



绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 0606 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 06 月 14 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	“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”、“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02”		AA ⁺
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。		
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，潜在的支持能力很强。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，战略地位突出。公司在柯桥区的业务具有一定垄断性，业务来源较有保障；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：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：柯桥区经济财政实力弱化，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，财务杠杆仍处于较高水平，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：杨 成 chyang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨龙翔 lxyang@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）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	2,474.84	2,685.79	3,127.75
经调整的所有者权益合计（亿元）	778.82	817.50	970.31
总负债（亿元）	1,686.02	1,858.29	2,157.44
总债务（亿元）	1,519.53	1,704.09	2,039.83
营业总收入（亿元）	63.80	85.14	77.78
经营性业务利润（亿元）	3.39	-1.59	-1.50
净利润（亿元）	5.23	7.29	2.00
EBITDA（亿元）	32.43	24.69	31.80
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-150.78	-64.78	-191.80
总资本化比率(%)	66.11	67.58	67.77
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.49	0.32	0.38

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 2022~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将长期应付款、其他应付款中的带息债务以及其他权益工具调整至总债务。3、本报告中所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。

同行业比较（2023 年数据）

项目	柯桥国资	宁波舜通	余姚城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	绍兴市-柯桥区	宁波市-余姚市	宁波市-余姚市
GDP（亿元）	2,030.29	1,513.59	1,513.59
一般公共预算收入（亿元）	142.23	120.74	120.74
经调整的所有者权益合计（亿元）	970.31	125.45	134.19
总资本化比率（%）	67.77	56.20	59.22
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.38	0.69	0.33

中诚信国际认为，柯桥区与余姚市行政地位相当，经济财政实力处于可比区间；公司与可比公司的定位均为当地重要的城市基础设施建设主体，业务运营实力相当；公司权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力较强。公司利息覆盖能力处于比较组平均水平，但财务杠杆偏高，整体来看财务融资能力相近。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有相近的支持意愿。

注：宁波舜通系“宁波舜通集团有限公司”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。宁波舜通和余姚城投数据为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

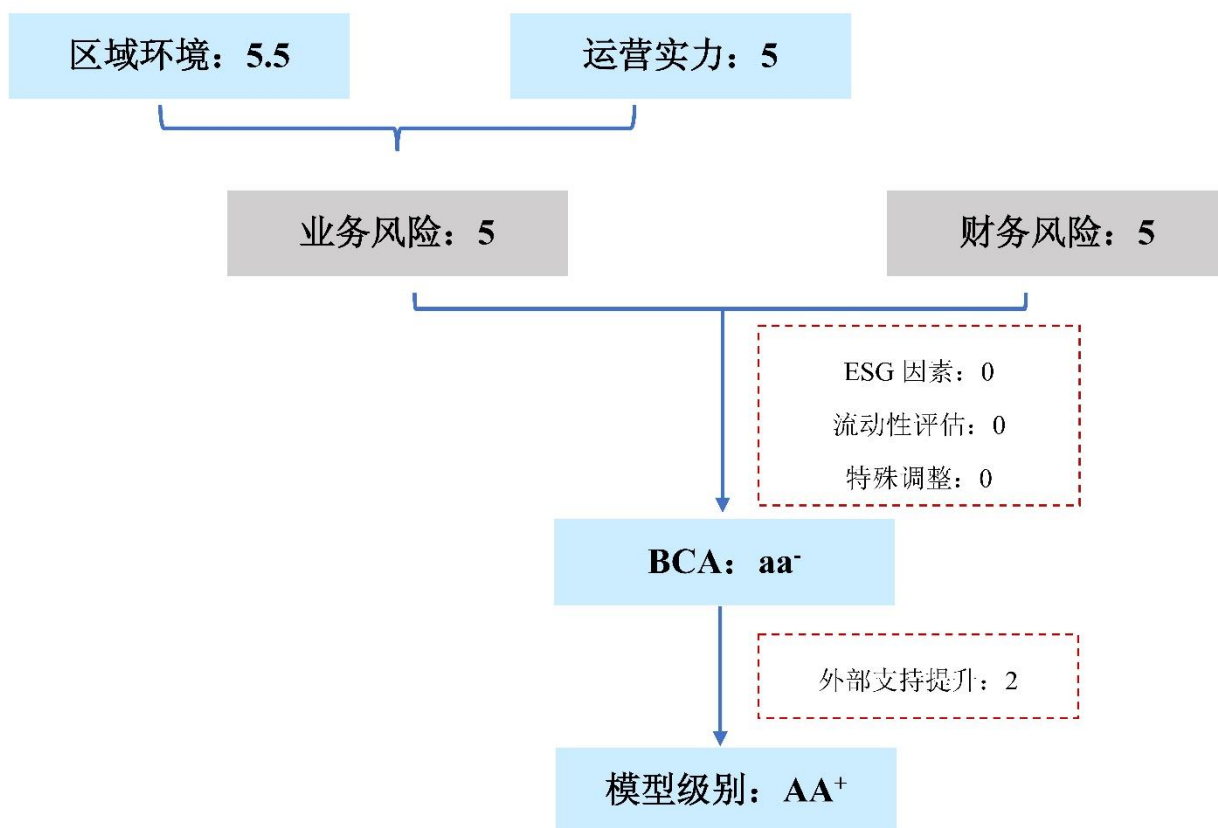
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/27 至 本报告出具日	10/10	2019/03/25~2034/0 3/25	调整票面利率选择权，回售条款
19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/27 至 本报告出具日	27/27	2019/06/17~2034/0 6/17	调整票面利率选择权，回售条款

