

## 绍兴袍江工业区投资开发有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；

维持“12绍袍江债/PR绍袍江”、“14绍袍江债/PR绍袍江”、“17袍江工业MTN001”和“17袍江工业MTN002”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会

二零一九年六月十一日



## 绍兴袍江工业区投资开发有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 绍兴袍江工业区投资开发有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

本次跟踪存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
12 绍袍江债/PR 绍袍江	10	2012.10.31~2019.10.31	AA	AA
14 绍袍江债/PR 绍袍江	10	2014.05.29~2021.05.29	AA	AA
17 袍江工业 MTN001	5	2017.06.29~3+N	AA	AA
17 袍江工业 MTN002	5	2017.09.28~3+N	AA	AA

注：截至本报告出具日，12 绍袍江债/PR 绍袍江余额为 2.00 亿元；14 绍袍江债/PR 绍袍江余额为 4.00 亿元。

### 概况数据

袍江工投（合并口径）	2016	2017	2018
总资产（亿元）	217.03	259.95	273.17
所有者权益合计（亿元）	69.28	91.01	97.49
总负债（亿元）	147.75	168.94	175.68
总债务（亿元）	137.62	163.29	158.93
营业总收入（亿元）	2.44	8.85	7.71
经营性业务利润（亿元）	0.89	6.41	6.64
净利润（亿元）	1.65	6.39	6.48
EBIT（亿元）	2.08	6.39	6.65
EBITDA（亿元）	2.16	6.41	6.67
经营活动净现金流（亿元）	-5.46	16.66	11.78
收现比（X）	1.00	1.00	1.06
总资产收益率（%）	1.10	2.68	2.49
营业毛利率（%）	63.76	53.57	63.10
应收类款项/总资产（%）	8.70	7.61	6.93
资产负债率（%）	68.08	64.99	64.31
总资本化比率（%）	66.51	64.21	61.98
总债务/EBITDA（X）	63.75	25.47	23.83
EBITDA 利息倍数（X）	0.42	0.71	0.69

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径包含其他应付款和其他非流动负债科目中带息金额；3、公司长债务包含其他应付款中的地方政府置换债券，于 2023 年及以后到期；4、2016 年，公司大部分借款于下半年发生，利息尚未于当年全部计提，且部分有息债务为地方政府置换债券，利率较低，故利息支出合计数较总债务偏低。

### 分析师

项目负责人：余 蕾 [qyu@ccxi.com.cn](mailto:qyu@ccxi.com.cn)

项目组成员：王 冲 [chwang@ccxi.com.cn](mailto:chwang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 11 日

### 基本观点

中诚信国际维持绍兴袍江工业区投资开发有限公司（以下简称“袍江工投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“12 绍袍江债/PR 绍袍江”、“14 绍袍江债/PR 绍袍江”、“17 袍江工业 MTN001”和“17 袍江工业 MTN002”债项信用等级为 **AA**。

2018 年，绍兴市经济保持增长，公司土地整理业务新模式下回款有一定保障，且公司 2018 年确认代建管理费收入。同时，中诚信国际也关注到公司未来面临较大投资压力和对外担保规模仍然较大等因素对其未来经营和整体信用状况的影响。

### 优势

- **2018 年绍兴市经济保持增长。**2018 年，绍兴市实现地区生产总值 5,417 亿元，同比增长 7.1%，经济保持持续稳步增长。固定资产投资中交通投资、高新技术产业投资和房地产开发投资等领域增速较快，为公司未来发展创造了良好的外部环境。
- **土地整理业务新模式下回款有一定保障。**2017 年 10 月，公司同绍兴袍江经济技术开发区管理委员会（以下简称“袍江管委会”）就土地整理业务签订《袍江新区范围内地块土地整理协议》，土地整理业务由封闭开发模式改为成本加成模式，未来资金平衡获得一定保障。
- **2018 年确认代建管理费收入。**2018 年 10 月，公司同袍江管委会签订《委托代建协议书》，确定基础设施建设业务采用成本加成的代建模式，并于 2018 年确认代建管理费收入。

### 关注

- **公司未来面临较大投资压力。**作为袍江开发区基础设施建设和土地整理工作的实施主体，公司在建和拟建项目投资规模较大，未来资本支出仍将保持较大规模。
- **对外担保规模仍然较大。**截至 2018 年末，公司对外担保为 66.99 亿元，占同期末公司净资产比重为 68.71%，对外担保规模依然较大，存在一定或有风险。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本次评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期或者不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

