



绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司 2025 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[2025]跟踪 0529 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

2025 年 6 月 16 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”	
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，中诚信国际认为绍兴市柯桥区传统纺织行业竞争优势明显，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，且经济财政稳居绍兴市首位，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。中诚信国际认为，公司区域经济环境良好、战略地位突出、业务结构较为多元且运营实力很强；同时，需关注公司资本支出压力较大、资产流动性较弱以及债务规模上升，财务杠杆处于较高水平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，主营业务板块竞争力、稳定性及可持续性降低，政府支持意愿减弱，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

- **区域经济环境良好，公司战略地位突出。**近年来，柯桥区经济实力稳步增强，并在绍兴市各区县中位于前列，为公司发展提供了良好的外部环境，公司作为柯桥区重要的国有资产运营和城市建设主体，在柯桥区城市建设发展中的战略地位重要。
- **公司业务运营实力很强，业务结构较为多元。**公司主营业务市场竞争力很强，业务稳定性和可持续性较强，整体业务运营实力强，同时，公司业务结构较为多元，有利于分散经营风险。

关 注

- **资本支出压力较大。**公司在建及拟建的基础设施建设、土地整理及安置房项目较多，尚需投资规模较大，公司或面临较大的资本支出压力。
- **资产流动性较弱。**公司资产中以项目建设成本为主要构成的存货占比较大，项目建设及回款周期较长，同时，其他应收款规模较大，上述情况均对资金形成了一定占用，公司资产流动性较弱。
- **债务规模不断提升，财务杠杆处于较高水平。**业务的持续发展使得公司资金需求增加，从而带动其债务规模不断扩大，财务杠杆水平较高，且EBITDA无法对利息形成有效覆盖。

项目负责人：杨龙翔 lxyang@ccxi.com.cn
项目组成员：丁 淼 mding@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）	2022	2023	2024
总资产（亿元）	2,685.79	3,127.75	3,253.43
经调整的所有者权益合计（亿元）	817.50	970.31	982.69
总负债（亿元）	1,858.29	2,157.44	2,270.74
总债务（亿元）	1,704.09	2,039.83	2,121.67
营业总收入（亿元）	85.14	77.78	90.29
经营性业务利润（亿元）	-1.59	-1.50	-0.55
净利润（亿元）	7.29	2.00	1.77
EBITDA（亿元）	24.69	31.80	33.06
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-64.78	-191.80	-62.27
总资本化比率(%)	67.58	67.77	68.34
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.32	0.38	0.36

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 2023~2024 年度审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0；4、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，特此说明。

同行业比较（2024 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）	2,252.28	1,571.06	1,571.06
一般公共预算收入（亿元）	143.59	132.86	132.86
经调整的所有者权益合计（亿元）	982.69	143.83	165.32
总资本化比率（%）	68.34	61.15	58.82
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.36	0.52	0.32

中诚信国际认为，柯桥区与余姚市行政地位相当，区域环境相似；公司与比较组企业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；公司资产和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。此外，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：1、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；2、宁波市余姚市区域经济财政数据系 2023 年数据，宁波舜通、余姚城投财务相关指标系 2023 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

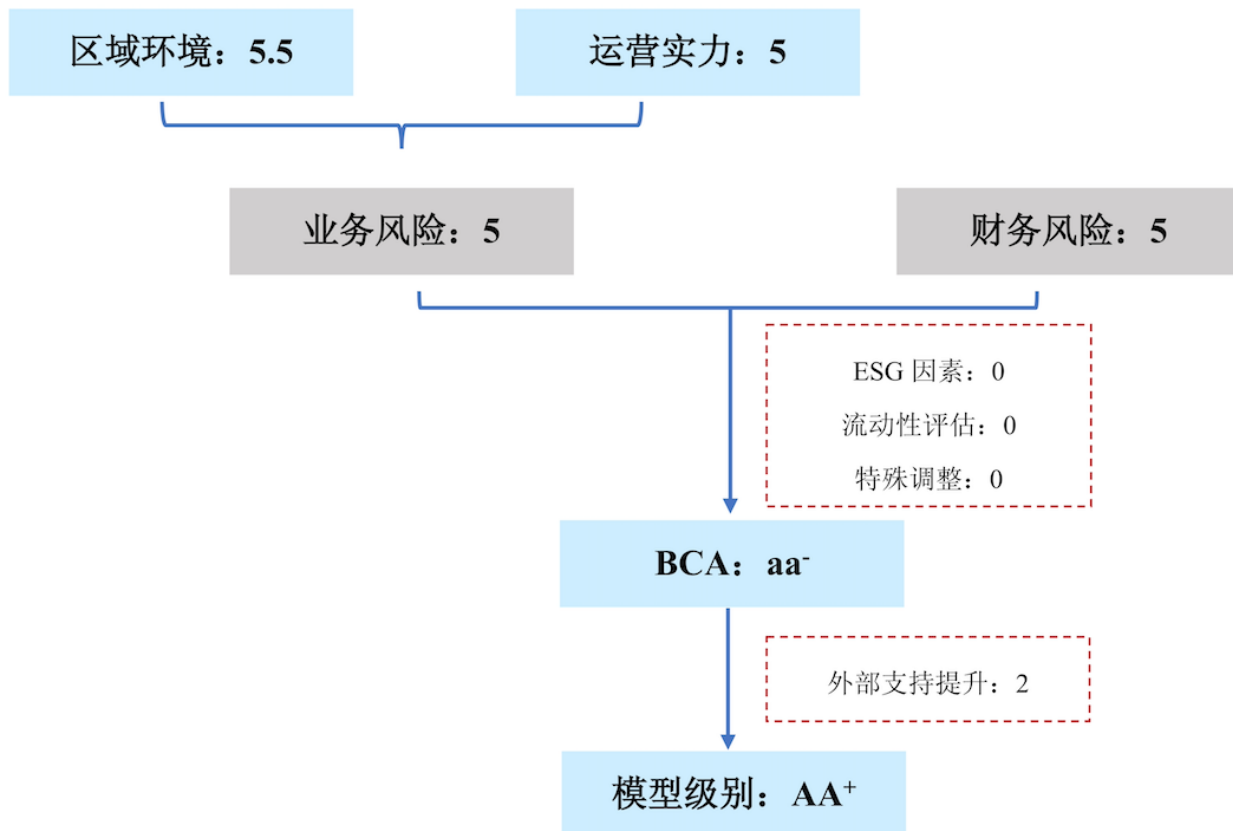
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 柯桥国投债 01/19 柯桥 01	AA ⁺	AA ⁺	2024/06/14 至 本报告出具日	10/10	2019/03/25~2034/0 3/25	调整票面利率选择权，回售条款
19 柯桥国投债 02/19 柯桥 02	AA ⁺	AA ⁺	2024/06/14 至 本报告出具日	27/27	2019/06/17~2034/0 6/17	调整票面利率选择权，回售条款