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
柯桥国资	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2023/06/27 至本报告出具日

● 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

(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为,柯桥区政府具备很强的支持能力,同时对公司有较强的支持意愿,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。中诚信国际认为,受公司股权层级下移、部分子公司划出以及市场化转型发展等因素影响,公司获得的外部支持由很强调整至较强。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基建行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾。政策要求进一步落实，基建企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，柯桥纺织产业基础扎实，产业集群优势明显，经济财政实力处于绍兴市领先地位，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

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。柯桥区经济、财政实力在绍兴市下属区县位列第一，2023 年全区实现地区生产总值 2,030.29 亿元，同比增长 8.3%。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，2023 年柯桥区一般公共预算收入同比增长 7.3%，公共财政平衡率随之提高至 100%以上，税收收入占比保持稳定，财政质量维持较好水平。政府性基金收入是柯桥区地方政府财力的重要补充，2023 年全区政府性基金预算收入同比下降 18.5%，其中土地出让相关收入完成 92.0 亿元，同比下降 15.8%，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，柯桥区广义债务率较高，同时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，发债主体未出现债务违约事件，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	2021	2022	2023
GDP（亿元）	1,747.98	1,901.36	2,030.29
GDP 增速（%）	9.6	4.5	8.3
人均 GDP（万元）	15.91	17.04	18.06
固定资产投资增速（%）	0.7	10.1	12.4
一般公共预算收入（亿元）	147.14	132.59	142.23
政府性基金收入（亿元）	130.15	117.2	95.46
税收收入占比（%）	81.72	77.37	77.49
公共财政平衡率（%）	110.70	96.59	102.21

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及毛利率有所减少。需要关注的是，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，且需关注项目结算情况。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 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	9.98	15.64	46.94	9.30	10.92	45.61	9.23	11.87	46.26
水务板块	14.12	22.13	-4.73	18.23	21.41	-2.18	19.40	24.94	0.44
基础设施建设	7.61	11.93	9.09	17.43	20.47	9.23	10.07	12.95	9.20
房地产开发（含安置房）	14.49	22.71	17.06	11.67	13.70	12.44	4.91	6.32	24.30
土地整理	8.50	13.32	12.20	18.42	21.63	9.09	19.24	24.74	9.09
交通运输	0.34	0.53	-246.38	0.97	1.14	-107.28	1.20	1.54	-216.19
其他	8.76	13.73	23.12	9.13	10.73	32.28	13.72	17.65	25.15
合计/综合	63.80	100.00	14.73	85.14	100.00	12.32	77.78	100.00	11.69

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江滨水处理有限公司产生的水务相关收入；4、其他业务收入主要系商品销售、设计费、房屋租赁、停车位收入、安装收入和旅游业务收入等；5、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，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 2023 年末，柯桥区开发公司及其子公司控制轻纺城市场约 75%的商铺，在市场中处于核心地位，市场竞争力很强。截至 2023 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，总体出租率为 98.72%。2023 年公司市场经营业务收入 9.23 亿元，同比保持稳定。

