



绍兴市柯桥区国有资产投资经营 集团有限公司 2023 年度跟踪评级 报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1341 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果 绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司 **AA⁺/稳定**

本次跟踪债项及评级结果 “16 柯桥国资 MTN001”、“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”、“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02” **AA⁺**

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，中诚信国际认为柯桥区传统纺织行业竞争优势明显，同时现代化建筑产业及现代服务业发展势头良好，经济财政实力保持增长态势，GDP 及一般公共预算收入稳居绍兴市首位，潜在的支持能力强。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”）是绍兴市柯桥区最重要的开发建设主体，对柯桥区政府的重要性强，与柯桥区政府的关联度高。公司在柯桥区的业务具有一定垄断性，预计随着业务的扩张资产规模将保持增长态势，并保持一定的再融资能力；同时，需关注公司资本支出压力较大、债务规模上升，财务杠杆较高以及资产流动性较弱等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

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。

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且跟踪期内稳步增强，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，且控制了绍兴市柯桥区轻纺城市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、基础设施建设及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。
- **债务规模上升快，财务杠杆较高。**跟踪期公司债务规模增长较快，财务杠杆持续攀升，处于较高水平，且短期债务规模较大，需关注短期偿债压力。
- **资产流动性较弱。**公司资产中存货占比较大，主要系土地整理、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。

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：汤爱萍 aptang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

柯桥国资（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	2,051.67	2,474.84	2,685.71
经调整的所有者权益合计（亿元）	624.72	778.82	817.52
总负债（亿元）	1,416.94	1,686.02	1,858.20
总债务（亿元）	1,230.34	1,519.53	1,704.09
营业总收入（亿元）	61.58	63.80	85.14
经营性业务利润（亿元）	4.65	3.39	-1.59
净利润（亿元）	5.63	5.23	7.29
EBITDA（亿元）	31.43	32.43	24.69
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-79.20	-150.78	-64.78
总资本化比率(%)	66.32	66.11	67.58
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.51	0.49	0.32

注：1、中诚信国际根据公司提供的其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 2021~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

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+) 19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01 (AA+) 19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02 (AA+)	2022/06/28	杨成、吴江珊	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	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	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（2022 年数据）

项目	柯桥国资	柯桥建设	海宁城投	余姚城投
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
地区	绍兴市柯桥区	绍兴市柯桥区	嘉兴市-海宁市	宁波市-余姚市
GDP（亿元）	1,901.36	1,901.36	1,247.00	1,513.60
一般公共预算收入（亿元）	132.59	132.59	95.08	120.74
经调整的所有者权益合计（亿元）	817.52	266.17	225.68	154.05
总资本化比率（%）	67.58	66.63	50.30	59.22
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.32	0.32	0.46	0.33

注：柯桥建设系“绍兴市柯桥区建设集团有限公司”的简称；海宁城投系“海宁市城市发展投资集团有限公司”的简称；余姚城投系“余姚市城市建设投资发展有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

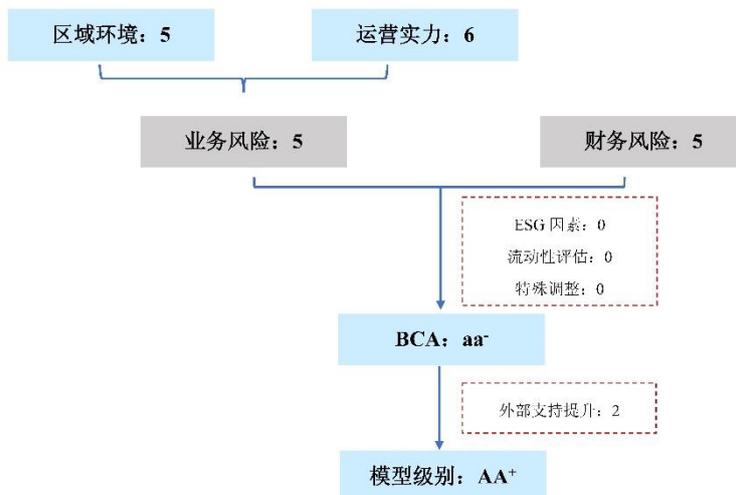
本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款

16 柯桥国资 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	20	20	2016/07/15~2023/07/15	-
19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	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 ⁺	2022/06/28	27	27	2019/06/17~2034/06/17	调整票面利率选择权，回售条款

评级模型

绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,跟踪期公司作为柯桥区最重要的国有资产运营和城市建设主体,仍主要围绕土地整理、基础设施建设、房地产开发、公用事业和市场营销开展业务,具备很强的业务稳定性和持续性。公司水务板块仍处于亏损状态,在建及拟建的基础设施建设、土地整理及安置房项目投资规模较大,未来面临较大的投融资压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,主要系受益于政府的大力支持,跟踪期内公司所有者权益持续增长,具备极强的资本实力;但受业务扩张等因素影响,公司债务规模增长较快,目前财务杠杆水平偏高,资本结构仍有待优化;公司经营获现能力一般,EBITDA 对债务利息的保障能力仍有待提升。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对柯桥国资个体基础信用等级无影响,柯桥国资具有 aa- 的个体基础信用评估等级,反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,柯桥区政府支持能力强,对公司有强的支持意愿,主要体现在柯桥区经济和财政实力居绍兴市首位,且经济实力稳步增长;柯桥国资系柯桥区最大和最重要的地方投融资平台,成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持,具备很高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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 2022 年末，27 亿用于杭州至绍兴城际铁路工程项目（具体详见业务部分），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。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年

政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

柯桥区地处绍兴市北部，区域面积 1,040 平方公里，常住人口 111.57 万。柯桥纺织产业基础扎实，产业集群优势明显，经营配套完善，坐拥全球最大的纺织品专业市场--中国轻纺城。近年来柯桥区积极打造高端纺织、时尚创意、先进装备制造、建筑产业现代化、文化旅游五大千亿级产业集群，加速推动轻纺城、黄酒、现代农业三大特色产业和人工智能、电子信息、新材料、生命健康四大新兴产业崛起，基本形成以现代纺织、现代住建、黄酒“3”大重点制造业集群为支撑，时尚产业、智能制造产业“2”大优势制造业为依托，新材料、生物医药“2”大新兴产业为发展方向的“322”现代制造业体系。2022 年柯桥区全域推动数字化改革，纺织品花样数治入选省数字化改革最佳应用，浙里城市生命线应用实现“一地创新、全省共享”，“织造印染产业大脑”获评优秀行业产业大脑。重大项目建设全面提速，实施“老绍兴回归工程”，签约引进 5 亿元以上重大产业项目 45 个，其中百亿级 4 个，内资到位 141 亿元，外资实绩 5.1 亿美元。柯桥区经济、财政实力在绍兴市下属区县位列第一，2022 年全区实现地区生产总值 1,901.36 亿元，同比增长 4.5%。