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	2024/06/14 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_2025_1)



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。

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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11844?type=1>

2025 年一季度基投行业政策“控增化存”主基调依然延续，同时化债与发展再平衡已渐成共识，多政策协同发力助推基投企业转型发展；受益于“一揽子化债”政策持续落地，基投行业整体风险有所收敛，融资结构逐步调整优化，基投企业流动性边际改善，退平台和转型步伐加速；展望未来，政策主基调预计延续，动态调整增量政策或适时出台，但仍需重点关注非标置换进度及负面舆情演绎趋势。

详见《基础设施投融资行业 2025 年一季度政策回顾及展望》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11852?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。

柯桥区地处绍兴市北部，区域面积 1,066 平方公里，常住人口 111.6 万。柯桥区下辖 16 个镇街，拥有 1 个国家级经济技术开发区—柯桥经济技术开发区，1 个国家级文化旅游融合发展示范区—绍兴兰亭文化旅游度假区，1 个国家级旅游度假区—鉴湖旅游度假区，2 个省级开发区—滨海工业区和柯桥高新技术产业园区。柯桥区地处长三角南翼，浙江省中北部，位于杭州 0.5 小时经济圈和上海 1.5 小时交通圈，是绍兴接轨沪杭都市圈的桥头堡，杭州宁波一体化发展的关键节点区。

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。柯桥区经济、财政实力在绍兴市下属区县位列第一，2024 年全区实现地区生产总值 2,252.28 亿元，同比增长 7.1%。

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，2024 年柯桥区一般公共预算收入同比增长 1.0%，公共财政平衡率保持在 100%以上，税收收入占比基本保持稳定，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，2024 年全区政府性基金预算收入同比下降 7.5%，其中土地出让相关收入完成 71.2 亿元，同比下降 22.7%，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，柯桥区范围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，且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	2022	2023	2024
GDP（亿元）	1,901.36	2,030.29	2,252.28
GDP 增速（%）	4.5	8.3	7.1
人均 GDP（万元）	17.04	18.06	19.88
固定资产投资增速（%）	10.1	12.4	9.7
一般公共预算收入（亿元）	132.59	142.23	143.59
政府性基金收入（亿元）	117.2	95.46	88.34
税收收入占比（%）	77.37	77.49	75.89
公共财政平衡率（%）	96.59	102.21	104.57

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，公司仍系柯桥区重要的国有资产运营和城市建设主体，职能定位重要，业务结构较为多元，同时，各主要业务均具备很强的竞争力，拥有较强的业务稳定性和可持续性；值得注意的是，公司水务板块盈利能力较弱，在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来或面临一定的投融资压力。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2022 年			2023 年			2024 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	9.30	10.92	45.61	9.23	11.87	46.26	9.89	10.96	37.28
水务板块	18.23	21.41	-2.18	19.40	24.94	0.44	21.80	24.14	1.85
基础设施建设	17.43	20.47	9.23	10.07	12.95	9.20	20.78	23.02	9.38
房地产开发（含安置房）	11.67	13.70	12.44	4.91	6.32	24.30	8.80	9.75	35.78
土地整理	18.42	21.63	9.09	19.24	24.74	9.09	14.36	15.91	9.09
交通运输	0.97	1.14	-107.28	1.20	1.54	-216.19	1.08	1.20	-165.80
其他	9.13	10.73	32.28	13.72	17.65	25.15	13.57	15.03	29.19
营业收入/毛利率合计	85.14	100.00	12.32	77.78	100.00	11.69	90.29	100.00	14.02

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，该业务仍为下属子公司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¹（以下简称“轻纺城股份”，股票代码 600790.SH）分片开发和运营。

跟踪期内，市场经营业务运营模式保持稳定。具体来看，为保证中国轻纺城市场的整体经营和长远发展，柯桥区开发公司所控制的商业铺位仅对外租赁，不单独销售；定价方面，柯桥区开发公司通常以第三方评估价作为定价基础，并在此基础上通过招拍挂方式确定具体铺位租金，签署租赁协议，租金合同期限一般为 6 年，租金一次性收取。截至 2024 年末，柯桥区开发公司及其子公司控制的市场商业铺位为 21,268 间，占据轻纺城市场大部分的商铺，且在市场处于核心地位。

¹ 轻纺城股份系公司下属二级子公司，截至 2024 年末，柯桥区开发公司持有轻纺城股份 37.75%的股份，系轻纺城股份第一大股东。同期末，轻纺城股份总资产 130.07 亿元，总负债 64.38 亿元；2024 年，轻纺城股份实现营业收入 9.50 亿元，实现净利润 1.49 亿元。其中，受城市服务公司物业费及道路保洁维护费收入增加、新增投资性房地产金时代部分房产拍卖收入共同影响，当期公司营业收入同比增长 11.10%；受上期子公司绍兴中国轻纺城国际物流中心有限公司收到部分房屋征收补偿款坏账准备冲回以及子公司绍兴柯桥天堂硅谷福睿股权投资合伙企业（有限合伙）分红款同比降低影响，公司当期净利润同比下降 34.55%。

同期末，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，总体出租率约为 95%。

中诚信国际关注到，早期为进一步强化轻纺城市场，柯桥区开发公司于 2015 年初启动对西市场的升级改造（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。受此影响，公司减少商业铺位 3,000 余间，并造成其 2023 年全年市场经营业务板块收入小幅下降。此外，中诚信国际还关注到，近年来，公司部分商铺租金价格受下游市场行情变化影响有所波动，或对公司该板块营收造成影响。综合来看，公司商铺所处位置较好，商铺数量较多，市场竞争力很强，但仍需关注公司市场经营业务后续运营情况。

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，跟踪期内，公司水务业务仍主要由柯桥区开发公司下属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，主要业务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。同时，水务集团作为绍兴市柯桥区内唯一一家水务公司，在绍兴市柯桥区处于垄断地位，具备很强的稳定性及可持续性。