根据公司提供的资料，截至 2018 年末，“12 绍袍江债/PR 绍袍江”和“14 绍袍江债/PR 绍袍江”募集资金均按计划用途全部使用完毕。

表 1: 截至 2018 年末公司募集资金使用情况 (亿元)

债券名称	项目名称	已投资	计划使用额度	已使用募集资金
12 绍袍江债 /PR 绍袍江	袍江新区越兴路南延工程	10.36	6.10	6.10
	袍江新区袍中路南延工程项目	6.62	3.90	3.90
14 绍袍江债 /PR 绍袍江	袍江新区城中村改造三江村组团 A 区一期建设工程	2.86	1.00	1.00
	袍江新区城中村改造三江村组团 A 区二期建设工程	4.01	2.00	2.00
	袍江新区城中村改造三江村组团 B 区建设工程	2.42	1.00	1.00
	袍江新区城中村改造三江村组团 C 区建设工程	4.65	2.00	2.00
	袍江新区城中村改造宋家楼村组团一期建设工程	3.97	2.00	2.00
	袍江新区城中村改造宋家楼村组团二期建设工程	4.19	2.00	2.00
合计		39.08	20.00	20.00

资料来源：公司提供

## 基本分析

### 2018 年绍兴市经济保持增长，交通投资、高新技术产业投资和房地产开发投资等领域增速较快，为公司未来发展创造了良好的外部环境

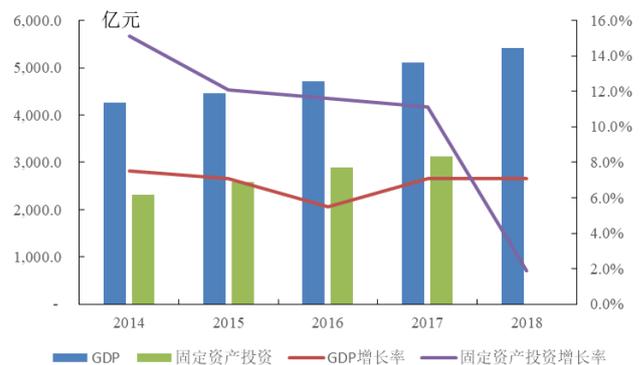
绍兴市利用良好的地理位置保持了地方经济持续快速的增长，2018 年，绍兴市实现地区生产总值 5,417 亿元，同比增长 7.1%，增速与 2017 年持平。其中，2018 年第一产业增加值 196 亿元，第二产业增加值 2,612 亿元，第三产业增加值 2,609 亿元，分别同比增长 2.3%、6.9%和 7.7%。绍兴市 2018 年人均 GDP（按常住人口计算）为 10.79 万元，按可比价计算，比上年增长 6.6%。三次产业结构由 2017 年的 4.0:48.8:47.2 调整为 2018 年的 3.6:48.2:48.2，第三产业占比进一步增加。

2018 年，绍兴市固定资产投资同比增长 1.9%，其中，民间投资增长 20.2%，占全部投资比重的 69.7%。交通投资和高新技术产业投资分别比上年增长 28.1%和 22.9%。2018 年房地产开发投资 798 亿元，同比增长 17.7%。其中，住宅投资 634 亿元，同比增长 26.0%。商品房销售面积和销售额同比分别增长 2.8%和 29.5%。

总体来看，绍兴市 2018 年经济保持增长，绍兴市经济将持续稳步增长，交通投资、高新技术产业投

资和房地产开发投资等领域增速较快，为公司未来发展创造了良好的外部环境。

图 1: 2014~2018 年绍兴市 GDP 及固定投资情况



注：未披露 2018 年固定资产投资额。

资料来源：绍兴市国民经济和社会发展统计公报

袍江开发区位于绍兴市区北郊，是绍兴中心城市新组团和以高新技术产业为主导的现代化工业新城区，2010 年 4 月，袍江开发区升级为国家级经济技术开发区，是绍兴市本级唯一一家国家级经济技术开发区。2018 年以来，袍江片区突出产业重构，着力打造先进制造业主战场、产城融合主阵地、接轨杭甬主平台，优化空间产业规划布局，提升公共配套能级，重点发展汽车零部件、智能家居、现代物流、研发设计等都市型产业。袍江开发区目前没有实行独立的财政体制，资金来源主要源于两部分：一是区内税收收入的分成结算；二是开发区土地出让收入扣除规费的全额返还。另外，袍江开发区每年还会收