表 3：截至 2023 年末公司主要下属商铺情况（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	1,345.00	时装面料	1988 年
轻纺城北市场	13.60	4,407.00	化纤、针织、窗纱	1993 年
轻纺城天汇市场	8.60	1,300.00	窗纱、雪纺	1993 年
轻纺城东市场	4.90	1,290.00	时装布料、里子布	1997 年
轻纺城联合市场	16.00	1,785.00	时装面料、窗帘	2005 年
东升路市场	23.60	3,133.00	毛纺、精品面料、针织面料	2009 年
北联市场	21.90	2,328.00	窗帘、窗纱	2011 年
服装服饰市场	21.32	3,336.00	服装服饰、家纺、围巾	2009 年
柯北坯布市场	17.26	2,389.00	坯布	2011 年
合计	132.61	21,313.00	-	-

注：上表未统计拆迁中的轻纺城服装市场。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

供排水业务，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，2023 年非居民用水在客户用水总量中占比维持在 83% 左右。截至 2023 年末，绍兴市柯桥区下属镇（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 3,038 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。

跟踪期内公司日供水能力保持平稳，随着下游用户数的提高，售水量保持增长状态。水价方面，跟踪期水务集团对非居民用水到户价格进行一定上调。2023 年柯桥区开发公司合并口径售水收入为 5.14 亿元，同比有所增长。

表 4：近年来水务集团供水业务情况

项目名称	2021	2022	2023
日供水能力（万吨）	96.60	106.60	106.60
日平均供水量（万吨）	75.20	77.85	83.43
年供水总量（万吨）	27,446.92	28,415.06	30,450.50
年售水总量（万吨）	26,217.64	27,237.14	29,090.06
供水产销差率（%）	4.48	4.15	4.59
管网漏损率（%）	6.77	6.82	7.90
水质合格率（%）	100	100	100
管网总长度（千米）	2,939	3,023	3,038
用户数（万户）	39.51	41.41	42.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：柯桥区物价局下发文件统一标准水价明细情况

分类	水量	2022 年末价格标准	2024 年最新价格标准
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	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	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	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	经营性用水 6.2 元/吨
		非经营性用水 5.4 元/吨	非经营性用水 5.7 元/吨
		特种行业用水 7.8 元/吨	特种行业用水 9.0 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 2023 年末，排水公司排污管线 3,031 公里，日污水收集输送能力 100 万吨，泵站 633 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 4 月，绍兴市柯桥区发展和改革局下发《关于建立柯桥区非居民污水处理费标准动态调整机制及调整非居民污水处理费标准的通知》（以下简称“《柯桥区非居民污水处理费标准调整通知》”），称自 2021 年 5 月起在两年内分三次将一般工商企业污水处理费基准价由每立方米 2.4 元逐步调整至每立方米 4.45 元，高污染企业污水处理费基准价由每立方米 3.5 元调整为每立方米 6.6 元；2024 年 1 月，已落实第二次调价，将一般工商企业污水处理费基准价由每立方米 2.4 元逐步调整至每立方米 4.00 元，高污染企业污水处理费基准价由每立方米 3.5 元调整为每立方米 6.00 元。

2023 年水务集团合并口径排水收入为 13.84 亿元，保持增长状态。由于排水业务具有一定公益性，政府每年会给予公司一定数额的政府补贴，2023 年公司收到污水处理专项运营补助 1.25 亿元。截至 2023 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 2023 年末已投资 11.63 亿元，该项目预计于 2024 年由水务集团投入运营。未来，随着该项目的建成投运，公司污水处理能力将得到进一步提升。

表 6：水务集团排水业务情况

项目名称	2021	2022	2023
日收集能力（万吨）	100.00	100.00	100.00
日平均排水量（万吨）	57.30	57.44	64.39
年排水总量（万吨）	20,915.45	20,963.91	23,503.52
工业污水占比	77%	77%	78%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设，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 2023 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，截至 2023 年末该项目账面价值 48.15 亿元，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 7：截至 2023 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*	18.17	18.17	自筹	2016.12-2020.03	否
S212（32 省道）柯桥区王坛至王城段改建工程*	4.64	4.64	自筹	2016.12-2019.10	否
柯北大路西延	7.17	6.51	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	1.36	自筹	2017.09-2019.12	否
镜水路南延工程	9.20	7.48	自筹	2018.09-2022.10	否
合计	44.37	40.17	-	-	-

