58	53.46

注：部分项目已完工，但尚未完成竣工决算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2016 年公司新成立绍兴市柯桥区轨道交通集团有限公司及其下属公司绍兴市柯桥区杭绍城际轨道交通建设投资有限公司，主要负责杭州至绍兴城际铁路工程的建设。杭州至绍兴城际铁路工程的建设期限为 2016~2020 年，总投资为 123.98 亿元，其中项目资本金 37.50 亿元，由柯桥区财政承担，分年拨付到位，截至 2021 年末，柯桥区财政局已经拨款 26.60 亿元。该项目已完工于 2021 年 6 月开始运营，项目资金平衡方式主要有票价收入、政府补贴收入及其他收入等。2021 年 6 月~2022 年 3 月末，该项目累计实现客运量 800 万人次，累计票务收入 2,300 万元，暂未收到补贴等收入。

公司安置房业务在建项目投资规模较大，可持续性很强，但面临较大的资本支出压力。公司安置房业务盈利情况会受到安置价格、市场拍卖安置房比例及市场价格变动影响，对此中诚信国际将保持关注

公司安置房业务主要由柯岩建投、柯桥建设和经开区投资公司负责。作为柯桥区安置房建设主体，公司上述子公司负责安置房建设项目的融资、投资、建设和管理。

柯桥建设的安置房建设业务规模较大，业务模

式主要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，柯桥建设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，安置完成后若有余房，柯桥建设可通过拍卖出售获得销售收入。2021 年，柯桥建设实现安置房销售收入 6.34 亿元，同比降低 42.93%。

柯岩建投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。柯岩建投与度假区管委会签订了委托建设协议，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 10% 的收益确定。

实际开展业务时，柯岩建投利用自筹资金建设

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柯岩建投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加成一定比例的收益确定；市场化销售的部分按照实际销售的价款确认收入。2021 年柯岩建投安置房销售收入 7.97 亿元，同比增长 65.35%，主要系湖塘定山家园完工并结算收入所致。

经开区投资公司的安置房业务主要由自身负责项目融资及后续建设。2021 年经开区投资公司实现安置房销售收入 0.57 亿元，同比降低 80.85%。

截至 2021 年末，公司在建的安置房项目包括柯桥城区（G-50、G-51）限价房建设项目、小赭村安置小区、柯桥城区沙地王安置小区及鉴湖水庄四期等，总投资 135.45 亿元，已完成投资 78.44 亿元，未来面临较大的投资压力。

表 11：截至 2021 年末公司主要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	建设主体
柯桥城区（G-50、G-51）限价房建设项目	15.19	2018.06-2021.10	12.23	8.78	柯桥建设
柯桥城区（R-22）限价房建设项目	6.50	2019.04-2022.12	5.00	3.71	柯桥建设
兰亭街道 2018-1 号住商地块限价房工程	5.66	2019.09-2022.12	3.05	3.05	柯桥建设
小赭村安置小区	27.00	2019.09-2022.12	25.00	18.31	柯桥建设
柯桥城区沙地王安置小区	17.10	2020-2023	15.00	5.39	柯桥建设
福全拆迁安置项目（金三角区块城市更新）	15.00	2021-2023	25.00	4.72	柯桥建设
陶里新社区安置房小区项目	8.50	2013.11~2019.10	3.22	2.49	经开区投资公司
柯桥城区 L-41 安置房小区	11.00	2019.10~2022.12	8.00	4.06	经开区投资公司
K-34 地块安置小区项目	13.92	2019.09-2022.12	13.00	5.68	经开区投资公司
鉴湖水庄四期	21.58	2016.01-2021.12	15.61	15.61	柯岩建投
蓬山埠头安置小区	12.70	2019.06~2022.06	10.34	6.64	柯岩建投
合计	154.15	-	135.45	78.44	-

注：1、项目建设周期可能与实际建设进度存在差异；2、部分项目已完工，但尚未完成竣工结算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司土地整理业务收入有所降低，该项业务收入易受房地产政策调控以及土地市场环境等因素影响，存在波动；公司土地整理业务投入规模较大，需关注回款情况