到绍兴市政府的专项转移支付收入。

总体来看，袍江开发区作为绍兴市工业经济的重点区域之一，具有重要地位；同时，产城融合理念的实施以及基础设施的不断完善对招商引资和经济发展起到良好支撑作用，具有一定发展潜力。

### 公司和袍江管委会就土地整理业务签订新的合同，由封闭开发模式改为成本加成模式，未来资金平衡获得一定保障

作为袍江开发区城市开发建设的重要实施主体，公司主要负责袍江开发区的土地开发整理业务。

2018年，公司完成土地一级开发面积260亩，实现土地出让面积83.64亩，获得土地整理收入5.54亿元，受政府规划和土地市场行情影响，均较2017年大幅下降<sup>1</sup>。土地出让价格方面，2018年，袍江开发区工业用地出让价约70万元/亩，商业用地约为400万元/亩，商住用地约550万元/亩。截至2018年末，袍江开发区区域内4.07万亩的规划面积中已整理完毕土地面积约为12,800亩，已实现出让的土地面积约为5,000亩，待出让土地面积约为4,800亩，正在整理的土地面积约为3,000亩。公司2019~2021年年均计划整理土地250亩，分别计划出让土地300亩、350亩和350亩，公司未来三年土地一级开发进度较以往年度有所放缓。截至2018年末，公司存货中土地面积合计为99.44万平方米，土地资产账面价值合计为31.15亿元，其中，出让用地<sup>2</sup>和划拨地账面价值分别为23.11亿元和8.04亿元。

土地整理业务模式来看，2017年及以前年度，绍兴市政府对土地开发整理业务主要实行封闭授权、封闭运作的管理政策。公司土地整理业务流程如下：首先公司用出让地做抵押贷款用于征地拆迁等土地整治成本，不足部分由公司用自有资金补齐；整理完成后，绍兴市土地储备中心负责土地招拍挂，并将获得的土地出让金额扣除必要税费后全额返还袍江管委会，袍江管委会再全额拨付公司使用。

<sup>1</sup> 2018年越城区土地出让规划中袍江工业区出让面积较小，且由于城市布局调整等原因，部分工业向滨海工业园迁移，袍江工业区地块未来一定程度倾向住宅和商业地块开发，2018年地价同比呈小幅下滑趋势，2019年有所回升。

<sup>2</sup> 出让用地为公司经过招拍挂流程获取的证照齐全的土地，部分为保障

近年来，随着国家相关政策的出台，土地一级开发业务模式有所变化，2017年10月，公司同袍江管委会签订《袍江新区范围内地块土地整理协议》，规定公司负责袍江新区内地块土地整理开发工作，土地整理开发项目完成验收并交付使用后，袍江管委会协调组织开发成本核算和确认工作，并及时支付土地整理开发项目成本，同时支付一定比例的土地整理管理费，具体比例根据土地整理过程中实际费用支出情况及因土地整理而产生的金融机构借款利息而另行确定。2017年以前，公司土地整理业务收入确认模式均按照土地出让金扣除必要税费后全额返还的模式。自2018年开始，公司土地整理业务按照成本加成模式确认收入，2018年公司土地整理业务毛利率为55.00%，和2017年基本持平。

总体来看，公司土地整理业务具有一定区域垄断性，此外，公司和袍江管委会就土地整理业务签订新的合同，由封闭开发模式改为成本加成模式，未来资金平衡获得一定保障。但土地整理业务易受到国家宏观政策调控影响，公司每年业务开展进度和收入确认规模存在一定不确定性，中诚信国际将对公司土地整理业务收入可持续性和盈利稳定性等情况保持关注。

### 公司同袍江管委会签订《委托代建协议书》，确定基础设施建设业务采用成本加成的代建模式，并于2018年确认代建管理费收入

公司受袍江管委会委托，承担部分市政代建项目，主要由全资子公司绍兴袍江创业建设发展有限公司（以下简称“创业公司”）和绍兴袍江建设投资有限公司（以下简称“建设投资公司”）负责。2017年之前，该业务的建设模式为公司先行垫付建设成本，项目竣工并通过财政决算后由袍江管委会一次性回购，回购款直接冲抵“在建工程”科目，代建费用收取比例为成本的8~10%不等，公司仅将收取的代建费用计入营业收入中的代建管理费收入科目<sup>3</sup>，故以