注：计划建设周期与实际建设进度存在差异；*项目总投资暂不确定。

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，2023 年柯岩建投实现基础设施代建业务收入 3.40 亿元，同比降幅较大，截至 2023 年末尚未回款。公司服务于国家级旅游度假区打造，在建及拟建项目较多，未来仍将根据区域城市建设需求承接业务，业务可持续性具有保证，但也使得公司面临一定的投融资压力。公司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，公司亦面临一定的资金回收压力。

表 8：截至 2023 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)	7.07	7.07
鉴湖两岸环境整治工程	4.36	4.86
阮型路南段（柯南大道—104 国道南复线）	4.35	0.49
阮社路（柯南大道-彪佳路）工程	3.35	1.79
104 国道南复线柯岩、湖塘段路面改造工程	2.39	0.45
香樊路新建工程	2.10	1.90
柯岩区块城市景观提升工程	2.04	0.67
柯岩中心小学（竹林小学）扩建	2.00	2.07
柯桥区机关幼儿园	2.00	0.44
柯桥区老干部活动中心	2.00	1.27
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	1.01
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	0.59
合计	37.00	23.89

注：部分项目已完工，但尚未完成竣工结算；独山路中段(阮型路-香林大道)原规划总投资 5.89 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2023 年末柯岩建投主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	建设周期
支三路新建工程	0.08	2024.09-2025.06
鉴水路(柯南大道-柯湖路)	0.70	2024.06-2025.6
未庄路东延(百舸南路-镜水路)工程	0.88	2024.09-2025.12
支一路(阮社路-新风路)新建工程	0.70	2024.09-2025.12
金柯路南延(柯南大道-春望路)工程	0.07	2024.09-2025.12
合计	2.43	-

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，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，2023 年柯桥建设基础设施建设业务收入 3.94 亿元，当年度实际回款 3.91 亿元，业务收入有所下滑，主要系当年度未有规模较大的完工项目。从业务运营情况来看，在建项目投资规模较大，业务持续性较好，但未来面临一定的投融资压力。柯桥建设代建项目投入仍主要沉淀在存货中尚未结算，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、柯桥区电商物流基地和柯桥城区停车场（位）建设项目分别主要依靠展会收入、物业资产出租及停车场运营平衡投资资金，需关注自营项目后续运营情况。

表 10：截至 2023 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	41.56
	杭金衢连接线接 03 省道东复线	3.00	1.53
	104 国道绍兴柯桥钱清至柯岩段改建	19.97	6.54
	329 国道上虞至临安公路柯桥钱清至萧山界段改建工程	22.92	9.52
	小赭区域道路建设工程	2.00	0.02
	金柯桥大道快速化改造	44.10	0.00
	小计	143.04	59.17
自建自营	会展中心一期 B 区工程	27.00	22.98
	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	5.17
	建筑渣土处置项目	1.60	0.37
	柯桥城区停车场（位）建设	23.08	11.23
	小计	67.58	40.58
	合计	210.62	99.75

注：部分项目已完工，但尚未完成竣工结算；金柯桥大道快速化改造项目于 2023 年底开工，已投资规模较小。

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。此外，经开区投资公司有部分自营项目，主要依靠物业资产经营收入实现资金平衡。2023 年经开区投资公司实现代建业务收入 2.64 亿元，降幅较大，实际回款 2.64 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。在建项目中柯桥杭州湾科创中心项目建设内容包括现状建筑拆迁、科创园建设、园区内市政配套，收入主要来源于产业用房租售、人才公寓租金、停车收入和广告收入等。

表 11：截至 2023 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	0.65
齐贤街道高泽居、阳嘉龙村拆迁项目	35.00	30.52
安昌镇东昌居城中村改造拆迁项目	25.30	23.46
齐陶北路	2.14	2.11
丈午村旧村改造一期项目	0.62	0.62
柯桥杭州湾科创中心项目	30.00	6.27
合计	104.80	71.55

注：部分项目已完工，但尚未完成竣工决算；柯桥杭州湾科创中心项目已投资不包括拆迁办和国土局退回的土地指标费和拆迁补偿预付款。

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 2023 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。2023 年该项目累计实现客运量 1,823.54 万人次，累计票务收入 4,089.79 万元，政府补贴收入 10,000 万元，其他收入 370.95 万元。