公司土地整理业务主要由柯桥建设、柯岩建投及经开区投资公司负责。2021 年，公司实现土地整理业务收入 8.50 亿元，同比降低 37.55%。

柯桥建设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。业务模式方面，对于财综【2016】4 号文前的项目，柯桥建设根据绍兴市柯桥区政府每年下达的土地开发计划，负责对区政府指定的相关地块进行一级开发整理。待地块完工验收合格并依法出让后，柯桥区财政局在扣除相关税费后将土地整理结算资金拨付至中心城服务中心，再由中心城综合服务中心拨付给柯桥建设。柯桥区财政局以《关于土地出让金净收益分成比例的通知》为计算依据确认土地出让金分成规模，通过中心城综合服务中心返还给柯桥建设。柯桥区财政局在每年年末对土地整理业务拨付资金情况进行确认，柯桥建设以此来确认土地整理业务收入。

对于财综【2016】4 号文后的项目，柯桥建设采用委托代建模式，根据柯桥建设与中心城服务中心和绍兴市柯桥区交通发展有限公司签订的委托建设合同，柯桥建设接受委托进行绍兴市柯桥区中心城区范围内的土地开发整理，在项目完工后根据项目情况按成本加成 8~10% 的比例结算工程款。

2021 年柯桥建设实现土地整理及拆迁业务收入 5.51 亿元，主要系结算镜水路以西云集路以南地块等项目所得，截至 2021 年末实际回款 5.21 亿元。

截至 2021 年末，柯桥建设主要已完成整理地块项目包括沙地王村拆迁项目、华舍街道湖门村城中村改造项目、华舍街道张漓二期拆迁工程和华舍街道解放村拆迁工程等，项目总投资 134.29 亿元。

表 12：截至 2021 年末柯桥建设主要已完成整理地块项目情况（亿元）

项目名称	开工时间	竣工时间	总投资
华舍街道张漓二期拆迁工程	2013 年	2016 年	36.45
柯华北路拓宽拆迁工程	2015 年	2016 年	6.52
华舍街道解放村拆迁工程	2015 年	2017 年	6.26
华舍街道华墟居委会棚户区改造工程	2016 年	2018 年	18.74
解放二期（华舍商城周边地块及绸缎路拓宽拆迁工程）	2017 年	2019 年	5.20
华舍街道湖门村城中村改造项目	2017 年	2019 年	31.43
沙地王村拆迁项目	2018 年	2019 年	22.08
安昌国际村城中村改造项目	2018 年	2019 年	4.84

柯桥街道镜水路以西云集路以南地块	2020 年	2021 年	2.77
合计	-	-	134.29

注：部分项目暂未完成竣工结算

资料来源：柯桥建设提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，柯桥建设在整理地块为小赭村拆迁项目，计划总投资 50.00 亿元，已完成投资 31.31 亿元，尚需投资 18.69 亿元。同期末，柯桥建设暂无拟整理地块项目。

表 13：截至 2021 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
小赭村拆迁项目	50.00	31.31
合计	50.00	31.31

资料来源：柯桥建设提供，中诚信国际整理

作为度假区内最重要的土地开发主体，柯岩建设负责度假区内的土地开发整理。柯岩建设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》，由柯岩建设对约定地块进行开发。项目完成后，柯岩建设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柯岩建设，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，一般为 10%，款项实际支付一般在土地出让之后。2021 年柯岩建设实现土地整理业务收入 2.77 亿元，同比降低 49.64%，当年度确认收入未实现回款。

2021 年柯岩建设平均土地整理成本为每亩 172.98 万元，同比增长 5.79%。截至 2021 年末，柯岩建设尚有正在整理或已整理未出让的土地 5,950 亩，土地整理总成本 1,029,210 万元。

表 14：近年来公司在整理或已整理未出让土地情况

项目名称	2019 年末	2020 年末	2021 年末
正在整理或已整理未出让土地面积（亩）	5,739	5,557	5,950
平均土地整理成本（万元/亩）	153.20	163.51	172.98
土地整理总成本（万元）	879,215	908,610	1,029,210

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：柯岩建设提供，中诚信国际整理

此外，2019 年 1 月 1 日，柯岩建设与绍兴柯岩

城市建设投资有限公司（以下简称“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，土地整理完成后由柯岩建投移交由柯岩城建，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 2021 年末已完成投资 5.35 亿元，前期已确认收入 5.89 亿元，已回款 5.89 亿元。