经济实力的稳步增长为柯桥区财政实力形成了有力的支撑，但因受疫情及留抵退税政策影响，2022 年柯桥区一般公共预算收入按照自然口径下降 9.9%，公共财政平衡率随之降至 100% 以下。政府性基金收入是柯桥区地方政府财力的重要补充，2022 年全区政府性基金预算收入同比下降 10.0%，其中土地出让相关收入完成 113.9 亿元，同比下降 9.3%，需关注房地产市场行情波动对政府性基金收入的影响。再融资环境方面，柯桥区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，整体再融资环境较好。

表 1：近年来柯桥区地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP (亿元)	1,516.73	1,747.98	1,901.36
GDP 增速 (%)	1.9	9.6	4.5
人均 GDP (万元)	-	15.91	17.04
固定资产投资增速 (%)	6.8	0.7	-
一般公共预算收入 (亿元)	137.23	147.14	132.59
政府性基金收入 (亿元)	120.18	130.15	117.2
税收收入占比 (%)	81.42	81.72	77.37
公共财政平衡率 (%)	105.81	110.70	96.59

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为,跟踪期内,作为柯桥区最重要的国有资产运营和城市建设主体,公司仍主要围绕土地整理、基础设施建设、房地产开发、公用事业和市场营销开展业务,业务竞争力极强。公司业务较为多元化,有利于分散经营风险,跟踪期公司营业收入有所增长,但业务毛利率降低。需要关注的是,公司水务板块仍处于亏损状态,在建及拟建的基础设施建设、土地整理及安置房项目投资规模较大,未来面临较大的投融资压力。

表 2: 近年来公司营业收入及毛利率构成情况 (亿元、%)

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市场经营	7.63	12.39	47.44	9.98	15.64	46.94	9.30	10.92	45.61
水务板块	10.04	16.30	-23.71	14.12	22.13	-4.73	18.23	21.41	-2.18
基础设施建设	2.64	4.29	9.09	7.61	11.93	9.09	17.43	20.47	9.23
房地产开发 (含安置房)	18.88	30.66	21.88	14.49	22.71	17.06	11.67	13.70	12.44
土地整理	13.61	22.10	13.67	8.50	13.32	12.20	18.42	21.63	9.09
交通运输	1.79	2.91	3.57	0.34	0.53	-246.38	0.97	1.14	-107.28
其他	6.99	11.35	39.70	8.76	13.73	23.12	9.13	10.73	32.28
合计/综合	61.58	100.00	16.74	63.80	100.00	14.73	85.14	100.00	12.32

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

市场经营业务

因公司将西市场转让出售,其名下控制的商业铺位有所减少,但在轻纺城仍处于核心地位,业务竞争力较强;受市场租金减少等因素影响,2022 年公司市场经营业务收入有所降低。

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。

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,项目总投资 26.78 亿元,已于 2019 年 9 月完工。2023 年 1 月轻纺城股份发布公告称,鉴于新西市场虽已启用但仍有较多营业房未完成招商,且尚未实现盈利,按照解决同业竞争的相关承诺,柯桥区开发公司将上述资产剥离,已将西市场转让给非关联企业绍兴市柯桥区中国轻纺城网络投资有限公司。

截至 2022 年末,柯桥区开发公司及其子公司控制的市场商业铺位为 21,677 间,因西市场的转让减少商业铺位 3,000 余间,但仍占据轻纺城市场大部分的商铺,在市场中处于核心地位。截至 2022 年末,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%。2022 年轻纺城股份营业收入 8.20 亿元,同比降低 11.55%,主要系水电费收支按净额法确认及各市场租金减少的共同影响所致。

表 3：截至 2022 年末公司下属商铺情况（万平方米、间）

市场名称	建筑面积	商铺数	主营产品品种	建成年份
轻纺城老市场	5.43	1,345	时装面料	1988 年
轻纺城北市场	13.60	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）	部分拆除	363	家纺、服装	1993 年
东升路市场	23.60	3,134	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	21.32	3,336	服装服饰、家纺、围巾	2009 年
柯北坯布市场	17.26	2,389	坯布	2011 年
合计	132.61	21,677	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

供排水业务

跟踪期内公司水务业务在柯桥区仍处于垄断地位，业务竞争力较强，稳定性和可持续性较好；2022 年公司供水业务收入略有降低，用户数和售水量保持增长态势；排水业务收入有所增长，仍需要依靠政府专项资金补助实现资金平衡。

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。

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，2022 年非居民用水在客户用水总量中占比维持在 82% 左右。截至 2022 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 3,023 公里，增压泵站 7 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、小舜江二期加压泵站），下游用户数保持增长状态。

随着日供水能力 10 万吨的第三水厂建设完工并投入运营，公司日供水能力有所提高，跟踪期内售水量保持增长状态。水价方面，截至 2022 年末，水务集团对居民生活用水和非居民用水到户价格未发生变化。2022 年柯桥区开发公司合并口径售水收入为 4.81 亿元，同比略有降低。

表 4：近年来水务集团供水业务情况

项目名称	2020	2021	2022
日供水能力（万吨）	96.60	96.60	106.60
日平均供水量（万吨）	67.08	75.20	77.85
年供水总量（万吨）	24,551.52	27,446.92	28,415.06
年售水总量（万吨）	23,434.54	26,217.64	27,237.14
供水产销差率（%）	4.55	4.48	4.15
管网漏损率（%）	6.89	6.77	6.82
水质合格率（%）	100	100	100
管网总长度（千米）	2,808	2,939	3,023
用户数（万户）	37.41	39.51	41.41