房项目配套用地，政府通过土地出让金返还等形式给予公司一定支持。

<sup>3</sup> 2018年10月之前，由于公司承接项目并未签订确切回购合同，故该业务收益不能确定，审计将其计入代建工程科目而非存货科目。但2018年10月签订《委托代建协议书》后，公司新增的基础设施建设投入成本计入存货的代建项目成本中。

往年度公司代建管理费收入的确认依赖当期财政专项回购资金的安排情况, 具有较大的不确定性。2017年以来, 政府回购模式已经暂停, 公司2017年未确认代建工程管理费收入。

公司于2018年10月同袍江管委会签订《委托代建协议书》, 规定公司主要负责袍江开发区内的工程建设, 建设资金由公司负责筹集。袍江管委会依据每年年底核算确认的《工程结算单》同公司进行结算, 结算金额(工程款)为项目总投资(含前期费用、建设成本、融资费用、应缴税费等各项成本费用支出)的120%。除去袍江管委会在项目建设过程中已支付的项目工程款, 剩余未支付的项目工程款, 在项目竣工决算后, 根据双方确认的未付金额, 合理安排付款期限。会计处理方面, 公司将收到的结算款直接冲减存货中的开发成本, 将利润加成部分计入营业收入的代建管理费收入科目。2018年, 公司基础设施建设合计投资9.14亿元, 根据当年同袍江管委会的《工程结算单》, 公司将获得的利润加成1.72亿元直接确认为代建管理费收入, 该业务毛利率为100.00%。

截至2018年末, 公司在建基础设施项目主要包括群贤路东拓工程、绍三线北延和群贤路改造--中兴大道至越兴路段等11个项目, 总投资为108.43亿元, 已投资69.02亿元, 存在资金缺口39.41亿元, 公司未来仍存在较大投资压力。

**表 2: 截至 2018 年末公司主要在建工程情况 (亿元)**

项目名称	建设时间	总投资	已投资
群贤路东拓工程	2015~2019	16.00	12.82
绍三线北延	2016~2020	4.90	2.81
群贤路改造--中兴大道至越兴路段	2016~2020	6.08	3.15
马山闸强排工程	2017~2021	6.60	1.20
恂南、西安、东安棚户区改造	2017~2019	20.20	13.51
G16 安置房工程	2016~2019	6.00	5.95
昌明街 2 号安置房工	2016~2019	6.00	3.52
G30 地块商务楼工程	2017~2019	1.60	1.18
袍江片东入曹娥江排涝工程	2016~2021	26.65	12.85
袍渎路 1 号安置房工程	2015~2019	10.20	9.00
凤林路东延一期	2017~2021	4.20	3.03

<b>合计</b>	--	<b>108.43</b>	<b>69.02</b>
-----------	----	---------------	--------------

资料来源: 公司提供

除在建工程外, 截至2018年末, 公司拟建项目共6项, 计划集中于2020年完成建设, 项目总投资58.20亿元, 公司未来或将面临较大投资压力。

**表 3: 截至 2018 年末公司主要拟建工程情况 (亿元)**

项目名称	建设时间	计划总投资
姚家埭棚户区改造项目	2019~2020	5.80
越秀路(群贤路至洋江路段)	2018~2019	4.50
坝里金棚户区改造项目	2018~2019	3.50
石泗、宣港棚户区改造项目	2018~2019	13.90
渔港、恂北棚户区改造项目	2019~2020	13.50
凤林路东延工程	2018~2020	17.00
<b>合计</b>	--	<b>58.20</b>

注: 上表中列示的建设周期自2018年开始的项目, 截至2018年末均处于项目前期, 并未实现投资。

资料来源: 公司提供

总体来看, 公司承担的政府代建工程在建及拟建规模较大, 储备项目充足, 业务持续性良好; 同时, 中诚信国际也关注到公司未来面临较大投资压力, 预计随着项目投入的持续增大, 公司将更多依赖于外部融资进行资金平衡, 债务规模或将扩大。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的公司2016~2017年度审计报告, 以及经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的公司2018年度审计报告, 各期财务报表均按照新会计准则编制。

## 盈利能力

公司收入来源主要包括土地整理收入、物业管理收入、代建管理费收入和委托养护管理费收入。2018年, 公司实现营业总收入7.71亿元, 同比小幅下滑, 主要系2018年土地整理收入同比有所下降所致。具体收入构成来看, 土地整理收入依旧是公司收入的最主要来源, 2018年该板块收入为5.54亿元, 同比减少33.93%, 主要系袍江工业区2018年土地出让面积和总价款均有所下降所致。2018年, 公司实现代建工程管理费收入1.72亿元, 在成本加成新