经开区投资公司是柯桥开发区唯一的土地开发整理主体，全面负责柯桥开发区土地整理和综合开发工作。经开区投资公司负责柯桥开发区土地整理项目的融资及后续建设，项目移交后按照成本加成一定比例确认土地整理业务收入。2021 年，经开区投资公司实现土地整理业务收入 3.98 亿元，同比增长 105.15%，并全部实现回款。截至 2021 年末，经开区投资公司尚有正在整理及完成整理但未出让的土地 530 亩。

财务分析

以下分析基于公司提供的由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 2019 年~2021 年财务报告，2019~2021 年财务数据均为审计报告期末数。公司各期财务报表均采用新会计准则编制。

2021 年公司营业收入有所增长，期间费用也进一步提高，自身盈利能力依然较弱，利润总额对政府补助依赖性较高

2021 年，公司实现营业总收入 63.80 亿元，同比增长 3.61%。公司的收入来源较为多元化，2021 年营业收入主要来源于房地产开发、水务板块、市场经营和土地整理等业务。具体来看，2021 年市场经营业务和水务板块业务收入有所增长，主要系受疫情影响减弱；受完工结算进度影响，2021 年基础设施建设业务收入增幅较大，同比增长 188.26%；受项目结算进度及安置房安置进度影响，2021 年土地整理业务收入和房地产开发收入都有所降低。2021 年公司其他业务收入同比增长 25.32%，主要系其他业务中设计费收入、疗养收入和传媒广告收入等增加所致。

从毛利率情况来看，2021 年，公司营业毛利率为 14.73%，同比降低 2.01 个百分点。其中，市场经营板块毛利率为 46.94%，较 2020 年略有降低，主要系人工费用等方面的成本增加所致；水务板块毛利率为 -4.73%，亏损减少，主要系污水处理价格提高所致；基础设施建设业务毛利率保持稳定；2021 年房地产开发板块毛利率有所降低，主要系受按市场价格拍卖的余房数量降低等因素影响；土地整理业务毛利率 12.20%，同比略有降低。

表 15：近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
市场经营	9.06	59.06	7.63	47.44	9.98	46.94
水务板块	11.45	-17.56	10.04	-23.71	14.12	-4.73
基础设施建设	18.44	13.47	2.64	9.09	7.61	9.09
房地产开发（含安置房）	10.61	25.63	18.88	21.88	14.49	17.06
土地整理	7.57	13.86	13.61	13.67	8.50	12.20
交通运输	0.42	-32.43	1.79	3.57	0.34	-246.38
其他	6.55	45.66	6.99	39.70	8.76	23.12
合计/综合	64.10	19.42	61.58	16.74	63.80	14.73

注：1、交通运输收入包括公司经营高速运营、公交客运、货运代理、城乡物流、交通基础设施工程施工、汽车维修、自行车销售等业务实现的收入，柯桥交投的交通基础设施工程施工收入归入此类；2、除柯桥区开发公司外，其他子公司如经开区投资公司、绍兴市柯桥区体育中心有限公司等，也有少量市场经营业务收入；3、除供水业务及排水业务收入外，水务业务收入还包括水务集团下属绍兴柯桥恒通水务建设有限公司及绍兴柯桥滨江水处理有限公司产生的水务相关收入；4、表内收入加总与合计数差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2021 年期间费用合计 19.74 亿元，同比增长 10.34%，主要系因子公司增加等方面的原因导致管理费用提高所致。2021 年期间费用收入占比为 30.94%，同比提高 1.89 个百分点，期间费用对公司营业利润的侵蚀加剧，公司期间费用控制能力有待提高。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2021 年利润总额 8.10 亿元，同比降低 14.10%，主要系经营性业务利润减少所致。2021 年公司经营性业务利润同比减少 27.10%，主要系公司营业毛利率降低、期间费用增加以及计入其他收益的政府补助减少所致，公司盈利能力仍较为依赖于基础设施建设、土地整理及水务运营等方面的政府补助。2021 年公司实现投资收益 3.66 亿元，同比增长 20.39%，投资收益主要系对浙商银行股份有限公司、绍兴柯桥酷玩东方投资中心（有限合伙）、会稽山绍兴酒股份有限公司、浙江绍金高速公路有限公司和绍兴中石油昆仑燃气有限公司等单位的股权投资产生。