注：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

表 5：截至 2022 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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2022 年末，排水公司排污管线 3,765 公里，较 2021 年末略有增长，日污水收集输送能力 100 万吨，泵站 524 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。跟踪期内污水处理价格未发生变化，2022 年水务集团合并口径排水收入为 12.65 亿元，保持增长状态。此外，2022 年公司收到污水处理专项运营补助 1.23 亿元。截至 2022 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 2022 年末已投资 5.49 亿元，该项目预计 2024 年投入运营。

基础设施建设

跟踪期公司继续承接柯桥区重要的基础设施建设项目，业务竞争力及可持续性很强，因项目加快结算基础设施代建业务收入增幅较大；但在建及拟建项目投资规模较大，公司仍面临较大的资金支出压力。

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、水运及客运中心等基础设施项目的建设及运营。

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。

跟踪期内柯桥交投未结算基础设施建设业务收入，截至 2022 年末柯桥交投已签订协议暂未完成回购的项目主要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 2022 年末已结算收入 1.09 亿元，实际回款 1.09 亿元，结算进度较为滞后。柯桥交投主要在建项目投资规模不大，资金来源于自筹，在建项目均未签订代建协议，中诚信国际对在建设项目后续资金平衡情况表示关注。同期末，柯桥交投暂无拟建项目，业务可持续性一般。

表 6：截至 2022 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	建设周期	是否签订代建
31 省道北延柯桥区	12.96	12.51	2016.12-2020.03	否
S212（32 省道）柯	2.68	2.68	2016.12-2019.10	否
柯北大道西延	7.17	6.51	2017.09-2019.12	否
福全镇世纪路延伸	2.85	2.01	2017.09-2019.12	否
兰亭至店口快速路工	2.34	2.14	2017.09-2019.12	否
镜水路南延工程	9.20	5.83	2018.09-2022.10	否
合计	37.20	31.68	-	-

注：计划建设周期与实际建设进度存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

柯岩建投主要负责鉴湖旅游度假区的城市基础设施开发建设等业务，项目类型主要包括道路、学校和医院等，业务委托方主要系鉴湖旅游度假区管理委员会（以下简称“度假区管委会”）。

业务模式方面，柯岩建投与度假区管委会签订了委托开发协议，协议约定由柯岩建投负责度假区内道路等基础设施建设和管理。柯岩建投自筹资金进行度假区内的基础设施建设任务，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。

从业务开展情况来看，2022 年柯岩建投实现基础设施代建业务收入 7.45 亿元，同比增幅较大，系柯桥区妇女儿童保健医院、柯南加油站工程等完工结算所致，当年度实际回款 1.10 亿元，回款存在一定滞后，一般在结算后 1~2 年内完成。柯岩建投积极服务于国家级旅游度假区打造以及亚运会配套建设，未来仍将根据区域城市建设需求承接业务，业务可持续性很强，但也使得柯岩建投面临一定投融资压力。柯岩建投基础设施建设业务资金来源于自筹，项目建设周期长，结算及回款存在一定滞后，亦面临一定资金回收压力。

表 7：截至 2022 年末柯岩建投主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
独山路中段(阮型路-香林大道)	6.54	6.71
鉴湖两岸环境整治工程	4.36	4.50
阮型路南段（柯南大道—104 国道南复线）	4.35	0.45
阮社路（柯南大道-彪佳路）工程	3.20	1.61
104 国道南复线柯岩、湖塘段路面改造工程	2.39	1.66
香樊路新建工程	2.10	1.76
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	1.92
柯桥区机关幼儿园	2.00	0.81
柯桥区老干部活动中心	2.00	0.52
高尔夫路西延（香林大道—阮型路）	1.45	0.49
型塘至永联通村道路改造工程	1.36	0.92

新风路（柯南大道—104 国道）	1.13	0.35
柯岩中心幼儿园(永红幼儿园)新建工程	0.84	0.44
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	0.56	0.55
合计	36.32	23.68

注：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

柯桥建设负责柯桥区内道路、桥隧、水运及客运中心等类型基础设施项目的建设及运营，业务竞争力较强。跟踪期内柯桥建设基础设施建设业务模式未发生变化，根据各个子公司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。除代建项目外，柯桥建设还有少数自建项目，将采取自营模式获取收益。

从业务运营情况来看，代建业务方面，2022 年柯桥建设基础设施建设业务收入略有下滑，当年度未有规模较大的完工项目。柯桥建设在建项目投资规模较大，2022 年在杭州中环柯桥段高架桥改建工程项目上新增投入较多，其他项目稳步推进。截至 2022 年末柯桥建设暂无拟建项目，但在建项目投资规模较大，业务持续性较强。基础设施工程投入在存货沉淀规模较大，截至 2022 年末存货中基础设施工程成本 209.24 亿元，需关注未来结算情况。

除代建项目外，柯桥建设尚有部分自营项目，主要在建项目会展中心一期 B 区工程稳步推进，预计将于 2023 年 12 月完工，建成后计划通过展会收入平衡投资资金；柯桥区电商物流基地计划建设周期为 2022 年 7 月到 2023 年 12 月，项目建成后，计划通过招商后将物业资产全部出租，通过收取一定的租金及物业管理等费用达到收支平衡。

表 8：截至 2022 年末柯桥建设主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目类型	项目名称	规划总投资	已投资
代建	杭州中环柯桥段高架桥改建工程	51.05	30.20
	诸暨枫桥-越城镜湖道路环境提升工程（柯桥段）	26.30	14.29
	32 省道（S212）绍兴市柯桥区兰亭至平水段改建工程	14.22	5.56
	杭州湾环线高速公路（杭甬段）柯桥互通改扩建工程	6.37	6.13
	兴华西路（民生路-越州大道）	1.78	0.32
	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（张溇段）	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	0.81
	绸缎中路（张溇段）	0.85	0.34
	育才北路（张溇段）	0.73	0.29
	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	1.18
	小计	107.81	60.67
	自建自营	会展中心一期 B 区工程	27.00
体育中心体育馆场馆改造		0.90	0.83
柯桥区电商物流基地		15.00	4.82
小计		42.90	26.95
合计	150.71	87.62	

注：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

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市柯桥区石城开发投资有限公司签订委托代建协议，由经开区投资公

司负责基础设施项目融资及建设，在项目竣工验收并经委托方确认后，委托方与经开区投资公司结算工程款，工程款按照成本加成 8%~10% 结算，具体以双方签订的项目移交结算书确定。2022 年经开区投资公司实现代建业务收入 3.67 亿元，降幅较大，实际回款 4.50 亿元。经开区投资公司主要在建项目投资规模较大，业务持续性较好，但未来面临一定投融资压力。