水务集团上游水源主要来自绍兴市汤浦水库和新三江口水源，下游供水对象主要为居民生活用水、非居民用水和特种用水，其中，非居民用水占比较高，2022 年以来至 2024 年末，在客户用水总量中的占比维持在 82~83%。经营方面，截至 2024 年末，水务集团已建成供水管线 3,038 公里，增压泵站 7 座²，绍兴市柯桥区 17 个镇（街）均实现了由水务集团供水经营管理一体化。供销方面，近年来，受益于下游用户数持续增加等影响，水务集团年售水量呈现增长态势；价格方面，根据政府相关规定，水务集团对各类用户实行分类定价，水价的调整（尤其居民用水价格的调整）受政府的控制，需经过成本监审和履行听证等法律程序，由绍兴市柯桥区物价局下发文件统一全区水价的标准。中诚信国际关注到，为应对外部环境变化，自 2020 年以来政府相继出台相

² 分别为柯桥泵站、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。

关文件调整水资源费征收比例，对公司供水业务盈利水平造成一定影响³，2024 年起，随着相关优惠政策到期，公司供水业务已恢复正常收费。

在建项目方面，截至 2024 年末，公司在建水厂项目为柯桥滨海供水江滨水厂三期工程（总投资 3.6 亿元，同期末已投资 2.92 亿元，已转固 2.30 亿元，项目设计供水能力为 10 万吨/日，计划于 2025 年 6 月建成。未来，随着项目建成投运，公司供水能力将得到进一步提升。

表 4：近年来水务集团供水业务情况

项目名称	2022	2023	2024
日供水能力（万吨）	106.60	106.60	106.60
日平均供水量（万吨）	77.85	83.43	88.31
年供水总量（万吨）	28,415.06	30,450.50	32,321.29
年售水总量（万吨）	27,237.14	29,090.06	30,949.90
供水产销差率（%）	4.15	4.59	4.24
管网漏损率（%）	6.82	7.90	7.39
水质合格率（%）	100	100	100
管网总长度（千米）	3,023	3,038	3,084
用户数（万户）	41.41	42.92	43.97

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	2024 年末价格标准	2025 年最新价格标准
居民生活用水到户价格	第一级水量	城区 2.95 元/吨	城区 2.95 元/吨
	（≤20 立方米）	乡镇 2.75 元/吨	乡镇 2.75 元/吨
	第二级水量	城区 4.15 元/吨	城区 4.15 元/吨
	（21~30 立方米）	乡镇 3.95 元/吨	乡镇 3.95 元/吨
	第三级水量	城区 5.15 元/吨	城区 5.15 元/吨
	（≥31 立方米）	乡镇 4.95 元/吨	乡镇 4.95 元/吨
非居民用水到户价格	--	经营性用水 6.2 元/吨	经营性用水 6.5 元/吨
		非经营性用水 5.7 元/吨	非经营性用水 6.0 元/吨
		特种行业用水 9.0 元/吨	特种行业用水 9.3 元/吨

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

排水业务方面，跟踪期内，该业务仍由水务集团的子公司绍兴柯桥排水有限公司（以下简称“排水公司”）、绍兴柯桥江滨水处理有限公司（以下简称“江滨水处理公司”）和绍兴水处理发展有限公司（以下简称“水处理发展公司”）⁴负责运营，业务范围包括收集和处理柯桥区居民及各企业产生的污水。同时，水处理发展公司不仅承担柯桥区工业污水和生活污水“集中处理、达标排放”任务，还负责处理部分绍兴市工业污水，目前为国内规模最大的综合性污水处理厂之一，具备较强的市场竞争力。

具体来看，公司污水净化处理业务主要由江滨水处理公司和水处理发展公司负责，排水公司则主要负责统计和收取污水处理费，公司一般根据约定价格和污水处理量收取污水处理费，并按月度结算。价格方面，2021 年 4 月，绍兴市柯桥区发展和改革委员会下发《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

³ 2020 年公司复工复产文件指示，自当年 2 月起对下游企业客户进行为期约 11 个月的下调水价 10%。2022 年根据浙发改价格函【2022】83 号等文件，自 2022 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日止，公司对非居民用户收取的水资源费按照现行收费价格的 80% 执行，其中对获得省级节水型企业称号的用水户按照现行收费标准的 64% 征收，获得省级节水标杆企业称号和国家重点用水企业水效领跑者称号的用水户按照现行收费标准的 40% 征收，对同时获得两种及以上称号的企业用水户按照 40% 征收，不重复减征。2022 年~2024 年，柯桥区开发公司合并口径售水收入分别为 4.81 亿元、5.14 亿元和 5.64 亿元；毛利率分别为 3.12%、6.81% 和 7.42%。

⁴ 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。

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；2025 年 1 月，已落实第三次调价，将一般工商企业污水处理费基准价由每立方米 4.00 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 6.00 元调整为每立方米 6.60 元。排水方面，近年来，公司排水能力保持稳定，排水收入处于增长态势⁵；此外，公司目前拥有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，该项目设计污水处理能力为 12 万吨/日，项目总投资 12.50 亿元，截至 2024 年 12 月末已投资 8.62 亿元，其中，已转固 6.70 亿元，剩余场外工程未完成，中诚信国际关注到，该项目已于 2024 年 6 月开始试运行，未来，随着项目全部完工投运，公司污水处理能力将得到进一步提升。

此外，中诚信国际关注到，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⁶，但是，污水处理排水标准的不断提高使得公司用药量持续增加，直接造成业务成本上升，进而导致排水业务盈利水平偏弱，对政府补贴依赖性较强。未来，随着《柯桥区非居民污水处理费标准调整通知》的实施，污水处理费将逐步上涨，或一定程度推升公司排水业务盈利水平，中诚信国际将对公司该业务后续经营等情况保持关注。

表 6：水务集团排水业务情况

项目名称	2022	2023	2024
日排水能力（万吨）	100.00	100.00	100.00
日平均排水量（万吨）	57.44	64.39	68.82
年排水总量（万吨）	20,963.91	23,503.52	25,188.82
工业污水占比	77%	78%	78%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设，跟踪期内，公司仍系柯桥区重要的基础设施建设主体，业务竞争力强。目前，公司该板块业务仍主要由下属柯桥建设、经开区投资公司，一级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”）以及一级子公司鉴湖控股下属的绍兴柯岩建设投资有限公司（以下简称“柯岩建投”）负责。