表 16：近年来公司盈利能力相关指标

项目名称	2019	2020	2021
销售费用（亿元）	1.03	1.13	1.26
管理费用（亿元）	5.01	4.96	6.72
研发费用（亿元）	0.05	0.05	0.08
财务费用（亿元）	9.42	11.75	11.69
期间费用合计（亿元）	15.51	17.89	19.74
营业总收入（亿元）	64.10	61.58	63.80
期间费用收入占比（%）	24.20	29.05	30.94
利润总额（亿元）	7.11	9.43	8.10
投资收益	1.94	3.04	3.66
经营性业务利润（亿元）	4.22	4.65	3.39
其中：其他收益（亿元）	10.14	17.28	16.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

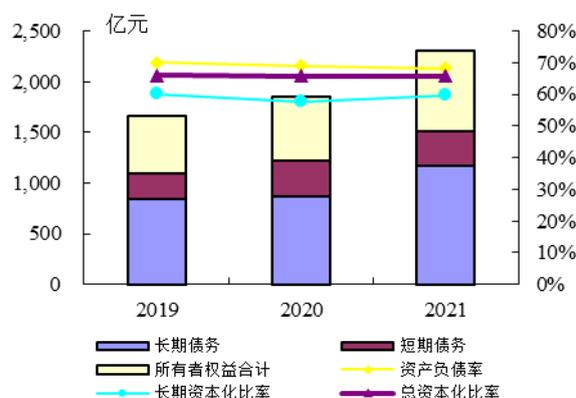
随着公司业务规模的扩张及资产注入，2021 年公司总资产规模有所增长，但存货规模较大，资产流动性一般；受益于股东支持，2021 年公司净资产有所增长，财务杠杆略有降低

随着业务规模的扩张，公司资产规模和负债规模持续增长。截至 2021 年末，公司总资产为 2,474.84 亿元，同比增长 20.63%；同期末，公司总负债

1,686.02 亿元，同比增长 19.00%。自有资本方面，截至 2021 年末公司所有者权益 788.82 亿元，同比增长 24.28%，主要系公司收到股东及政府部门拨款增加资本公积 52.72 亿元，项目完工后专项应付款转入资本公积 30.05 亿元，停车位经营权划入增加资本公积 9.23 亿元，下属公司接受房产、土地、开发成本划拨增加资本公积 50.54 亿元。

受益于股东支持，公司自有资本增加，财务杠杆有所降低。截至 2021 年末，公司资产负债率为 68.13%，同比降低 0.94 个百分点。同期总资本化比率为 65.68%，同比降低 0.10 个百分点。

图 1：近年来公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从资产结构来看，公司资产以流动性资产为主，截至 2021 年末，流动资产占总资产的比例为 70.68%。公司的流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，截至 2021 年末，分别占流动资产的 11.49%、14.89%和 68.11%。从具体科目看，截至 2021 年末，公司货币资金 200.98 亿元，同比增长 15.60%，其中受限金额 5.00 亿元；其他应收款 260.45 亿元，同比增长 50.71%，主要系公司与当地国企及政府单位往来款增加所致。截至 2021 年末前五大应收对象为绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司、绍兴市柯桥区滨海工业区管理委员会、绍兴柯桥经济技术开发区管理委员会、绍兴市柯桥区柯桥中心城综合服务中心和绍兴市柯桥区小城镇建设投资有限公司，前五名应收对象年末余额占其他应收款总额的 57.30%；公司存货 1,191.33

亿元，同比增长 16.83%，主要系公司土地整理、基础设施建设和安置房业务开发成本以及待开发土地，变现能力较弱，截至 2021 年末存货占同期末总资产的 48.14%，影响了整体的资产流动性。