模式下，代建管理费确认或将有一定保障。公司道路委托养护管理业务较为稳定，2018 年未新增需要养护的道路，故收入和 2017 年持平。公司持有的物业资产包括人才公寓和建设者之家，物业管理收入主要包括物业费和相关物业的租金收入，近年来该业务收入规模总体不大，公司于 2017 年开始将物业租金收入归类于其他业务收入，上述业务 2018 年实现收入 0.02 亿元，同比有所下滑。公司其他业务收入主要为租金收入，2018 年同比下降较多，主要系公司采用收付实现制入账标准，部分租金延后支付以及部分物业出租率较低所致。

从毛利率指标来看，2018 年，公司综合毛利率为 63.10%，同比有所上升，主要系 2018 年实现毛利率较高的代建管理费收入所致，公司仅将基础设施建设利润加成部分计入代建管理费收入，该板块毛利率为 100.00%。公司 2018 年土地整理业务毛利率为 55.00%，和 2017 年基本持平。2018 年，随着人工成本和物业装修成本进一步上升，公司物业管理业务毛利率进一步下降。同期，公司其他业务亏损亦加剧，主要系租金收入下降，但折旧等成本支出规模基本与上年持平所致。

**表 4：2017~2018 年公司各业务板块收入及毛利率（亿元、%）**

项目名称	2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理收入	8.39	55.20	5.54	55.00
物业管理收入	0.03	-18.09	0.02	-25.93
代建管理费收入	--	--	1.72	100.00
委托养护管理费收入	0.35	33.50	0.35	33.50
其他业务收入	0.08	-3.61	0.007	-25.90
<b>合计/综合</b>	<b>8.85</b>	<b>53.57</b>	<b>7.71</b>	<b>63.10</b>

数据来源：公司审计报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计为 0.21 亿元，同比增加 0.12 亿元。公司 2016~2018 年度将财务性利息支出全部作资本化处理，且有一定利息收入，故财务费用为负值，但 2018 年利息收入同比大幅下降，一定程度导致三费合计略有上升。受三费合计规模上升和营业总收入下降影响，公司 2018 年三费收入占比上升至 2.75%，但仍处于较低水平。

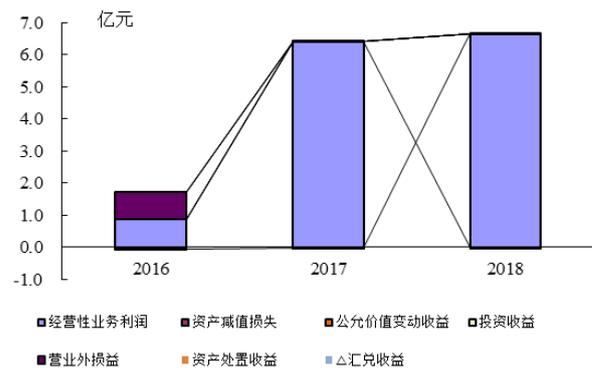
**表 5：2016~2018 年期间费用分析**

项目名称	2016	2017	2018
销售费用（亿元）	--	--	--
管理费用（亿元）	0.26	0.22	0.25
财务费用（亿元）	0.34	-0.13	-0.04
三费合计（亿元）	0.59	0.09	0.21
营业总收入（亿元）	2.44	8.85	7.71
三费收入占比（%）	24.34	1.00	2.75

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

利润构成方面，2018 年，公司实现利润总额 6.65 亿元，同比小幅增长。其中，经营性业务利润同比增长 3.59%，达 6.64 亿元，是公司利润总额的主要来源，经营性业务利润中包括当期收到的与日常经营相关的政府补助 2.05 亿元。政府补助为公司利润总额的重要组成部分。

**图 2：2016~2018 年公司利润总额构成**



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司主营业务仍以土地整理为主，2018 年确认代建管理费收入，带动主营业务毛利率水平提升，政府补助亦充实了公司的利润水平。中诚信国际将对公司营业总收入规模和构成，以及经营性业务利润的稳定性等情况保持关注。

## 偿债能力

2018 年末，公司总资产为 273.17 亿元，同比增加 13.22 亿元。同期末，公司所有者权益合计为 97.49 亿元，同比增长 7.12%，全部来自未分配利润的增加。2018 年末，公司总负债为 175.68 亿元，亦呈小幅增长趋势，主要来自于其他应付款的增长以及 2018 年发行 6.00 亿元的“18 袍江工业 CP001”<sup>4</sup>所致。此