安置房业务，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。

2023 年柯桥建设实现安置房销售收入 7.52 亿元，同比增长 100.53%，主要系结算迎福安置小区项目所得。截至 2023 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 87.57 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，同时在建柯桥区人才公寓项目，该项目总投资 10.00 亿元，截至 2023 年末已投资 4.87 亿元，整体来看项目储备充足，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 12：截至 2023 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	9.70
柯桥城区（R-22）限价房建设项目	6.50	2019.04-2022.12	5.00	4.22
小赭村安置小区	27.00	2019.09-2022.12	25.00	16.15
柯桥城区沙地王安置小区	17.10	2020-2023	15.00	7.49
福全拆迁安置项目（金三角区块城市更新）	15.00	2021-2023	25.00	19.66
合计	80.79	-	82.23	57.22

注：项目建设周期将根据实际情况；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

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 5~10% 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，2023 年无完工结算项目，公司安置房销售收入较少，系安置房车库等拍卖所得，毛利率较高。公司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。公司拟建安置房项目为蓬山、埠头等自然村拆迁安置小区二期，整体来看项目储备一般。

表 13：截至 2023 年末柯岩建投主要在建安置房项目情况（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	9.00
合计	34.28	-	26.84	24.63

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 14：截至 2023 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	计划开工时间
蓬山、埠头等自然村拆迁安置小区二期	14.00	2024 年
合计	14.00	-

注：截至报告出具日该项目已开工。

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 2023 年末，经开区投资公司主要在建安置房项目总投资 21.00 亿元，投资进度较高，业务可持续性一般。

表 15：截至 2023 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
柯桥城区 L-41 安置房小区	11.00	2019.10~2022.12	8.00	6.69
K-34 地块安置小区项目	13.92	2019.09~2022.12	13.00	11.11
合计	24.92	-	21.00	17.80

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，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集团有限公司（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，柯桥建设以此确认收入。

从业务运营情况来看，2023 年柯桥建设土地整理业务结算收入 4.87 亿元，已全部实现回款，土地整理业务收入较上一年度略有降低，毛利率保持稳定。柯桥建设完工项目较多，截至 2023 年末主要完工项目总投资超过 140 亿元，在整理及拟整理地块投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。柯桥建设完工项目多沉淀在存货中，截至 2023 年末存货中土地开发成本 198.71 亿元，需关注未来结算情况。

表 16：截至 2023 年末柯桥建设主要在整理土地项目情况（亿元）

项目	总投资	已投资
小赭村拆迁项目	50.00	34.82
华舍街道亭东居、亭西居城中村改造工程	76.00	24.85
柯西坂湖直江以西区块城市更新项目	23.94	0.37
合计	149.94	60.04

资料来源：柯桥建设提供，中诚信国际整理

表 17：截至 2023 年末柯桥建设主要拟整理土地项目情况（亿元）

项目	总投资
柯西瓜渚路以南区块城市更新项目	26.20
合计	26.20

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 2023 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，2023 年土地整理业务收入 5.92 亿元。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 2023 年末，柯岩建投尚有正在整理和已整理未出让的土地 5,893 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 18：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	2021 年末	2022 年末	2023 年末
正在整理和已整理未出让土地面积（亩）	5,950	5,967	5,893
平均土地整理成本（万元/亩）	172.98	181.67	185.12
土地整理总成本（万元）	1,029,210	1,084,031	1,090,994

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。2023 年，经开区投资公司实现土地整理业务收入 7.54 亿元，当年度实现土地整理业务回款 5.90 亿元。截至 2023 年末，经开区投资公司在整理项目为柯北兴浦城市有机更新项目，该项目总投资 80.81 亿元，已投资 43.93 亿元。

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，目前财务杠杆水平仍偏高，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。

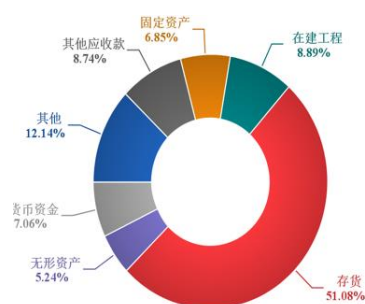
资本实力与结构

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，2023 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 16.46%。

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。2023 年公司固定资产增幅较大主要系杭州至绍兴城际轨道交通建设工程项目由在建工程转固所致。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