表 17：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
货币资金	129.71	173.86	200.98
应收账款	40.98	45.90	52.92
其他应收款	156.30	172.82	260.45
存货	723.77	1,019.72	1,191.33
流动资产合计	1,283.97	1,466.09	1,749.23
长期股权投资	42.88	54.03	75.17
其他权益工具投资	94.33	93.20	95.48
投资性房地产	68.25	72.24	70.21
固定资产	93.92	94.42	102.55
在建工程	195.24	216.02	283.28
无形资产	12.22	12.89	46.83
非流动资产合计	586.19	585.47	725.61
总资产	1,870.17	2,051.56	2,474.84

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

非流动资产方面，截至 2021 年末，公司非流动资产 725.61 亿元，主要由长期股权投资、其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产和在建工程组成。截至 2021 年末，公司长期股权投资 75.17 亿元，同比增长 39.12%，主要系对会稽山绍兴酒股份有限公司、浙江绍金高速公路有限公司、江山市联兴发展有限公司和绍兴柯桥杭金衢联络线高速公路有限公司等单位新增投资所致；其他权益工具投资 95.48 亿元，同比增长 2.45%，主要投资对象为浙商银行股份有限公司、绍兴柯桥酷玩东方投资中心(有限合伙)、浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司、华融金融租赁股份有限公司及杭甬铁路客运专线有限责任公司等单位；公司投资性房地产 70.21 亿元，主要包括房屋建筑物及土地使用权等；公司固定资产 102.55 亿元，主要系房屋建筑物、道路资产和管道等，2021 年末同比增长 8.61%，主要系房屋建筑物及道路资产增加所致；公司在建工程 283.28 亿元，同比增长 31.14%，主要系杭州至绍兴城际轨道交通建设工程项目、绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程、体育馆、会展中心以及 31 省道北延（柯桥区至萧山区段）工程等城市

基础设施建设项目。此外，截至 2021 年末公司无形资产同比增长 263.30%，主要系通过购买及无偿划拨的方式新增停车位经营权 19.13 亿元以及土地承包经营权 10.18 亿元。

负债方面，公司负债以非流动负债为主。截至 2021 年末公司非流动负债 1,218.52 亿元，占负债总额的 72.27%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。同期末，公司长期借款 495.99 亿元，同比增长 22.55%，以保证借款、质押借款和质押及保证借款为主。截至 2021 年末，公司长期借款利率区间为 3.00%~6.75%；公司应付债券 611.62 亿元，同比增长 52.61%，主要系公司本部及下属子公司发行的中期票据、公司债券及定向工具(PPN)等产品所致；公司长期应付款 99.66 亿元，同比降低 23.64%，主要系专项应付款减少所致。

表 18：近年来公司主要负债情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
短期借款	40.77	53.21	81.03
其他应付款	57.23	44.72	48.00
一年内到期的非流动负债	207.00	302.54	253.33
流动负债合计	382.61	473.79	467.50
长期借款	373.80	404.73	495.99
应付债券	384.57	400.77	611.62
长期应付款	159.65	130.52	99.66
非流动负债合计	924.92	943.04	1,218.52
总负债	1,307.53	1,416.84	1,686.02

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

流动负债方面，截至 2021 年末，公司流动负债 467.50 亿元，主要包括短期借款、其他应付款以及一年内到期的非流动负债。截至 2021 年末，公司短期借款 81.03 亿元，同比增长 52.29%，主要系保证借款增加所致，短期借款利率区间为 4.13%~5.50%；公司其他应付款 48.00 亿元，同比增长 7.33%，主要系应付绍兴柯桥杭金衢联络线高速公路有限公司、绍兴柯桥区齐贤镇拆迁专户、绍兴市柯桥区财政局、绍兴市轨道交通集团有限公司和中心医院医共体马鞍分院柯桥区马鞍医院基建专户等单位的款项，账龄以 1~3 年为主；公司一年内到期的非流动负债 253.33 亿元，同比减少 16.27%，主要系一年内到期的应付债券减少所致。

债务结构方面，公司债务仍然以长期债务为主，债务期限结构较为合理。截至 2021 年末，公司总债务为 1,509.53 亿元，较 2020 年末同比增长 23.71%，债务规模增长较快；同期末，公司长期债务占总债务的比重为 77.78%，以长期债务为主的债务期限结构与公司业务特点较为匹配。