<sup>4</sup> 已于 2019 年 3 月 23 日到期，如数兑付。

外，公司资产负债率由 2017 年末的 64.99% 小幅降至 2018 年末的 64.31%。

现金流方面，往来款净流出规模增加等因素带动经营活动净现金流由 2017 年的 16.66 亿元降至 11.78 亿元。投资活动现金流方面，2018 年以前，公司将代建工程投入和回款计入投资活动现金流，2018 年 10 月和袍江管委会签订代建合同后，公司将新增的基础设施建设项目投入计入存货科目，对应计入经营活动现金流相关科目，而投资活动现金流中 2018 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比大幅下降，且主要为资本化利息支出，致使公司当期投资活动净现金流缺口大幅缩小至 7.16 亿元。筹资活动现金流方面，受借款规模大幅下降影响，公司 2018 年筹资活动净现金流为 -6.75 亿元，由正转负。

2018 年末，公司总债务为 158.93 亿元，同比小幅下降。同期末，公司短期债务为 44.68 亿元，主要由一年内到期的长期借款和公司当期发行的短期融资券等构成。从债务结构上看，截至 2018 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.39 倍，随着短期债务的增长而有所上升。从偿债指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 23.83 倍和 0.69 倍，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所增强，对利息支出的覆盖能力有所弱化。同期，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障系数分别为 0.07 倍和 1.23 倍，均小幅弱化，但经营活动净现金流仍能够完全覆盖 2018 年利息支出。整体来看，公司偿债能力仍有待提升。

表 6：2016~2018 年公司偿债能力指标

项目名称	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	19.06	8.98	7.37
短期债务（亿元）	50.76	34.15	44.68
长期债务（亿元）	86.86	129.14	114.25
总债务（亿元）	137.62	163.29	158.93
EBITDA（亿元）	2.16	6.41	6.67
经营活动净现金流（亿元）	-5.46	16.66	11.78
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.04	0.10	0.07
总债务/EBITDA(X)	63.75	25.47	23.83
EBITDA 利息保障系数(X)	0.42	0.71	0.69
经营活动净现金流利息保障系数	-1.06	1.84	1.23

(X)

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

2019~2020 年公司到期债务分别为 44.68 亿元、43.09 亿元和 38.84 亿元，未来三年均有一定偿债压力，中诚信国际将关注公司的偿债资金安排情况。

表 7：截至 2018 年末公司未来债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
到期金额	44.68	43.09	38.84	12.28	20.04

注：表内统计口径不包含公司于 2017 年 6 月和 9 月发行的两期合计 10.00 亿元永续中票（公司审计报告中计入相应权益科目）

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计为 3.82 亿元，占同期末公司总资产比重 1.40%，主要系土地使用权抵押。

对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保金额为 66.99 亿元，占同期末公司净资产比重为 68.71%，对外担保对象主要系绍兴高新技术产业开发区迪荡新城投资发展有限公司、绍兴市镜湖新农村建设有限公司及绍兴市科技创业投资有限公司等国有企业，存在一定的或有风险。

截至 2018 年末，公司获得银行授信额度共计 157.89 亿元，剩余 50.40 亿元尚未使用，具有一定的备用流动性。

## 过往履约债务情况

根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 4 月 25 日，公司无未结清不良信贷信息，未出现已发行债务融资工具逾期未偿付情形。公司已结清业务中有 11 笔欠息信息，根据公司提供资料，主要系银行系统问题所致，公司无实际欠息情况；此外，公司已结清业务中有 18 笔关注类贷款，根据公司提供资料，主要系中国建设银行股份有限公司绍兴市分行将政府融资平台类贷款全部归类为关注所致。

## 评级展望

总体来看，绍兴市 2018 年经济保持增长，公司土地整理业务新模式下回款有一定保障，且公司 2018 年确认代建管理费收入；但中诚信国际也关注到公司未来面临较大投资压力和对外担保规模仍然