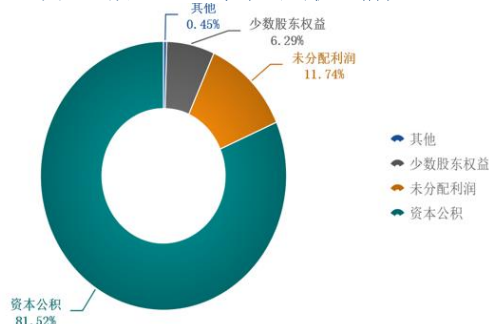
公路有限公司、华融金融租赁股份有限公司和浙商银行股份有限公司等有一定股权投资，相应可获得一定的投资收益，2023 年公司实现权益法核算的长期股权投资收益以及其他权益工具投资持有期间取得的投资收益合计 2.40 亿元。同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务及债务规模的扩张保持增长趋势，且受限规模较小。总体来看，公司资产具备较好的收益性和一定的流动性，资产质量较高。

图 1：截至 2023 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 2023 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。2023 年公司收到停车位、营业房、开发项目、房产、土地、砂石资源等资产注入以及债务豁免增加资本公积 141.47 亿元，获得计入资本公积的政府拨款 22.36 亿元。此外，2023 年子公司绍兴市柯桥区平水副城新农村建设投资有限公司和绍兴市柯桥区平水副城建设投资开发有限公司股权划出减少资本公积 7.81 亿元。2024 年一季度，公司资本公积减少 36 亿元，主要系子公司浙江绍兴杭绍临空示范区开发集团有限公司划出所致。

跟踪期公司债务规模虽快速增长，但受益于自有资本实力增强，财务杠杆水平保持稳定。

表 19：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
资产总额	2,474.84	2,685.79	3,127.75
流动资产占比	70.68	69.12	68.52
非流动资产占比	29.32	30.88	31.48
经调整的所有者权益	778.82	817.50	970.31
资产负债率	68.13	69.19	68.98
总资本化比率	66.11	67.58	67.77

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

跟踪期内公司收入有所下降，但主营业务回款较好，收现比大于 1，公司收入质量有所提高。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。2023 年公司经营活动现金流仍处于净流出状态，且净流出规模增长，主要系项目持续投入以及支付其他与经营活动有关的现金增加所致。

2023 年公司在会展中心、城市基础设施项目以及杭州至绍兴城际轨道交通建设工程项目等项目持续投入，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，但净流出规模减少。

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，其中银行借款呈现增长态势。跟踪期公司仍保持较高的融资需求，取得借款收到的现金有所增长，有效覆盖了资金缺口，实现一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 20：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	-150.78	-64.78	-191.80
投资活动产生的现金流量净额	-104.03	-143.17	-80.59
筹资活动产生的现金流量净额	281.39	202.92	301.69
现金及现金等价物净增加额	26.58	-4.95	29.78
收现比	1.21	0.96	1.15

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着经营业务的不断扩张、投资支出持续推进，2023 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 5%，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 21：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	2024 年	2025 年	2026 年
银行借款	211.30	85.79	96.10
债券融资	324.81	116.49	251.99
非标融资	40.07	19.68	4.70
其他	1.26	6.31	11.00
合计	577.44	228.27	363.79

注：到期债务不包括应付票据及租赁负债；其他债务主要系政府债券及往来借款。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内公司 EBITDA 主要来源于折旧和费用化利息支出，2023 年营业收入和毛利率下降，虽因处置长期股权投资产生投资收益 2.56 亿元，对营业利润形成一定支撑，但利润总额有所降低。因 2022 年非经常性损益较大（处置国际物流中心的土地实现利得 12.81 亿元），同时费用化利息支出和折旧增长，公司 EBITDA 同比增长 28.80%，EBITDA 对利息的保障能力略有提高，但仍处于较低水平。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。

截至 2023 年末，公司银行授信总额为 1,200.86 亿元，尚未使用授信额度为 129.44 亿元，备用流动性较为充足；此外，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，公司在手可用批文包括 65 亿元公司债和 18.34 亿元中票。

表 22：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023
总债务	1,519.53	1,704.09	2,039.83
短期债务占比	22.07	27.78	28.36
EBITDA	32.43	24.69	31.80
EBITDA 利息保障倍数	0.49	0.32	0.38
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-2.26	-0.85	-2.29

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 2023 年末，公司受限资产占当期末总资产的 2.06%，主要系受限在建工程、存货及投资性房地产等，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 54.16 亿元，占同期末净资产的比例为 5.58%，被担保单位主要系柯桥区国有企业。此外，截至 2023 年末，公司无重大未决诉讼事项。

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 2024 年 4 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。