具体来看，柯桥建设负责中心城区土地整理及拆迁、安置房建设以及柯桥区域范围内基础设施投建、城市服务业等，其根据有关委托建设合同投建相关工程项目，并在项目完工后根据竣工结算情况按成本加成 8~10%的比例结算工程款。2022 年~2024 年，柯桥建设分别实现基础设施代建业务收入 6.27 亿元、3.94 亿元和 1.81 亿元。

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，其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按照成本加成 8%~10%结算工程款，具体以双方签订的项目移交结算书确定。2022 年~2024 年，经开区投资公司分别实现代建业务收入 3.67 亿元、2.64 亿元和 8.97 亿元。

柯桥交投主要负责柯桥区交通基础设施建设，并由柯桥交投负责项目资金筹措和项目建设。2022 年~2024 年，柯桥交投尚未产生基础设施建设业务收入；2022 年以来，柯桥交投暂未收到相关财

⁵ 2022 年~2024 年，柯桥区开发公司合并范围内排水业务收入分别为 13.06 亿元、14.25 亿元和 16.16 亿元，毛利率分别为-4.70%、-1.86%和-0.10%。

⁶ 2022 年~2024 年，公司收到污水处理专项运营补助金额分别为 1.23 亿元、1.25 亿元和 1.38 亿元。

政补贴。

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（主要包括道路、学校和医院等）业务，业务委托方主要系鉴湖旅游度假区管理委员会。柯岩建投与度假区管委会签订了委托开发协议，协议约定由柯岩建投负责鉴湖旅游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；此外，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。2022 年~2024 年，柯岩建投实现基础设施代建业务收入 7.45 亿元、3.40 亿元和 8.50 亿元；分别实现回款 2.87 亿元、6.87 亿元和 2.38 亿元。

业务发展情况来看，跟踪期内，公司在建及拟建基础设施建设项目数量众多，业务稳定性强。截至 2024 年末，在建基础设施建设项目尚需投资规模 53.80 亿元，同期末，公司拟建基础设施建设项目计划总投资合计 77.93 亿元，总体来看，较大的拟投资规模或令公司面临一定投资压力。同时，中诚信国际还关注到，由于公司大部分基础设施建设业务资金来源于自筹，项目建设周期较长；同时，2024 年末，公司存货中基础设施工程成本合计 906.08 亿元，规模很大，且结算及回款存在一定滞后性，未来需持续关注其项目建设进度及回款等情况。此外，除代建基础设施建设项目外，二级子公司柯桥建设还有少数自建项目，该部分项目建成后将采取自营模式获取收益；其中，会展中心一期 B 区工程已于 2023 年 12 月完工，该项目主要通过展会收入平衡投资资金，2024 年，该项目已承接展会数量 55 个，实现收入 0.13 亿元。未来，中诚信国际将对公司自营性项目后续经营等情况保持关注。

表 7：截至 2024 年末公司主要在建项目情况（亿元）

建设主体	项目名称	总投资	已投资
柯桥建设（代建）	杭州中环柯桥段高架桥改建工程	51.05	48.03
柯桥建设（代建）	杭金衢连接线接 03 省道东复线	3.00	1.90
柯桥建设（代建）	104 国道绍兴柯桥钱清至柯岩段改建	19.97	8.58
柯桥建设（代建）	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	13.31
柯桥建设（自营）	会展中心一期 B 区工程	27.00	24.92
柯桥建设（自营）	建筑渣土处置项目	1.60	0.82
小计	--	125.54	97.56
经开区投资公司	壶瓶山路	0.69	0.70
经开区投资公司	齐贤街道高泽居、阳嘉龙村拆迁项目	35.00	30.52
经开区投资公司	安昌镇东昌居城中村改造拆迁项目	25.30	23.46
经开区投资公司	齐陶北路	2.14	2.11
经开区投资公司	安华路扩建	0.81	1.07
经开区投资公司	柯桥杭州湾科创中心项目	30.00	17.50
小计	--	93.94	75.36
柯桥交投	31 省道北延柯桥区段(绍大线北延)工程	12.96	18.17
柯桥交投	S212（32 省道）柯桥区王坛至王城段改建工程	2.60	4.64
柯桥交投	柯北大道西延	7.17	6.52
柯桥交投	福全镇世纪路延伸	2.85	2.02
柯桥交投	兰亭至店口快速路工程	2.34	1.36
柯桥交投	镜水路南延工程	9.20	8.00
小计	--	37.12	40.71
柯岩建投	独山路中段(阮型路-香林大道)	7.07	7.42
柯岩建投	鉴湖两岸环境整治工程	4.36	5.12
柯岩建投	阮型路南段（柯南大道—104 国道南复线）	4.35	0.29

柯岩建投	阮社路（柯南大道-彪佳路）工程	3.35	1.89
柯岩建投	104 国道南复线柯岩、湖塘段路面改造工程	2.39	0.47
柯岩建投	香樊路新建工程	2.10	2.01
柯岩建投	柯岩区块城市景观提升工程	2.04	0.78
柯岩建投	柯岩中心小学（竹林小学）扩建	2.00	2.07
柯岩建投	柯桥区机关幼儿园	2.00	1.45
柯岩建投	柯桥区老干部活动中心	2.00	1.60
柯岩建投	高尔夫路西延（香林大道—阮型路）	1.45	0.52
柯岩建投	型塘至永联通村道路改造工程	1.36	1.07
柯岩建投	新风路（柯南大道—104 国道）	1.13	0.35
柯岩建投	柯岩中心幼儿园(永红幼儿园)新建工程	0.84	0.51
柯岩建投	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	0.62
小计	--	37.00	26.17
合计	--	293.60	239.80

注：1、部分项目已完工，但尚未完成竣工结算；2、柯桥交投在建项目未签订代建协议。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2024 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