表 9：截至 2022 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区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	33.07
安昌镇东昌居城中村改造拆迁项目	25.30	21.39
齐陶北路	2.14	2.14
丈午村旧村改造一期项目	0.62	0.62
安华路扩建	0.81	0.50
柯桥杭州湾科创中心项目	30.00	10.14
合计	105.61	76.27

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 2022 年末，柯桥区财政局已经拨款 26.60 亿元。该项目已完工并于 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。2022 年该项目累计实现客运量 1,273 万人次，累计票务收入 1,667 万元，其他收入 14 万元。

安置房业务

跟踪期内公司仍是柯桥区重要的安置房建设主体，业务竞争力很强；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。作为柯桥区最重要的安置房建设主体，公司上述子公司负责安置房项目的融资、投资、建设和管理，业务竞争力很强。

柯桥建设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。跟踪期内柯桥建设安置房业务模式未发生变化，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，并负责安置房的建设和拆迁补偿款的筹措，最终柯桥建设与拆迁安置人员结算安置补偿差价款。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，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，柯桥建设可通过拍卖出售获得销售收入。

2022 年柯桥建设实现安置房销售收入 3.75 亿元，同比下降 40.85%，已完工安置房销售结算节奏有所放缓。截至 2022 年末，柯桥建设主要已完工安置房项目总投资 139.70 亿元，预计总销售金额为 150.21 亿元，累计实现销售金额 78.12 亿元，未来仍有较大收入确认空间。柯桥建设在建安

置房项目投资规模较大，未来拟建柯桥区人才公寓项目，计划总投资 10.00 亿元，业务持续性较强，但安置房项目结算及回款存在一定滞后，需关注后续去化情况；且未来尚需较大规模的资金投入，面临一定的投融资压力。

表 10：截至 2022 年末柯桥建设主要在建安置房情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资
柯桥城区（G-50、G-51）限价房建设项目	15.19	2018.06-2021.10	12.23	9.65
柯桥城区（R-22）限价房建设项目	6.50	2019.04-2022.12	5.00	3.93
兰亭街道 2018-1 号商住地块限价房工程	5.66	2019.09-2022.12	3.05	3.27
小赭村安置小区	27.00	2019.09-2022.12	25.00	13.75
柯桥城区沙地王安置小区	17.10	2020-2023	15.00	7.70
福全拆迁安置项目（金三角区块城市更新）	15.00	2021-2023	25.00	8.60
合计	86.45		85.28	46.90

注：项目建设周期将根据实际情况；小赭村安置小区项目已投较前一年度减少主要系冲减 2021 年支付绍兴市柯桥区政府投资项目建设管理中心的 5.95 亿；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

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，协议约定由柯岩建投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。

从业务开展情况来看，2022 年完工结算项目较少，柯岩建投安置房销售收入系安置房车库等拍卖所得，毛利率较高。截至 2022 年末，柯岩建投近三年完工项目已基本销售完毕，柯岩建投在建安置房项目工程方面已经完工，但尚未完成竣工结算，后续所需资金支出规模不大。柯岩建投有一定体量的拟建安置房项目，但目前尚未取得建设所需土地，需关注后续实际开工情况。

表 11：截至 2022 年末柯岩建投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
鉴湖水庄四期	21.58	2016.01-2021.12	16.50	15.63
蓬山埠头安置小区	12.70	2019.06-2022.06	10.34	7.90
合计	34.28	-	26.84	23.53

注：在建项目已完工，但尚未完成竣工结算

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：截至 2022 年末柯岩建投主要拟建安置房项目情况（亿元）

项目名称	总投资	计划建设周期
蓬山、埠头等自然村拆迁安置小区二期	14.00	2023-2025
合计	14.00	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。截至 2022 年末，经开区投资公司主要在建安置房项目总投资 24.22 亿元，已完成投资 18.43 亿元，业务可持续性一般。

表 13：截至 2022 年末经开区投资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
陶里新社区安置房小区项目	8.50	2013.11~2019.10	3.22	3.81
柯桥城区 L-41 安置房小区	11.00	2019.10~2022.12	8.00	5.8
K-34 地块安置小区项目	13.92	2019.09-2022.12	13.00	8.82
合计	33.42	-	24.22	18.43

注：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

土地整理

跟踪期公司仍作为柯桥区最重要的土地开发主体，业务竞争力很强；土地整理业务收入有所增长，业务稳定性和可持续性很强；但公司土地整理业务投入规模较大，需关注后续回款情况。

公司仍负责柯桥区范围内的土地开发整理，主要由下属子公司柯桥建设、柯岩建投及经开区投资公司运营。

柯桥建设土整业务仍主要由子公司绍兴市柯桥区域建设投资开发有限公司（以下简称“柯桥城投”）负责，整理片区主要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。

跟踪期内柯桥建设土地整理业务模式未发生变化，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进行土地一级开发整理。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，柯桥建设以此确认收入。

从业务运营情况来看，2022 年柯桥建设 104 国道拆迁、上午头西周地块拆迁项目实现完工结算收入 5.21 亿元，已全部实现回款，土地整理业务收入较上一年度基本持平，但毛利率有所降低。柯桥建设完工项目较多，截至 2022 年末主要完工项目总投资超过 140 亿元，在整理地块项目不多，且暂无拟整理地块项目，业务持续性一般。柯桥建设完工项目多沉淀在存货中，截至 2022 年末存货中土地开发成本 168.82 亿元，需关注未来结算情况。

表 14：截至 2022 年末柯桥建设主要在完工土地整理项目情况（亿元）

项目名称	开工时间	竣工时间	已投资
华舍街道张漓二期拆迁工程	2013 年	2016 年	37.39
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	21.01
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	5.61
华舍街道湖门村城中村改造项目	2017 年	2019 年	34.48
沙地王村拆迁项目	2018 年	2019 年	22.73
安昌国际村城中村改造项目	2018 年	2019 年	5.02
柯桥街道境水路以西云集路以南地块	2020 年	2021 年	2.77
合计	-		141.79

注：部分已完工项目尚未完成竣工结算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 15：截至 2022 年末柯桥建设主要在整理土地项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
小赭村拆迁项目	50	33.94
合计	-	33.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