2021 年公司经营活动现金流净流出规模进一步扩大，公司获现能力有所提高，但总债务规模增长较快，EBITDA 对债务本息的覆盖能力减弱，且面临较大的短期偿债压力

受公司基础设施建设、土地开发及保障房建设等项目资金投入大、回款周期长以及支付往来款规模较大等因素影响，2021 年公司经营活动净现金流为负，且净流出规模扩大，无法覆盖债务本息。

获现能力方面，2021 年公司 EBITDA 为 33.19 亿元，同比增长 5.73%。公司 EBITDA 主要由费用化利息支出、折旧和利润总额构成，2021 年分别为 15.52 亿元、8.04 亿元和 8.10 亿元，其中费用化利息支出同比增长 10.95%，系 EBITDA 增长主要原因。2021 年公司获现能力有所提高，但债务规模增长较快，EBITDA 仍无法覆盖债务本息。

表 19：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2019	2020	2021
短期债务	249.20	356.25	335.35
长期债务	846.73	863.98	1,174.19
总债务	1,095.93	1,220.23	1,509.53
货币资金/短期债务	0.52	0.49	0.60
EBITDA/短期债务	0.11	0.09	0.10
经营活动净现金流	-41.97	-79.20	-150.78
经营活动净现金/总债务	-0.04	-0.06	-0.10
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.81	-1.29	-2.28
EBITDA	26.42	31.39	33.19
总债务/EBITDA	41.48	38.88	45.49
EBITDA 利息覆盖倍数	0.51	0.51	0.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

到期债务分布方面，截至 2021 年末，公司未来三年每年的到期债务规模均较大，其中 2022 年到期 335.35 亿元，公司短期偿债压力较大。公司主要通过借新还旧、经营回款及自有资金等途径偿还到期债务，中诚信国际对公司未来的偿债资金安排

表示关注。

表 20：截至 2021 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2022	2023	2024	2025
到期金额	335.22	242.14	291.84	111.79

注：到期债务中未统计租赁负债

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司受限资产及对外担保规模不大，截至 2021 年末尚有一定备用流动性

银行授信方面，截至 2021 年末，公司及下属子公司银行授信总额度为 895.79 亿元，其中尚未使用授信额度为 109.86 亿元。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产账面价值为 111.64 亿元，占同期末总资产的比例为 4.51%，主要系公司为取得借款而抵押或质押的货币资金、应收账款、在建工程和存货等。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额为 38.97 亿元，占同期末公司净资产的 4.94%，主要系为浙江绍金高速公路有限公司、绍兴市风情旅游新干线建设有限公司和绍兴水处理发展有限公司等当地国有企业提供的担保以及为浙江中轻融资担保有限公司的客户提供担保。

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，2019~2022 年 5 月 30 日，公司无未结清不良信贷信息记录，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具逾期未偿付情形。

外部支持

公司承担着柯桥区城市建设职能，2021 年公司在资本注入及财政补贴等方面继续获得当地政府的支持

公司作为柯桥区财政局下属的大型国有企业，在柯桥区城市建设发展中具备重要的主体地位，业务具备区域垄断性。当地政府在资产注入和财政补贴等方面会给予一定的支持。

资产注入方面，2021 年公司收到股东及政府部门拨款增加资本公积 52.72 亿元；项目完工专项应付款转入资本公积 30.05 亿元；停车位经营权无偿

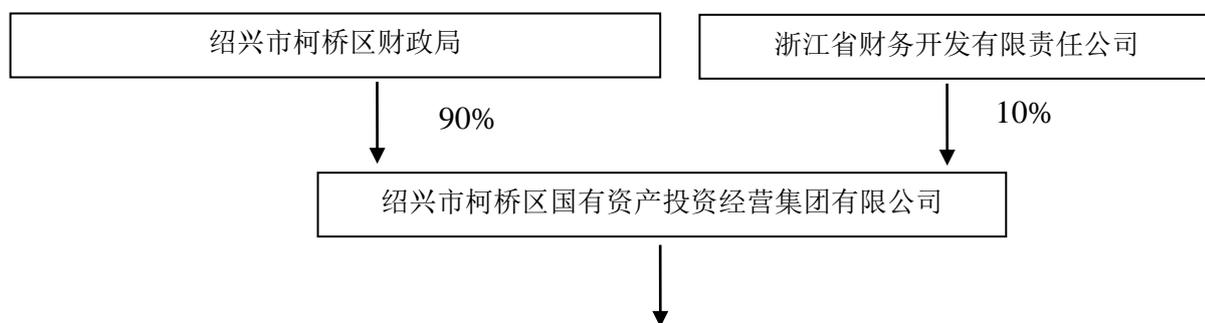
划入增加资本公积 9.23 亿元；房产、土地、开发成本无偿划入增加资本公积 50.54 亿元。