外部支持

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资金需求，政府融资规模不断增加，2023 年政府债务余额（309.67 亿元）居全市第一位，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，需关注政府债务叠加城投有息债务后可能带来的系统性风险。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。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。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，2023 年公司收到资产注入以及债务豁免增加资本公积 141.47 亿元。财政补贴方面，获得计入资本公积的政府拨款 22.36 亿元，获得计入其他收益的政府补助为 13.76 亿元。综上，跟踪期内柯桥区政府具备很强的支持能力，同时保持对公司较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

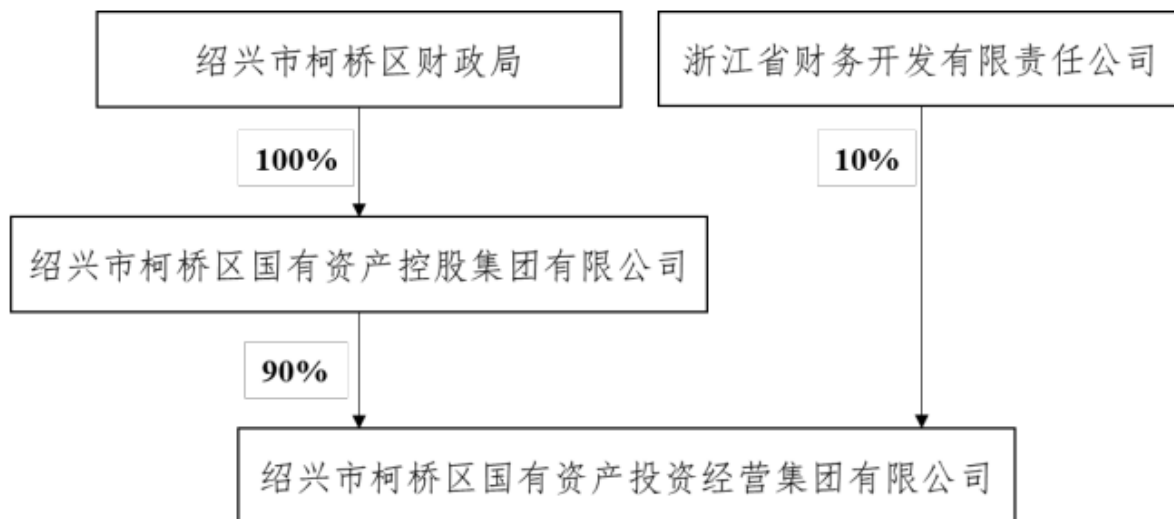
“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”和“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02”募集资金共 37 亿元，截至 2023 年末，27 亿用于杭州至绍兴城际铁路工程项目（具体详见业务部分），10 亿用于补充流动资金，公司募集资金使用符合《募集说明书》的约定。

“19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01”和“19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险很低。