建设主体	项目名称	总投资	建设周期/计划开工时间
经开区投资公司	柯桥经开区国际片区保障性住房及基础配套设施工程	5.00	2025.03~2028.10
	一期柯桥经开区国际片区保障性住房及基础配套设施工程一期		
	健康岛生物医药科创园及配套工程		
经开区投资公司	曹娥江仓储物流园及周边基础配套工程	1.05	2025.06~2027.12
经开区投资公司	安昌依街及周边配套设施工程	12.94	2025.03~2029.12
经开区投资公司	柯桥经开区阳嘉龙片区保障性住房及基础配套设施工程一期	5.00	2025.06~2028.12
经开区投资公司	滨海工业园区化工集聚区园区污水外排管工程	0.70	2025.03~2026.05
经开区投资公司	迎阳公寓改造及周边提升工程	1.20	2025.08~2027.08
经开区投资公司	浙江外国高端人才创新集聚科创高地项目	15.00	2025.04~2028.05
经开区投资公司	杭甬高速柯桥城市连接线改造工程	18.61	2025.03~2027.12
小计	--	75.50	--
柯岩建投	支三路新建工程	0.08	2025.01~2025.12
柯岩建投	鉴水路(柯南大道—柯湖路)	0.70	2025.01~2025.12
柯岩建投	未庄路东延(百舸南路-镜水路)工程	0.88	2025.01~2025.12
柯岩建投	支一路(阮社路-新风路)新建工程	0.70	2025.01~2025.12
柯岩建投	金柯路南延(柯南大道-春望路)工程	0.07	2025.01~2025.12
小计	--	2.43	--
合计	--	77.93	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房业务，跟踪期内，公司安置房业务仍主要由柯岩建投、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。

具体来看，柯桥建设主要负责柯桥区中心城区的安置房建设。柯桥建设拥有房地产开发三级资质，其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，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，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~2024 年，柯桥建设分别实现安置房销售收入 3.75 亿元、7.52 亿元和 7.92 亿元，并全部回款。

柯岩建投作为鉴湖旅游度假区安置房建设主体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。2022 年以来，柯岩建投完工项目已基本销售完毕，其安置房销售收入主要系安置房车库等拍卖所得，毛利率较高，2022 年~2024 年，柯岩建投分别实现安置房销售收入 0.38 亿元、0.54 亿元和 0.16 亿元。此外，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，报告期内其主要安置房项目仍在建设期，暂未产生销售收入。

业务发展情况来看，跟踪期内，公司安置房销售收入主要由柯桥建设产生，截至 2024 年末，柯桥建设主要已完工安置房项目总投资 151.93 亿元，已完工项目预计总销售金额 162.71 亿元，已累计实现销售金额 86.54 亿元。在建项目方面，截至 2024 年末，公司在建安置房项目计划总投资合计 139.81 亿元，未来尚需投资 41.28 亿元；同期末，公司暂无拟建安置房项目。综合来看，公司现拥有多个在建安置房项目，业务发展具备很强的稳定性及较强的可持续性；但是，中诚信国际还关注到，公司安置房业务尚需投资规模较大，未来或面临一定资本支出压力；同时，需持续关注其安置房项目去化情况。

表 9：截至 2024 年末公司主要在建安置房情况（万平方米、亿元）

建设主体	项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资
柯桥建设	小赆村安置小区	27.00	2019.09~2022.12	25.00	19.51
柯桥建设	柯桥城区沙地王安置小区	17.10	2020~2023	15.00	8.74
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	30.60
柯桥建设	人才公寓	11.97	2023-2026	12.97	6.85
小计	--	71.07	--	77.97	65.70
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	6.96
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	12.67
小计	--	24.92	--	21.00	19.63
柯岩建投	鉴湖水庄四期	21.58	2016.01~2021.12	16.50	15.63
柯岩建投	蓬山埠头安置小区	12.70	2019.06~2022.06	10.34	9.00
柯岩建投	蓬山、埠头等自然村拆迁安置小区二期	16.17	2024.03-2026.10	14.00	5.97
小计	--	50.45	--	40.84	30.60
合计	--	146.44	--	139.81	115.93

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

土地整理，跟踪期内，公司仍为柯桥区范围内的重要的土地开发整理主体，在区域内具备很强的业务竞争力及可持续性。目前，公司土地整理业务主要由下属柯桥建设、经开区投资公司及柯岩建投运营。

具体来看，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 2022 年~2024 年，柯桥建设分别实现土地整理业务收入 5.21 亿元、4.87 亿元和 8.97 亿元，均已实现回款。

经开区投资公司作为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，其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~2024 年，经开区投资公司分别实现土地整理业务收入 8.27 亿元、8.45 亿元和 3.46 亿元，实际回款规模分别为 8.65 亿元、6.20 亿元和 3.47 亿元。

柯岩建投作为鉴湖旅游度假区内最重要的土地开发主体，主要负责鉴湖旅游度假区内的土地开发整理，其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。2022 年~2024 年，柯岩建投分别实现土地整理业务收入 4.94 亿元、5.92 亿元和 1.93 亿元，其中，2022 年实现 100%回款，2023 年和 2024 年度分别实现回款 4.94 亿元和 5.92 亿元。

业务发展情况来看，截至 2024 年末，公司正在整理和已整理未出让的土地面积较大（其中，柯岩建投尚有正在整理和已整理未出让的土地 6,003.50 亩，可确保公司土地整理业务未来一段时间得持续性。在建项目方面，截至 2024 年末，公司在建土地整理项目计划总投资合计 79.90 亿元，尚需投资规模 35.43 亿元。同时，鉴湖旅游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鉴湖旅游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 亿元，较大的拟投资规模或令公司面临一定资本支出压力。此外，中诚信国际还关注到，公司土地整理业务前期投入规模大（2024 年末，存货中土地开发成本合计 480.97 亿元），由于土地整理业务资金回流受移交及结算进度等影响存在不确定性，未来需对公司土地整理业务实际回款情况保持关注。

表 10：截至 2024 年末公司主要在整理土地项目情况（亿元）

建设主体	项目名称	计划总投资	已投资
柯桥建设	小赭村拆迁项目	50.00	34.84
柯岩建投	秋湖居城市有机更新	29.90	9.63
合计	--	79.90	44.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

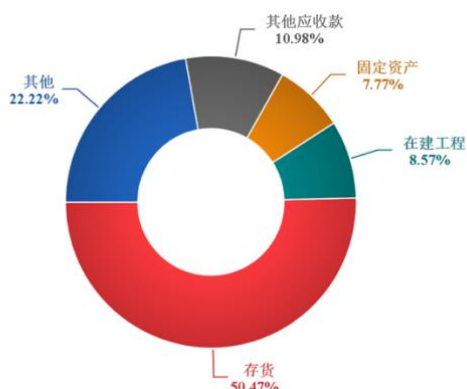
财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司资产规模不断提升，资产收益性尚好，同时，政府的持续支持使其资本实力不断提升，但项目建设的推进导致其债务规模不断扩大，财务杠杆水平偏高；公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有待提升。