基于公司重要的主体地位，公司在项目获取上具备较强的优势，承担了柯桥区重要的市政基础设施和社会公共项目建设任务。公司在基础设施建设、土地开发及水务等业务运行方面可以获得一定的政府补助，2021 年公司获得计入其他收益的政府补助 16.47 亿元。

评级结论

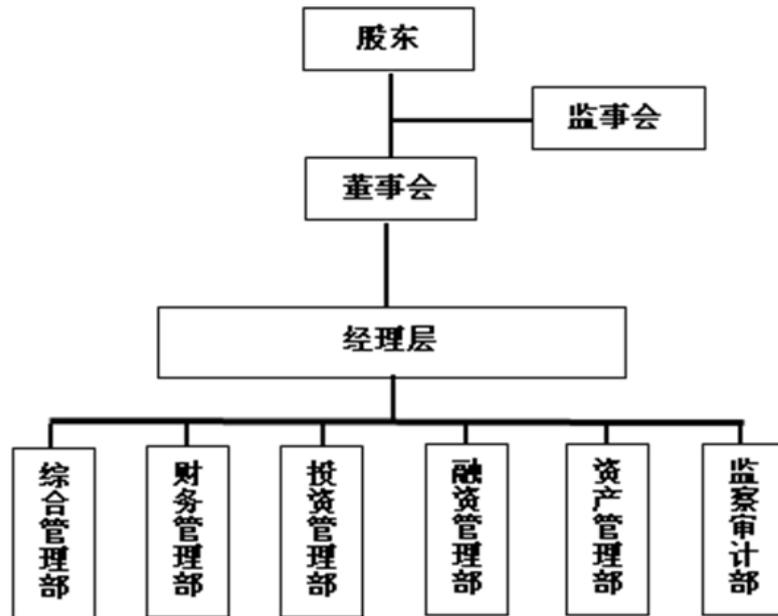
综上所述，中诚信国际维持绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16 柯桥国资 MTN001”、“17 柯桥国资 MTN001”、“17 柯桥国资 MTN002”、“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”、“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02”和“20 柯桥国资(疫情防控债)MTN001”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司股权结构图及组织结构图 (截至 2021 年末)



子公司名称	持股比例 (%)
绍兴市柯桥区建设集团有限公司	100
绍兴市柯桥区旅游发展集团有限公司	100
绍兴稽山林业调查规划设计有限公司	100
绍兴市柯桥区中国轻纺城联托市场开发有限公司	100
绍兴市柯桥区开发经营集团有限公司	100
绍兴柯岩建设投资有限公司	100
绍兴柯岩城市建设投资有限公司	100
绍兴柯桥经济开发区开发投资有限公司	100
绍兴柯北新农村建设投资开发有限公司	100
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	100
绍兴市柯桥区平水副城建设投资开发有限公司	100
绍兴市柯桥区平水副城新农村建设投资开发有限公司	100
绍兴兰亭文化旅游发展有限公司	100
绍兴金柯桥科技城开发建设投资有限公司	100
绍兴市柯桥区创业投资管理有限公司	100
绍兴柯桥中国轻纺城人才市场有限公司	100
绍兴市柯桥区纺织工业设计管理服务服务有限公司	100
绍兴市柯桥区教育投资有限公司	100
绍兴市柯桥区杨汛桥城镇开发有限公司	100
绍兴市柯桥区古镇安昌保护开发建设有限公司	100
绍兴市柯桥区安昌新农村建设投资有限公司	100
绍兴钱清轻纺原料城建设投资有限公司	100
绍兴市柯桥区黄酒产业基地开发建设有限公司	100
绍兴市柯桥区水利投资开发有限公司	100
绍兴市柯桥区公共自行车服务有限公司	100
绍兴建设工程副产品循环利用有限公司	100
绍兴市柯桥区能源投资有限公司	100
绍兴柯桥历史文化街区开发利用投资建设有限公司	100
绍兴市柯桥区文化发展有限公司	100
绍兴市柯桥区轨道交通集团有限公司	100
绍兴市柯桥区林场有限公司	100
绍兴市柯桥区城北开发投资有限公司	100
绍兴市柯桥区产权交易所有限责任公司	100