作为度假区内最重要的土地开发主体，柯岩建投负责度假区内的土地开发整理。柯岩建投与度假区管委会和绍兴柯岩城市建设投资有限公司针对度假区内的具体地块签署土地委托开发协议，由柯岩建投自筹资金对约定地块进行开发。项目完成后，柯岩建投将相关的资料整理完善后交付委托方，委托方下达结算款项的通知后支付款项给柯岩建投，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%，结算及款项实际支付一般在土地出让之后。

从业务开展情况来看，截至 2022 年末柯岩建投已完成了度假区诸多自然村落以及老旧厂区的土地开发工作，每年的土地整理业务收入受项目移交及结算进度影响存在波动。2022 年柯岩建投土地整理业务收入 4.94 亿元，截至年末尚未回款。因农民社保费用提高等因素导致土地征拆费用增加，跟踪期内平均土地整理成本处于增长态势。截至 2022 年末，柯岩建投尚有正在整理和已整理未出让的土地 5,967 亩，土地整理总成本超过百亿，未来可陆续结算收入，但前期投入成本较大，未来资金回流或将受当地土地市场行情等因素影响存在一定不确定性。此外，度假区作为柯桥区全域土地整治的试点，柯岩建投未来将重点推进度假区全域土地整治工作，主要系在远郊区进行拆迁复垦，预计需投入超过 80 亿。柯岩建投土地整理业务稳定性和持续性很强，同时也面临较大的投融资压力。

表 16：近年来柯岩建投在整理和已整理未出让土地情况

项目名称	2020 年末	2021 年末	2022 年末
正在整理和已整理未出让土地面积（亩）	5,557	5,950	5,967
平均土地整理成本（万元/亩）	163.51	172.98	181.67
土地整理总成本（万元）	908,610	1,029,210	1,084,031

注：土地整理总成本系柯岩建投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，中诚信国际整理

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。经开区投资公司与绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司签订委托建设合同，由经开区投资公司负责区域内土地开发，在项目竣工验收并经委托方确认后，委托方与经开区投资公司结算工程款，工程款按照成本加成 8%~10% 结算，具体以双方签订的项目移交结算书确定。2022 年，

经开区投资公司实现土地整理业务收入 8.27 亿元，当年度实现土地整理业务回款 8.65 亿元。截至 2022 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 951.95 亩。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于政府的大力支持，跟踪期内公司所有者权益持续增长，具备很强的资本实力；但受业务扩张等因素影响，公司债务规模增长较快，目前财务杠杆水平偏高，资本结构仍有待优化；公司经营获现能力一般，EBITDA 对债务利息的保障能力仍有待提升。

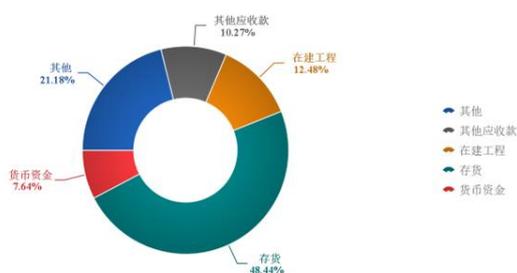
资本实力与结构

跟踪期内，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，同时主要业务板块仍处于扩张态势，资产规模有所增长；公司资产收益性较好，流动性一般，整体资产质量较高，且财务杠杆率仍处于偏高水平，资本结构仍有待优化。

作为柯桥区最重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体，2022 年公司土地整理、基础设施建设及安置房建设等业务保持扩张态势，并获得了政府的资产划拨，带动资产总额年末同比增长 8.52%。

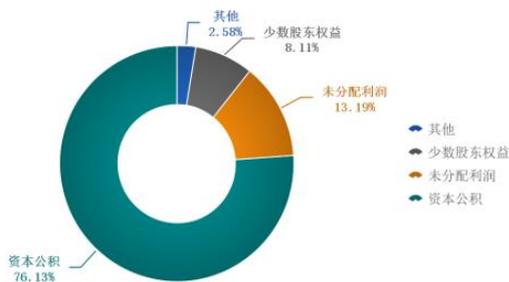
公司主要业务板块仍主要系土地整理、基础设施建设、安置房建设、市场经营和水务业务，资产主要由上述业务形成的存货、在建工程和以往来款为主的其他应收款等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重接近 70%。公司存货占比较大，主要系土地整理、基础设施建设和安置房业务开发成本以及待开发土地，变现能力较弱。公司其他应收款主要系公司与当地国企及政府单位往来款增加所致，对资金形成一定占用。公司投资性房地产规模不大，但拥有柯桥轻纺城大部分商铺，资产收益性较好，且公司对会稽山绍兴酒股份有限公司、浙江绍金高速公路有限公司、绍兴银行股份有限公司和浙商银行股份有限公司等有一定股权投资，相应可获得一定的投资收益。同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务及债务规模的扩张保持增长趋势，且受限规模较小。总体来看，公司资产具备较好的收益性和一定的流动性，资产质量较高。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府的持续支持，公司资本公积增幅较大，带动经调整的所有者权益有所增长。2022 年公司收到划拨资产 35.92 亿元以及项目完工专项应付款转入资本公积 11.34 亿元，其中划拨资产主要系安置房、土地平整以及基础设施建设等方面的工程。

跟踪期公司自有资本实力虽有所增强，但随着债务规模的扩张，公司财务杠杆水平有所提高。随

着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 17：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	2,051.67	2,474.84	2,685.71
非流动资产占比	28.54	29.32	30.88
经调整的所有者权益合计	624.72	778.82	817.52
资产负债率	69.06	68.13	69.19
总资本化比率	66.32	66.11	67.58

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期公司收入质量有所下降，经营活动现金流仍处于净流出状态，经营获现能力较为一般，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

跟踪期内公司收入保持较快增长，但主要收入板块中基础设施建设和土地整理等业务回款存在一定滞后，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，收现比小于 1，公司收入质量有所下降。

公司经营活动净现金流受土地整理、安置房建设等业务收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2022 年公司经营活动现金流仍处于净流出状态，但净流出规模减少，现金流有所好转，主要系其他与经营活动有关的现金收支净流入所致。

2022 年公司在股权投资、杭州至绍兴城际轨道交通建设工程项目等在建项目持续投入，同时因公司每年的投资收益规模不大，也没有大规模的资产处置，投资活动现金流仍处于净流出状态，且净流出规模加大。