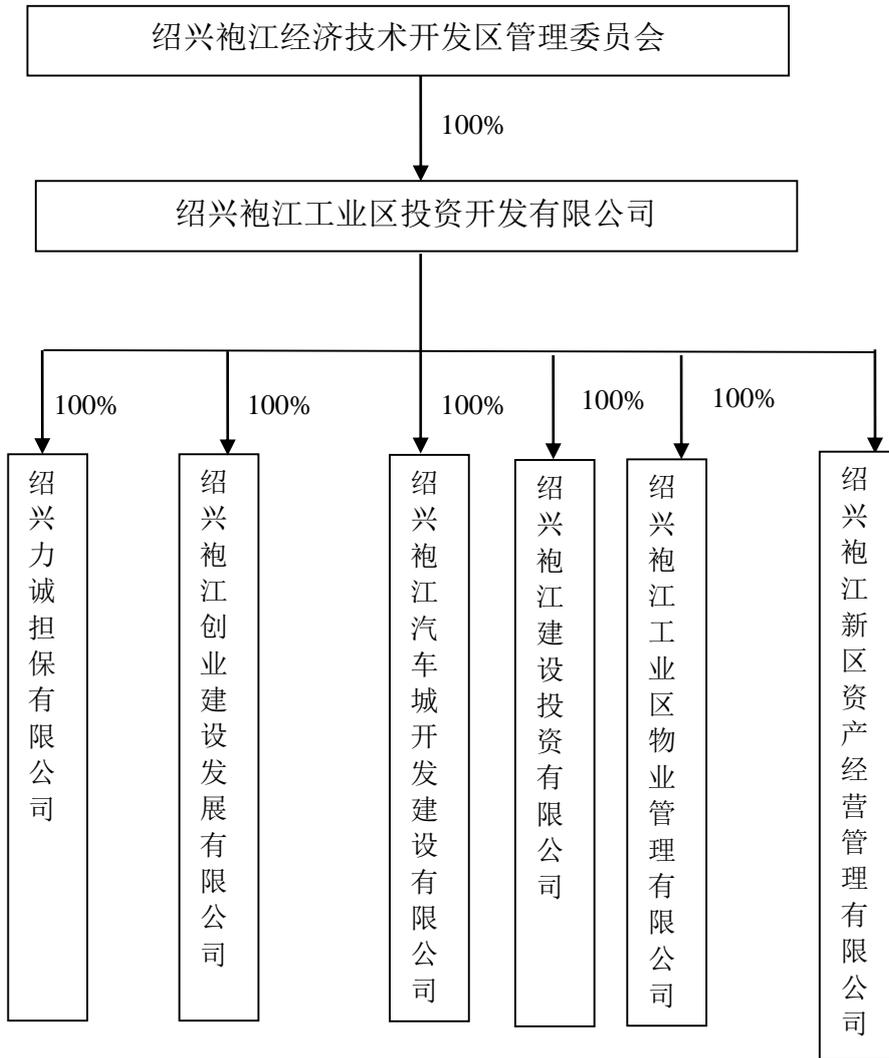
较大等因素对其未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

## 结论

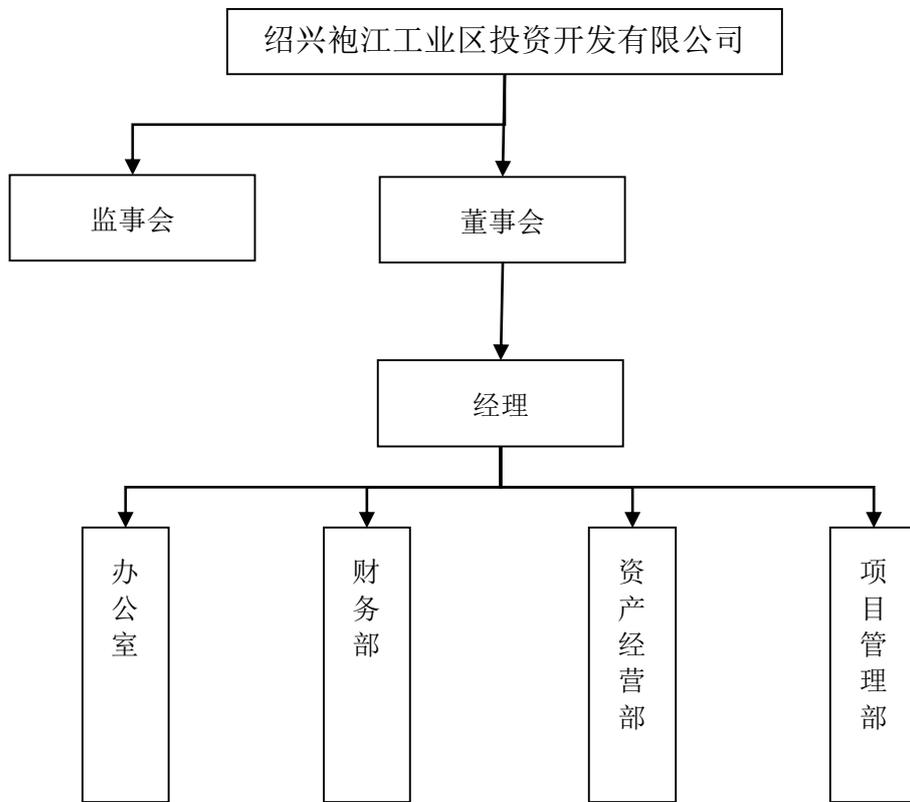
综上，中诚信国际维持绍兴袍江工业区投资开发有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“12 绍袍江债/PR 绍袍江”、“14 绍袍江债/PR 绍袍江”、“17 袍江工业 MTN001”和“17 袍江工业 MTN002”债项信用等级为 **AA**。