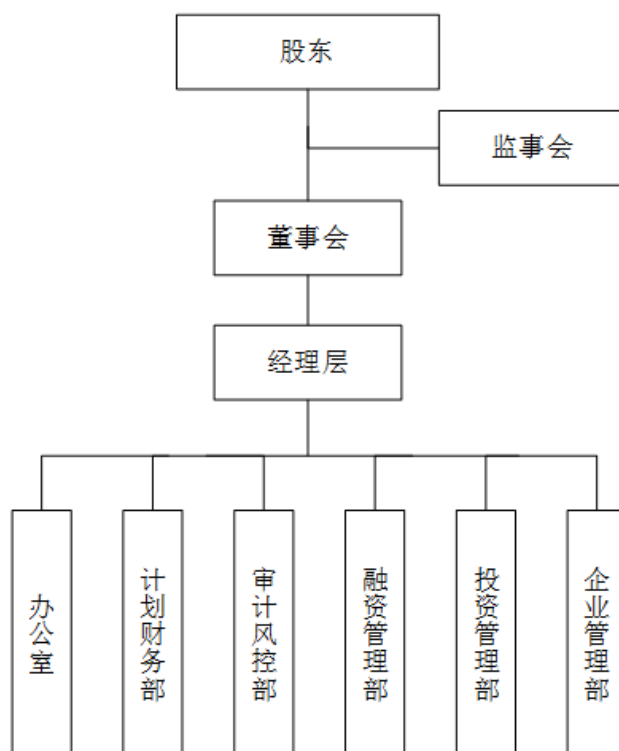
评级结论

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“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
绍兴金柯桥鉴湖控股集团有限公司	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
绍兴市柯桥区王坛城镇开发有限公司	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
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
绍兴市柯桥区林场有限公司	100
绍兴稽山鉴水影视文化传媒有限公司*	51.33
绍兴市柯桥区轨道交通集团有限公司	100
绍兴柯桥未来之城开发建设有限公司	100
绍兴市柯桥区产权交易所有限责任公司	100
柯桥（香港）国际投资有限公司	100
绍兴市柯桥区抱团物业经营管理有限公司	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：亿元）	2021	2022	2023
货币资金	200.98	205.19	220.84
非受限货币资金	195.98	191.03	220.81
应收账款	52.92	51.72	40.40
其他应收款	260.45	275.69	273.48
存货	1,191.33	1,300.83	1,597.57
长期投资	171.15	176.64	172.87
在建工程	283.28	335.24	278.14
无形资产	46.83	84.53	163.93
总资产	2,474.84	2,685.79	3,127.75
其他应付款	48.00	55.46	38.88
短期债务	335.35	473.44	578.58
长期债务	1,184.19	1,230.66	1,461.25
总债务	1,519.53	1,704.09	2,039.83
总负债	1,686.02	1,858.29	2,157.44
利息支出	66.61	76.37	83.68
经调整的所有者权益合计	778.82	817.50	970.31
营业总收入	63.80	85.14	77.78
经营性业务利润	3.39	-1.59	-1.50
其他收益	16.47	12.81	13.76
投资收益	3.66	1.95	5.06
营业外收入	1.10	0.13	0.28
净利润	5.23	7.29	2.00
EBIT	22.83	14.07	19.20
EBITDA	32.43	24.69	31.80
销售商品、提供劳务收到的现金	77.33	82.02	89.73
收到其他与经营活动有关的现金	34.13	73.66	79.73
购买商品、接受劳务支付的现金	180.89	183.10	275.17
支付其他与经营活动有关的现金	70.61	24.07	70.81
吸收投资收到的现金	4.80	2.03	18.98
资本支出	81.60	127.43	75.09
经营活动产生的现金流量净额	-150.78	-64.78	-191.80
投资活动产生的现金流量净额	-104.03	-143.17	-80.59
筹资活动产生的现金流量净额	281.39	202.92	301.69
现金及现金等价物净增加额	26.58	-4.95	29.78
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	14.73	12.32	11.69
期间费用率(%)	30.94	23.78	27.93
应收类款项/总资产(%)	12.70	12.19	10.63
收现比(X)	1.21	0.96	1.15
资产负债率(%)	68.13	69.19	68.98
总资本化比率(%)	66.11	67.58	67.77
短期债务/总债务(%)	22.07	27.78	28.36
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-2.26	-0.85	-2.29
总债务/EBITDA(X)	46.85	69.01	64.14
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.05	0.05
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.49	0.32	0.38

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 2022~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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。

附三：绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

被担保方	担保余额（万元）	担保到期日
绍兴市柯桥区中国轻纺城网络投资有限公司	6,980.00	2024/3/28
绍兴市柯桥区中国轻纺城网络投资有限公司	9,800.00	2026/8/7
绍兴市柯桥区中国轻纺城网络投资有限公司	9,696.00	2027/3/27
绍兴市柯桥区中国轻纺城柯东仓储有限公司	660.00	2024/9/11
绍兴市柯桥区中国轻纺城西市场开发经营有限公司	10,000.00	2024/12/5
绍兴市柯桥区中国轻纺城西市场开发经营有限公司	2,000.00	2024/3/15
绍兴市柯桥区中国轻纺城西市场开发经营有限公司	3,000.00	2024/6/15
绍兴市柯桥区中国轻纺城南区市场经营有限公司	14,428.75	2037/5/20
绍兴柯桥经济技术开发区国投物业有限公司	975.00	2026/6/26
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	3,880.00	2024/6/27
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	5,820.00	2024/3/24
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	29,850.00	2025/7/20
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	121,500.00	2028/9/28
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	80,000.00	2028/9/30
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	5,000.00	2024/10/28
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	38,000.00	2028/8/30
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	50,000.00	2030/2/24
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	30,000.00	2030/2/24
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	70,000.00	2030/2/24
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	20,000.00	2030/2/24
绍兴市柯桥区金融控股有限公司	30,000.00	2028/10/24
合计	541,589.75	-

注：不包括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 1,122.65 万元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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”；3、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。

附五：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