跟踪期内，如前所述，公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，其中银行借款呈现快速增长态势。但因公司融资节奏有所放缓，2022 年公司取得借款收到的现金减少，并未覆盖资金缺口，未实现一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 18：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-79.20	-150.78	-64.78
投资活动产生的现金流量净额	-36.96	-104.03	-143.17
筹资活动产生的现金流量净额	156.47	281.39	202.92
现金及现金等价物净增加额	40.30	26.58	-4.95
收现比	0.80	1.21	0.96

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

2022 年公司债务规模保持增长，债务负担进一步加重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；公司 EBITDA 降幅较大，经营活动现金流仍处于净流出状态，难以为债务利息提供有效保障。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，2022 年公司债务规模保持增长状态。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，同时有一定规模的非标借款，非标债务占比约为 10%，债务类型及渠道较为多元；公司短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构仍较为合理。

表 19：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	合计	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	754.74	216.23	70.00	67.41	401.10
债券融资	784.66	222.24	242.97	145.82	173.62
信托融资	14.00	7.50	-	6.50	-
其他融资	140.40	17.34	3.52	4.01	115.53
合计	1,693.80	463.32	316.49	223.74	690.26

注：到期债务未计算租赁负债和永续债。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内公司 EBITDA 仍主要来源于利润总额和费用化利息支出，2022 年公司利润总额虽有所增长，但当年度处置国际物流中心的土地实现利得 12.81 亿元，扣除非经常性损益后公司 EBITDA 降幅较大。同时，债务规模的增长导致公司利息支出上升，公司 EBITDA 对利息的保障能力减弱。此外，公司经营活动现金流仍处于净流出状态，无法覆盖债务利息。

表 20：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
总债务	1,230.34	1,519.53	1,704.09
短期债务占比	28.96	22.07	27.83
EBITDA	31.43	32.43	24.69
EBITDA 利息覆盖倍数	0.51	0.49	0.32
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-1.28	-2.26	-0.85

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 2.65%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额为 146.51 亿元，占同期末净资产的比例为 17.71%，被担保单位主要系柯桥区国有企业。此外，截至 2022 年末，公司无重大未决诉讼事项。

表 21：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

被担保方	担保余额
浙江绍金高速公路有限公司	100,000.00
绍兴智诚房地产开发有限公司	9,020.00
绍兴水处理发展有限公司	103,769.00
绍兴市制水有限公司	49,332.00
绍兴市清能环保有限公司	50,422.81
绍兴市柯桥区中国轻纺城网络投资有限公司	31,887.00
绍兴市柯桥区中国轻纺城南区市场开发经营有限公司	15,050.00
绍兴市柯桥区中国轻纺城柯东仓储有限公司	2,940.00
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	217,150.00
绍兴市风情旅游新干线建设有限公司	19,000.00
绍兴平水若耶溪水系综合整治开发有限公司	55,550.00

绍兴漓铁综合开发经营有限公司	69,000.00
绍兴兰亭文化旅游发展有限公司	700,764.70
绍兴柯桥农垦实业有限公司	5,000.00
其他	36,260.69
合计	1,465,146.20

注：其他担保系浙江中轻融资担保有限公司为客户提供的短期借款担保以及公司下属子公司按照房地产经营惯例为商品房承购人向银行申请按揭贷款提供阶段性担保

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测¹

假设

——2023 年，公司仍作为绍兴市柯桥区重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定或保持增长状态。

——2023 年，公司在基础设施建设、土地整理及安置房建设等业务板块投资规模预计超过百亿；自营项目等在建工程投入预计 50~100 亿。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年债务类融资净新增 120~170 亿。

预测

表 22：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	66.11	67.58	62.42~76.30
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.49	0.32	0.30~0.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

2022 年末公司可用账面资金为 191.03 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 819.39 亿元，尚未使用授信额度为 67.13 亿元，备用流动性较少。此外，柯桥区经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为柯桥区最重要的国有资产管理 and 基础设施投资运营主体，可持续获得政府的资金

¹ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前公司本部在手批文 15 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于土地开发、安置房和基础设施建设等业务。同时，公司债务到期较为集中，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 463 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 70-80 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性较弱，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析²

中诚信国际认为，公司在环境保护、安全生产等方面表现较好，跟踪期内公司控股股东及高管发生变动，仍存在较大规模的往来款，且存在短时期内多个子公司无偿划出的情况。

环境方面，公司在城市建设过程中涉及较多的工程建设项目，在项目建设过程中可能会面临发生安全事故及对生态环境产生损害等的问题。跟踪期公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好且目前尚未受到监管处罚。

社会方面，跟踪期公司未发生重大安全生产事故、产品质量事故以及劳动诉讼事项。

治理方面，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，但公司与当地政府及国有企业往来款规模较大，内部治理体系有待进一步完善。2022 年 9 月，公司董事、监事、高级管理人员发生变动；2023 年 5 月，公司股东由柯桥区财政局变更为绍兴市柯桥区国有资产控股集团有限公司，公司发布相关公告称本次股权变更对不改变公司的经营方针和经营管理层结构，对公司的生产经营、财务状况及偿债能力无重大不利影响。公司对下属子公司管控力仍有待提高，2023 年 2 月，公司发布公告称将绍兴柯桥经济技术开发区国投物业有限公司无偿划转至绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司；2023 年 4 月，公司发布公告称将名下绍兴兰亭古越国学文化发展有限公司及绍兴市柯桥区能源投资有限公司股权无偿划转至绍兴市柯桥区财政局名下；2023 年 5 月，公司发布公告称将绍兴市柯桥区平水副城建设投资开发有限公司和绍兴市柯桥区平水副城新农村建设投资有限公司股权无偿划转至绍兴市柯桥区财政局名下。

外部支持

中诚信国际认为，柯桥区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

柯桥区传统纺织行业具有较强的竞争力，同时建筑产业现代化领跑全国，商贸物流、时尚创意等现代服务业蓬勃发展，近年来持续推进融杭联甬接沪战略，经济财政实力保持增长态势，GDP 及一般公共预算收入稳居绍兴市首位。同时，近年来城市建设推升了柯桥区政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年政府债务余额（270.71 亿）居全市第二位，仅次于诸暨市，政府债务率低于国际 100%警戒标准。但区域内融资平台较多，城投企业有息债务规模较大，需关注政府债