资本实力与结构

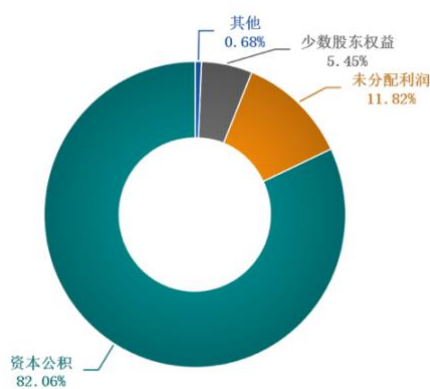
跟踪期内，公司仍为柯桥区重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体，资产以存货、其他应收款、在建工程以及固定资产等为主。跟踪期内，公司以流动资产为主的资产结构保持稳定，同时，土地整理、基础设施建设及安置房建设等项目的持续投入及推进带动公司资产总额逐年攀升。具体来看，公司存货以基础设施工程、土地开发成本以及待开发土地等为主，近年来存货占总资产的比重维持最高，保持在 50%左右，但受项目建设及回款周期较长影响，该部分资产流动性一般；在建工程主要系绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程、轻纺城数字工程、会展中心、31 省道北延（柯桥区至萧山区段）工程等项目，2024 年以来，受项目建设的推进以及部分项目完工转固影响，公司在建工程规模保持相对稳定，固定资产规模则有所增加；公司其他应收款主要系与当地国企及政府单位往来款⁷，近年来规模逐年增长（2024 年末，其他应收款占总资产的比重增至 10.98%），并对资金形成一定占用。2024 年以来，新增、追加对浙江绍兴杭绍临空示范区开发集团有限公司、浙商银行股份有限公司、绍兴市柯诸高速公路有限公司、绍兴滨海新区控股集团有限公司等的投资使得公司其他权益工具投资规模明显增长。此外，投资性房地产规模不大，但持有柯桥轻纺城大部分商铺使得公司投资性房地产的收益性较好。公司无形资产主要由停车位经营权、砂石开发经营权、土地使用权、土地承包经营权等构成，2024 年以来，公司无形资产规模有所下降主要系原子公司浙江绍兴杭绍临空示范区开发集团有限公司出表，归属于该公司的停车位经营权及砂石经营权一同划出所致。货币资金方面，公司始终留有一定规模的资金储备用于经营周转及债务偿付，截至 2024 年末，其货币资金受限规模合计 0.13 亿元，受限规模很小。总体来看，公司资产具备一定流动性，同时，持有的上市公司股权及商铺等资产质量较高并具备较好的收益性；但是，较大规模的开发成本和应收类款项对公司资金形成一定占用，需持续关注后续资金收回等情况。

图 1：截至 2024 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 2024 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

⁷ 2024 年末，公司前五大应收对象应收款项合计 203.77 亿元，其中，应收绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司 58.41 亿元，浙江省绍兴市柯桥区鉴湖旅游度假区管理委员会 52.69 亿元，绍兴市柯桥区交通发展有限公司 51.60 亿元，绍兴市柯桥区滨海工业区管理委员会 22.23 亿元，绍兴市柯桥区小城镇建设投资有限公司 18.85 亿元。

跟踪期内，公司负债仍以有息债务为主，银行借款和债券占比较高，且有一定规模的非标融资，债务类型及融资渠道较为多元，债务期限结构以长期债务为主，和公司的业务特性及项目投资建设周期较为匹配。中诚信国际关注到，跟踪期内，项目建设的持续推进带动公司融资需求持续增加，有息债务规模扩大，并小幅推升了其财务杠杆水平。未来，公司仍将依赖外部融资平衡资金缺口，其刚性债务规模或将进一步扩大，财务杠杆预计仍将维持较高水平。此外，得益于政府的持续支持，公司资本实力得到不断加强，资本公积逐年增加⁸并带动所有者权益规模逐年增长。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2022	2023	2024
货币资金	205.19	220.84	126.59
其他应收款	275.69	273.48	357.19
存货	1,300.83	1,597.57	1,642.09
其他权益工具投资	95.34	85.57	136.11
固定资产	90.27	214.21	252.64
在建工程	335.24	278.14	278.69
无形资产	84.53	163.93	124.98
资产总计	2,685.79	3,127.75	3,253.43
长期应付款	117.95	152.65	225.71
负债合计	1,858.29	2,157.44	2,270.74
资本公积	635.20	790.96	806.35
经调整的所有者权益合计	817.50	970.31	982.69
总债务	1,704.09	2,039.83	2,121.67
短期债务占比	27.78	28.36	24.50
资产负债率	69.19	68.98	69.80
总资本化比率	67.58	67.77	68.34

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

现金流方面，跟踪期内，随着基础设施建设、土地开发及安置房等项目建设的推进，公司经营活动现金流持续呈现净流出态势；此外，受部分业务回款存在一定滞后性影响，公司收现比呈波动状态，其整体经营获现能力表现一般。

此外，持续开展对外投资工作使得公司近年来的投资活动现金流始终维持净流出状态。由于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，较大的资金需求令其筹资活动现金流维持大规模净流入态势。总体来看，公司资金需求量较大，日常主要通过外部融资等方式补足资金缺口，虽然其现有融资渠道保持通畅，但仍需关注再融资能力变化等对其经营发展造成的影响。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2022	2023	2024
经营活动产生的现金流量净额	-64.78	-191.80	-62.27
投资活动产生的现金流量净额	-143.17	-80.59	-98.62
筹资活动产生的现金流量净额	202.92	301.69	66.55

⁸ 2024年，绍兴师爷文化旅游投资有限公司股权划拨增加资本公积2,320,929.86元；无偿划入房产等资产增加资本公积760,251,317.96元；政府划拨砂石资源，增加公司资本公积2,445,774,400.00元；绍兴市交通投资有限公司29.0323%少数股东权益划拨增加资本公积2,113,986,738.67元；停车位经营权划入增加资本公积437,710,404.03元；子公司绍兴柯桥水务集团有限公司按权益法核算下的联营企业本期除净损益、其他综合收益以及利润分配以外的所有者权益的其他变动额，公司按持股比例计算增加资本公积45,041,719.42元；收到股东及政府部门拨款增加资本公积648,634,690.83元。