绍兴市柯桥区土地测绘有限公司	100
绍兴市柯桥区传媒集团有限公司	100
绍兴柯桥未来之城开发建设有限公司	100
浙江绍兴杭绍临空示范区开发集团有限公司	100
国投（香港）国际投资有限公司	100



资料来源：公司提供

附二：绍兴市柯桥区国有资产投资经营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）	2019	2020	2021
货币资金	1,297,142.68	1,738,639.10	2,009,840.98
应收账款	409,832.57	458,966.57	529,217.59
其他应收款	1,562,960.25	1,728,205.49	2,604,503.11
存货	7,237,669.42	10,197,157.21	11,913,305.33
长期投资	1,372,097.32	1,472,247.15	1,711,469.82
在建工程	1,952,415.18	2,160,197.46	2,832,798.14
无形资产	122,160.53	128,919.07	468,293.29
总资产	18,701,676.98	20,515,611.39	24,748,415.68
其他应付款	572,281.88	447,165.02	479,964.48
短期债务	2,491,998.06	3,562,488.93	3,353,469.67
长期债务	8,467,330.87	8,639,819.68	11,741,856.04
总债务	10,959,328.93	12,202,308.60	15,095,325.71
总负债	13,075,250.55	14,168,381.49	16,860,201.49
费用化利息支出	105,209.58	139,857.60	155,168.67
资本化利息支出	413,520.09	474,858.25	505,968.52
实收资本	8,000.00	8,000.00	8,000.00
少数股东权益	539,198.81	601,596.70	627,188.66
所有者权益合计	5,626,426.43	6,347,229.90	7,888,214.19
营业总收入	640,964.21	615,785.50	637,966.40
经营性业务利润	42,225.47	46,518.16	33,852.62
投资收益	19,419.57	30,422.40	36,581.58
净利润	35,285.04	56,305.76	52,252.84
EBIT	176,320.73	234,191.37	236,158.17
EBITDA	264,203.34	313,865.86	331,858.90
销售商品、提供劳务收到的现金	547,910.11	494,122.07	773,316.82
收到其他与经营活动有关的现金	472,921.30	820,311.25	341,346.80
购买商品、接受劳务支付的现金	923,201.64	1,050,716.92	1,808,852.08
支付其他与经营活动有关的现金	361,805.99	954,515.08	706,096.94
吸收投资收到的现金	29,515.50	31,660.24	48,000.00
资本支出	468,681.87	370,735.28	815,982.55
经营活动产生现金净流量	-419,664.29	-792,047.66	-1,507,791.80
投资活动产生现金净流量	-764,226.38	-369,636.61	-1,040,256.79
筹资活动产生现金净流量	1,185,102.95	1,564,728.86	2,813,850.46
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	19.42	16.74	14.73
期间费用率(%)	24.20	29.05	30.94
应收类款项/总资产(%)	10.62	10.72	12.70
收现比(%)	0.85	0.80	1.21
总资产收益率(%)	1.00	1.19	1.04
资产负债率(%)	69.91	69.06	68.13
总资本化比率(%)	66.08	65.78	65.68
短期债务/总债务(%)	22.74	29.20	22.22
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02
FFO 利息倍数(X)	0.35	0.38	0.39
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.81	-1.29	-2.28
总债务/EBITDA(X)	41.48	38.88	45.49
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.09	0.10
货币资金/短期债务(X)	0.52	0.49	0.60
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.51	0.51	0.50

注：1、中诚信国际根据公司 2019 年~2021 年财务报告整理；2、中诚信国际将公司长期应付款的带息债务调整至长期债务，将其他应付款中的带息债务调整至短期债务；3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附三：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+租赁负债+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	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	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)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-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/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
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”。

附四：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。