附一：绍兴袍江工业区投资开发有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附二：绍兴袍江工业区投资开发有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

**附三：绍兴袍江工业区投资开发有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018
货币资金	190,604.15	89,847.14	73,658.55
应收账款	7,610.42	2,762.61	12,701.68
其他应收款	181,232.42	195,139.19	176,574.29
存货	619,651.91	645,208.84	711,596.85
可供出售金融资产	12,415.00	16,415.00	16,415.00
长期股权投资	0.00	0.00	1,000.00
在建工程	1,125,427.32	1,616,956.02	1,715,990.88
无形资产	5,176.39	5,040.09	4,903.80
总资产	2,170,323.57	2,599,538.47	2,731,707.15
其他应付款	85,648.74	217,645.47	346,340.96
短期债务	507,600.00	341,491.61	446,779.56
长期债务	868,576.00	1,291,370.37	1,142,498.15
总债务	1,376,176.00	1,632,861.98	1,589,277.71
总负债	1,477,500.95	1,689,448.55	1,756,779.99
费用化利息支出	4,248.84	0.00	0.00
资本化利息支出	47,531.49	90,391.86	96,063.19
实收资本	12,000.00	12,000.00	12,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益	692,822.62	910,089.92	974,927.16
营业总收入	24,403.37	88,499.73	77,090.04
经营性业务利润	8,884.91	64,060.35	66,382.93
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业外收入	8,440.90	92.38	0.00
净利润	16,523.82	63,870.56	64,837.24
EBIT	20,786.44	63,876.50	66,466.76
EBITDA	21,587.58	64,117.12	66,695.25
销售商品、提供劳务收到的现金	24,403.37	88,499.73	81,715.45
收到其他与经营活动有关的现金	143,419.73	237,899.84	213,633.88
购买商品、接受劳务支付的现金	8,843.65	66,316.41	32,149.11
支付其他与经营活动有关的现金	211,450.03	91,890.57	143,144.09
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	259,813.05	493,723.60	71,550.09
经营活动产生现金净流量	-54,629.73	166,600.89	117,818.55
投资活动产生现金净流量	-259,813.05	-493,723.60	-71,550.09
筹资活动产生现金净流量	422,280.72	246,365.71	-67,457.05
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率(%)	63.76	53.57	63.10
三费收入比(%)	24.34	1.00	2.75
应收类款项/总资产(%)	8.70	7.61	6.93
收现比(X)	1.00	1.00	1.06
总资产收益率(%)	1.10	2.68	2.49
流动比率(X)	1.67	2.39	1.23
速动比率(X)	0.65	0.76	0.34
资产负债率(%)	68.08	64.99	64.31
总资本化比率(%)	66.51	64.21	61.98
长短期债务比(X)	0.58	0.26	0.39
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.04	0.10	0.07
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.11	0.49	0.26
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.06	1.84	1.23
总债务/EBITDA(X)	63.75	25.47	23.83
EBITDA/短期债务(X)	0.04	0.19	0.15
货币资金/短期债务(X)	0.38	0.26	0.16
EBITDA利息倍数(X)	0.42	0.71	0.69

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径包含其他应付款和其他非流动负债科目中带息金额；3、公司长债务包含其他应付款中的地方政府置换债券，于2023年及以后到期；4、2016年，公司大部分借款于下半年发生，利息尚未于当年全部计提，且部分有息债务为地方政府置换债券，利率较低，故利息支出合计数较总债务偏低。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

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+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务 = 长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

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

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

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

现金比率=（货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据）/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

## 附五：主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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。

## 附六：债券信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 附七：票据信用等级的符号及定义

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

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。