现金及现金等价物净增加额	-4.95	29.78	-94.34
收现比	0.96	1.15	1.05
EBITDA	24.69	31.80	33.06

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资金需求随业务的扩张与推进不断增加，债务规模保持增长态势。具体来看，公司债务以银行借款和债券融资为主，银行借款多有抵质押及担保措施；同时，公司还有一定规模的非标融资，2024 年末占比约 12%。总体来看，公司债务类型及融资渠道较为多元。此外，公司债务期限结构以长期债务为主，和公司的项目周期及业务特征相匹配，公司整体债务期限结构较为合理。

表 13：截至 2024 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	合计	一年以内	一年及一年以上
银行借款	1,151.03	301.64	849.39
债券融资	692.25	128.86	563.39
其他（包含应付利息、租赁负债、非标类融资以及一年内到期的应付利息等）	278.39	89.22	189.16
合计	2,121.67	519.72	1,601.94

注：尾数差异系四舍五入造成。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司 EBITDA 仍主要来源于利润总额、费用化利息支出以及折旧和摊销，有息债务的持续扩大以及折旧规模的逐年提升等因素带动公司 2024 年 EBITDA 保持增长，但是，受制于利息费用净增加额高于 EBITDA 的净增加额影响，导致公司 EBITDA 对利息的保障能力仍然较弱；此外，由于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 2024 年末，公司可动用账面资金为 126.46 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同年末，公司银行授信总额为 1,245.22 亿元，尚未使用授信额度为 113.59 亿元，可用流动性一般，但得益于公司在金融市场良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2022	2023	2024
总债务	1,704.09	2,039.83	2,121.67
短期债务占比	27.78	28.36	24.50
EBITDA	24.69	31.80	33.06
EBITDA 利息覆盖倍数	0.32	0.38	0.36
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.85	-2.29	-0.68

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 2024 年末，公司受限资产合计 79.73 亿元，占当期末总资产的 2.45%，受限比例很低。同期末，公司对外担保余额为 318.86 亿元，占同期末净资产的比例为 31.94%⁹；中诚信国际关注到，其担保的绍兴市柯桥区中国轻纺城南区市场经营有限公司（以下简称“轻纺城南区市场经营公司”）的全部股权因其控股股东厦门俊成益投资有限责任公司受到司法诉讼影响被冻结，公司未来或存在一定代偿风险，中诚信国际将对上述事项保持持续关注。截至 2024 年末，公司无重大未决诉讼事项。

⁹ 公司对外担保具体情况见附三。

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 2025 年 4 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

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

近年来公司经营活动净现金流整体处于净流出状态，截至 2024 年末，公司可动用账面资金 126.46 亿元，未使用银行授信额度 113.59 亿元。未来一年，公司流动性需求主要源于项目建设及债务的还本付息，受制于其较高的项目建设资金需求以及较大的短期债务规模等影响，其现有的流动性来源暂无法覆盖流动性需求。此外，中诚信国际关注到，公司作为柯桥区重要的国有资产运营和城市建设主体，可获得政府的大力支持，且政府补助可持续性较强；同时，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¹⁰，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。综合来看，公司流动性一般，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖能力有待提高，同时，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。

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，2024 年政府债务余额（376.17 亿元）居全市第一位。公司作为柯桥区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一定的业务专营性。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的关联度较高，在业务运营、财务投融资、公司治理等方面与区政府具的关联性较高。作为柯桥区重要的国有资产运营和城市建设主体，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，2024 年公司收到资产注入增加资本公积逾 50 亿元。财政补贴方面，获得计入资本公积的政府拨款 8.49 亿元，获得计入其他收益的政府补助为 15.22 亿元。

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，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

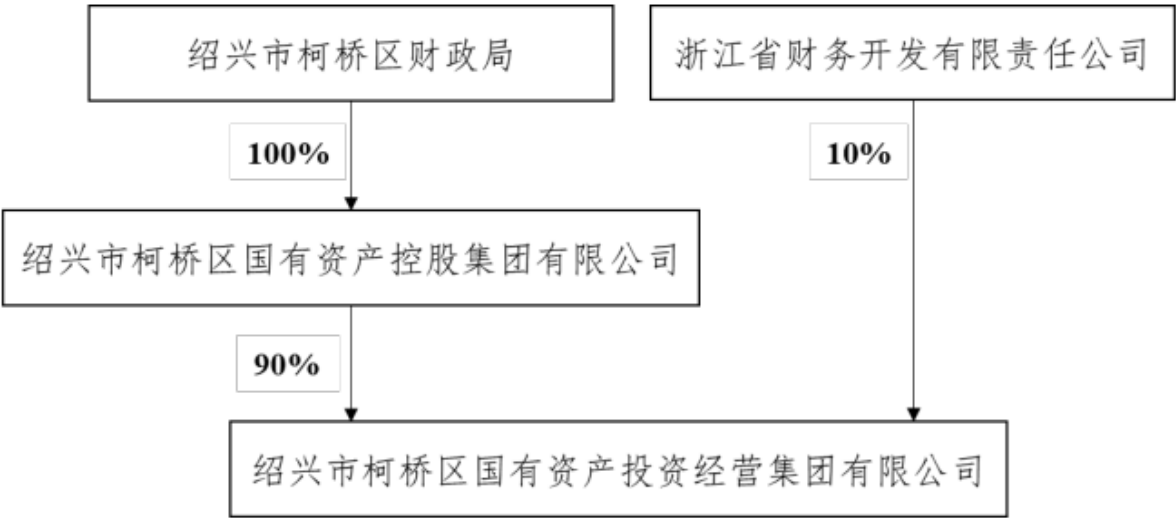
¹⁰ 2024 年以来，公司本级新发债券 10 只，发行规模合计 107.95 亿元。