² 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，柯桥区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：公司作为柯桥区最重要的城市开发与建设主体，在柯桥区的基础设施建设、安置房建设、土地整理和公用事业运营等方面具有业务专营性。
- 2) 与政府的关联度很高：公司实控人为柯桥区财政局，业务的开展和柯桥区政府规划紧密相关，在业务运营、财务投融资、公司治理等方面与区政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：作为柯桥区最重要的城市建设主体，公司在资产注入及财政补贴等方面可以获得一定支持。资产注入方面，2022 年公司收到划拨资产 35.92 亿元，项目完工专项应付款转入资本公积 11.34 亿元。财政补贴方面，2022 年公司获得计入其他收益的政府补助为 12.81 亿元，成为公司利润总额的重要补充。

表 23：柯桥区平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司	绍兴市柯桥区国有资产控股集团有限公司 90%	公司作为柯桥区财政局下属的大型国有企业，负责全区的基础设施、安置房建设、土地整理、供排水等，并负责中国轻纺城的市场运营。	2,685.71	827.52	69.19	85.14	7.29	-64.78
绍兴市柯桥区旅游发展集团有限公司	柯桥国资 100%	柯桥区重要的旅游资源运营主体及旅游类基础设施代建主体。	-	-	-	-	-	-
绍兴市柯桥区建设集团有限公司	柯桥国资 100%	公司作为柯桥区重要的基础设施建设主体，主要负责柯桥区城市核心区域的土地整理、安置房建设以及道路类为主的基础设施建设。	852.96	266.17	68.79	17.68	1.91	-28.69
绍兴柯桥经济技术开发区控股集团有限公司	柯桥国资 100%	公司作为国家级经济技术开发区柯桥经开区的开发建设主体，负责经开区内基础设施及安置房建设、土地整理等业务。	-	-	-	-	-	-
绍兴柯岩建设投资有限公司	柯桥国资 100%	公司作为鉴湖旅游度假区的开发建设主体，主要负责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。	422.84	120.46	71.51	12.81	1.97	26.50
绍兴兰亭文化旅游发展有限公司	柯桥国资 100%	公司作为兰亭文化旅游度假区的开发建设主体，主要负责兰亭文化旅游度假区的基础设施建设等业务。	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，柯桥区政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，柯桥国资与柯桥建设、海宁城投、余姚城投的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力强，并对上述公司均具有强或较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，柯桥区与海宁市、余姚市的行政地位、经济财政实力相当，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。柯桥国资与上述平台均为当地政府实际控制的重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有较强或强的支持意愿。

其次，柯桥国资的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为元化。公司在建及拟建的基础设施建设、土地整理及安置房项目投资规模较大，未来面临较大的投融资压力。

然后，柯桥国资的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模高于比较组平均水平，财务杠杆处于较高水平，财务结构稳定性较弱；公司营收规模较大，经营获现能力高于比较组平均水平，但债务规模较大，EBITDA 对利息覆盖能力弱；公司融资额高于平均水平，债券市场认可度较高，再融资能力较强。

表 24：2022 年同行业对比表

	柯桥国资	柯桥建设	海宁城投	余姚城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	柯桥区	柯桥区	嘉兴市-海宁市	宁波市-余姚市
GDP (亿元)	1,901.36	1,901.36	1,247.00	1,513.60
GDP 增速 (%)	4.5	4.5	0.7	1.9
人均 GDP (万元)	17.04	17.04	11.33	12
一般公共预算收入 (亿元)	132.59	132.59	95.08	120.74
公共财政平衡率 (%)	96.59	96.59	77.74	81.06
政府债务余额 (亿元)	270.71	270.71	230.21	194.85
控股股东及持股比例	绍兴市柯桥区国有资产控股集团有限公司 90%	柯桥国资 100%	海宁市资产经营公司 100%	宁波舜建集团有限公司 100%
职能及地位	绍兴市柯桥区最重要的土地整理、基础设施建设及安置房项目运营主体	绍兴市柯桥区重要的土地整理、基础设施建设及安置房项目运营主体，主要负责主城区的开发建设	海宁市城市规划控制区唯一的土地整理及基础设施建设企业，承担城市规划控制区内大部分旧城改造及安置房建设业务，	余姚市重要的基础设施建设、土地一级开发及安置房建设主体，承担余姚市核心区域的土地整理和基础设施建设，公司燃气、供水业务具有区域垄断地位
核心业务及收入占比	市场经营 10.92%、水务板块 21.41%、基础设施建设 20.47%、房地产开发 (含安置房) 13.70%、土地整理 21.63%	土地整理 29.49%、基础设施建设代建 35.47%、安置房销售 21.22%	商品销售 41.03%；燃气销售 18.94%；商品房销售 11.05%；安置房销售 10.60%	安置房销售 20.40%、天然气供应 32.19%、土地整理 13.85%、供水业务 13.91%
总资产 (亿元)	2,685.71	852.96	517.2	389.06
所有者权益合计 (亿元)	817.52	266.17	225.68	154.05
总债务 (亿元)	1,704.09	586.79	228.43	194.91
总资本化比率 (%)	67.58	66.63	50.30	59.22

营业总收入（亿元）	85.14	17.68	71.29	23.07
净利润（亿元）	7.29	1.91	2.14	2.20
EBITDA（亿元）	24.69	7.49	3.63	2.77
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.32	0.32	0.46	0.33
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-64.78	-28.69	-39.02	-16.48
可用授信余额（亿元）	64.96	33.47	68.02	135.96
债券融资余额（亿元）	308.50	51.30	164.08	112.00