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。

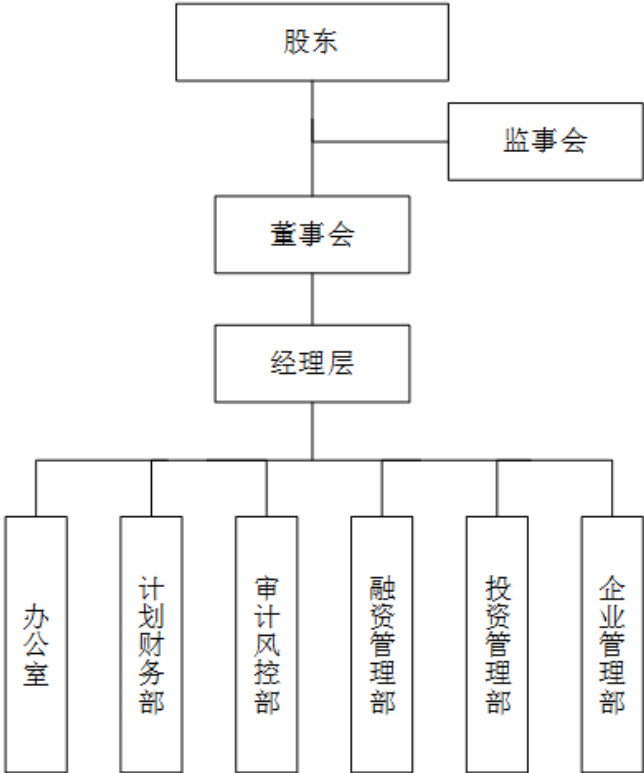
评级结论

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 2024 年末）



序号	一级子公司名称	持股比例（%）
1	绍兴市柯桥区建设集团有限公司	100
2	绍兴市柯桥区旅游发展集团有限公司	100
3	绍兴市柯桥区开发经营集团有限公司	100
4	绍兴金柯桥鉴湖控股集团有限公司	100
5	绍兴柯桥经济技术开发区控股集团有限公司	100
6	绍兴市柯桥区轨道交通集团有限公司	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）	2022	2023	2024
货币资金	2,051,885.74	2,208,350.19	1,265,904.93
非受限货币资金	1,910,313.43	2,208,077.77	1,264,639.03
应收账款	517,223.22	404,026.23	378,488.48
其他应收款	2,756,889.01	2,734,787.38	3,571,892.83
存货	13,008,285.79	15,975,659.40	16,420,892.82
长期投资	1,766,424.74	1,728,668.03	2,455,654.84
在建工程	3,352,385.67	2,781,449.92	2,786,852.14
无形资产	845,267.33	1,639,318.34	1,249,828.59
总资产	26,857,872.38	31,277,493.45	32,534,335.35
其他应付款	554,580.87	388,755.90	373,588.71
短期债务	4,734,380.79	5,785,777.52	5,197,241.69
长期债务	12,306,564.39	14,612,519.13	16,019,415.30
总债务	17,040,945.17	20,398,296.65	21,216,656.99
总负债	18,582,882.55	21,574,392.28	22,707,432.07
利息支出	763,698.99	836,797.20	921,664.82
经调整的所有者权益合计	8,174,989.83	9,703,101.18	9,826,903.29
营业总收入	851,440.80	777,779.73	902,872.90
经营性业务利润	-15,882.31	-14,998.00	-5,463.35
其他收益	128,050.52	137,570.38	152,228.08
投资收益	19,451.90	50,583.80	37,945.80
营业外收入	1,331.78	2,821.19	1,239.64
净利润	72,910.97	19,969.22	17,711.48
EBIT	140,677.70	192,038.41	196,075.32
EBITDA	246,928.13	318,005.11	330,590.19
销售商品、提供劳务收到的现金	820,211.13	897,296.16	952,013.11
收到其他与经营活动有关的现金	736,623.21	797,313.72	816,380.96
购买商品、接受劳务支付的现金	1,831,015.54	2,751,698.33	1,399,308.03
支付其他与经营活动有关的现金	240,724.15	708,055.45	820,822.93
吸收投资收到的现金	20,260.00	189,830.06	45,473.67
资本支出	1,274,301.00	750,916.48	601,632.37
经营活动产生的现金流量净额	-647,808.59	-1,917,998.05	-622,683.56
投资活动产生的现金流量净额	-1,431,679.23	-805,876.38	-986,195.99
筹资活动产生的现金流量净额	2,029,152.94	3,016,935.29	665,469.71
现金及现金等价物净增加额	-49,525.09	297,764.34	-943,438.74
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	12.32	11.69	14.02
期间费用率（%）	23.78	27.93	27.29
应收类款项占比（%）	12.19	10.63	12.72
收现比（X）	0.96	1.15	1.05
资产负债率（%）	69.19	68.98	69.80
总资本化比率（%）	67.58	67.77	68.34
短期债务/总债务（%）	27.78	28.36	24.50
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.85	-2.29	-0.68
总债务/EBITDA（X）	69.01	64.14	64.18
EBITDA/短期债务（X）	0.05	0.05	0.06
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.32	0.38	0.36

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 2023~2024 年度审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0；4、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，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 2024 年末）

被担保对象	企业性质	担保余额
绍兴市柯桥区金融控股有限公司	国企	25,000.00
绍兴市柯桥区中国轻纺城西市场开发经营有限公司	国企	26,745.00
绍兴市柯桥区中国轻纺城柯东仓储有限公司	国企	660.00
绍兴市柯桥区中国轻纺城南区市场经营有限公司	混合所有制企业	14,428.75
绍兴市柯桥区中国轻纺城网络投资有限公司	国企	24,495.00
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	国企	472,050.00
绍兴市柯桥区悦才人才服务有限公司	国企	18,600.00
绍兴柯桥经济技术开发区国投物业有限公司	国企	925.00
绍兴兰亭文化旅游发展有限公司	国企	1,164,091.00
绍兴市未来社区开发建设有限公司	国企	20,000.00
浙江绍兴杭绍临空示范区产业发展有限公司	国企	130,500.00
绍兴市柯桥区平水副城新农村建设投资有限公司	国企	2,060.00
绍兴智诚房地产开发有限公司	混合所有制企业	38,818.56
绍兴市风情旅游新干线建设有限公司	国企	9,160.00
绍兴水处理发展有限公司	国企	129,452.00
绍兴市清能环保有限公司	国企	49,010.00
绍兴市制水有限公司	国企	43,396.29
绍兴市柯桥区平水副城建设投资开发有限公司	国企	317,900.00
浙江绍金高速公路有限公司	国企	100,000.00
绍兴平水若耶溪水系综合整治开发有限公司	国企	17,450.00
浙江绍兴杭绍临空示范区建设开发有限公司	国企	413,100.00
绍兴漓铁综合开发经营有限公司	国企	58,000.00
浙江绍兴杭绍临空星城新型建材有限公司	国企	16,000.00
绍兴柯桥未城科技创新有限公司	国企	2,000.00
浙江绍兴杭绍临空示范区开发集团有限公司	国企	34,750.00
浙江绍兴杭绍临空示范区资产经营管理有限公司	国企	9,960.00
合计	-	3,138,551.60

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