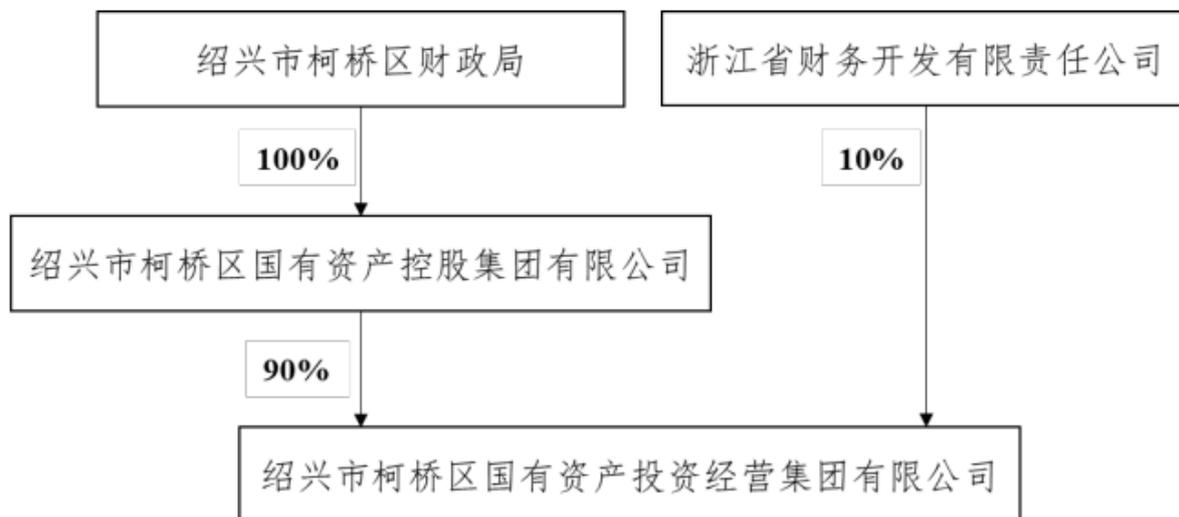
注：债券融资余额系企业预警通截至 2023 年 6 月 10 日的债券余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“16 柯桥国资 MTN001”、“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”和“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

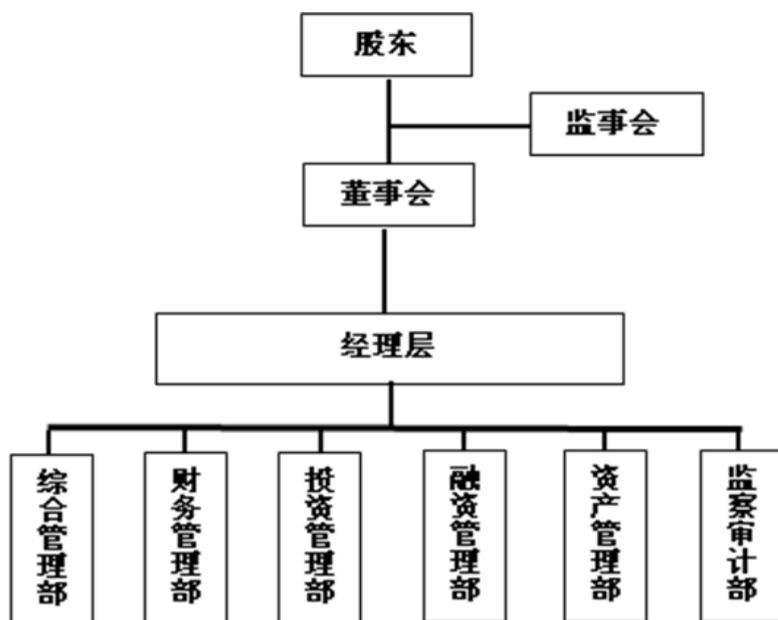
附一：绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 6 月 1 日）



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运市场开发有限公司	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
绍兴柯桥经济技术开发区控股集团有限公司	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
绍兴市柯桥区王坛城镇开发有限公司	100
绍兴兰亭古越国学文化发展有限公司（注 1）	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开发有限公司	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（注 1）	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
绍兴市柯桥区产权交易所有限责任公司	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

注：子公司列表为截至 2022 年末情况；古越国学及下属子公司、能源公司及下属子公司以 2022 年 9 月 30 日作为基础日，将股权划转至绍兴市柯桥区财政局，本期将年初至 2022 年 1-9 月的损益纳入合并范围；



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：亿元）	2020	2021	2022
货币资金	173.86	200.98	205.19
非受限货币资金	169.40	195.98	191.03
应收账款	45.90	52.92	51.72
其他应收款	172.82	260.45	275.69
存货	1,019.72	1,191.33	1,300.83
长期投资	147.22	171.15	176.64
在建工程	216.02	283.28	335.24
无形资产	12.89	46.83	84.53
总资产	2,051.67	2,474.84	2,685.71
其他应付款	44.72	48.00	55.46
短期债务	356.28	335.35	473.44
长期债务	874.06	1,184.19	1,230.66
总债务	1,230.34	1,519.53	1,704.09
总负债	1,416.94	1,686.02	1,858.20
利息支出	61.89	66.61	76.37
经调整的所有者权益合计	624.72	778.82	817.52
营业总收入	61.58	63.80	85.14
经营性业务利润	4.65	3.39	-1.59
其他收益	17.28	16.47	12.81
投资收益	3.04	3.66	1.95
营业外收入	0.04	1.10	0.13
净利润	5.63	5.23	7.29
EBIT	23.46	22.83	14.07
EBITDA	31.43	32.43	24.69
销售商品、提供劳务收到的现金	49.41	77.33	82.02
收到其他与经营活动有关的现金	82.03	34.13	73.66
购买商品、接受劳务支付的现金	105.07	180.89	183.10
支付其他与经营活动有关的现金	95.45	70.61	24.07
吸收投资收到的现金	3.17	4.80	2.03
资本支出	37.07	81.60	127.43
经营活动产生的现金流量净额	-79.20	-150.78	-64.78
投资活动产生的现金流量净额	-36.96	-104.03	-143.17
筹资活动产生的现金流量净额	156.47	281.39	202.92
现金及现金等价物净增加额	40.30	26.58	-4.95
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	16.74	14.73	12.32
期间费用率(%)	29.05	30.94	23.78
应收类款项/总资产(%)	10.72	12.70	12.19
收现比(X)	0.80	1.21	0.96
资产负债率(%)	69.06	68.13	69.19
总资本化比率(%)	66.32	66.11	67.58
短期债务/总债务(%)	28.96	22.07	27.78
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.28	-2.26	-0.85
总债务/EBITDA(X)	39.15	46.85	69.01
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.10	0.05
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.51	0.49	0.32

注：1、中诚信国际根据公司 2021 年~2022 年财务报告整理；2、中诚信国际将公司长期应付款和其他应付款中的带息部分调整至总债务；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
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/总资产
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
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
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业总收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
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
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
EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn