

绍兴袍江工业区投资开发有限公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：李龙泉 lqli@ccxi.com.cn

项目组成员：马蕙桐 htma01@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 23 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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。

■ 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。

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

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

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

■ 本次评级结果中的信用等级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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 1206号

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“14 绍袍江债/PR 绍袍江”、“17 袍江工业 MTN001”、“17 袍江工业 MTN002”、“19 袍江工业 MTN001”和“19 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

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持绍兴袍江工业区投资开发有限公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“14 绍袍江债/PR 绍袍江”、“17 袍江工业 MTN001”、“17 袍江工业 MTN002”、“19 袍江工业 MTN001”和“19 袍江工业 MTN002”的信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了区域经济实力持续增强、公司区域地位突出、政府支持较为有利等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司收入结构较为单一且具有一定波动性、代建项目规模较大、资本支出压力较大且债务规模持续扩大以及对外担保规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

袍江工投	2017	2018	2019	2020.3
总资产 (亿元)	259.95	273.17	348.65	379.79
所有者权益合计 (亿元)	91.01	97.49	124.37	124.25
总负债 (亿元)	168.94	175.68	224.28	255.55
总债务 (亿元)	145.88	140.52	151.63	167.06
营业总收入 (亿元)	8.85	7.71	13.54	0.02
经营性业务利润 (亿元)	6.41	6.64	6.46	-0.11
净利润 (亿元)	6.39	6.48	6.47	-0.12
EBITDA (亿元)	6.41	6.67	8.21	-
经营活动净现金流 (亿元)	16.66	11.78	17.16	2.30
收现比 (X)	1.00	1.06	1.00	1.06
营业毛利率 (%)	53.57	63.10	49.35	-26.68
应收类款项/总资产 (%)	7.61	6.93	14.16	13.65
资产负债率 (%)	64.99	64.31	64.33	67.29
总资本化比率 (%)	61.58	59.04	54.94	57.35
总债务/EBITDA (X)	22.75	21.07	18.48	-
EBITDA 利息倍数 (X)	0.71	0.69	0.73	-

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将其他流动负债中的计息部分调入短期债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：**基础设施投融资(140000_2019_02)**

绍兴袍江工业区投资开发有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	得分
营运效率 (13%)	经营性业务利润 (亿元)	6.50	10
	收现比(X)	1.02	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务 (X)	0.18	1
	受限资产占总资产的比重 (X)	0.03	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益 (亿元)	124.37	8
	总资本化比率 (X)	0.55	7
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平和管控能力	7	7
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			3
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别 (a) 的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

正面

■ **区域经济实力持续增强。**2019 年绍兴市地区生产总值 5,781 亿元，较上年同比增长 7.2%，持续增强的区域经济实力为公司业务的发展提供了良好的外部环境。

■ **区域地位突出，政府向公司提供有力支持。**公司仍作为袍江经开区内唯一的负责土地整理的公司，承担了袍江经开区内全部的土地整理业务，区域地位突出，业务来源较有保障，此外袍江管委会在土地出让金返还、增资以及专项资金补贴等方面，向公司提供了有力的支持，一定程度上保障了袍江开发区城市建设的顺利推进。

关注

■ **收入结构较为单一，具有一定波动性。**2019 年，公司土地整理业务收入占当年主营业务收入的比重为 84.81%，收入结构较为单一，且土地出让进度受当地土地市场和政策影响较大，公司营业收入存在一定波动性。

■ **代建项目成本回收不确定，面临一定资本支出压力。**截至 2020 年 3 月末，公司在建工程 210.03 亿元，主要系公司完工但尚未结算成本的代建项目，截至目前政府尚未支付公司代建项目的建设成本，未来成本回收时间具有一定不确定性，同期末公司在整理待整理土地以及在建和拟建的代建项目较多，且政府尚未对公司代建项目支付建设成本，未来公司将面临一定资本支出压力。

■ **债务规模继续扩大，面临偿债压力。**2019 年末，公司总债务 151.63 亿元，较上年末增长 7.91%，受业务发展影响，公司债务继续扩大，且 EBITDA 对债务的覆盖能力较弱，公司将面临一定偿债压力。

■ **对外担保规模较大。**截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 76.68 亿元，占净资产的 61.72%，公司或存在一定的代偿风险。

评级展望

中诚信国际认为，绍兴袍江工业区投资开发有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**区域经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **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；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较

2019年绍兴市部分区属基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
绍兴袍江工业区投资开发有限公司	348.65	124.37	64.33	13.54	6.47	17.16
绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司	253.27	101.34	59.99	5.68	1.48	-15.58
绍兴市镜湖新区开发集团有限公司	570.66	263.83	53.77	21.20	2.47	-121.31
绍兴市上虞杭州湾新区城市建设投资发展有限公司	137.07	100.16	26.92	3.35	1.40	3.33

资料来源：中诚信国际整理

评级历史关键信息

绍兴袍江工业区投资开发有限公司					
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 袍江工业 MTN002 (AA)	2019/12/20	汪莹莹、马淑芳、曾宇航	中诚信国际基础设施投融资评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	19 袍江工业 MTN001 (AA)	2019/07/30	余茜、王冲	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 袍江工业 MTN001 (AA)	2019/03/15	余茜、王冲	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	14 绍袍江债/PR 绍袍江 (AA) 17 袍江工业 MTN001 (AA) 17 袍江工业 MTN002 (AA)	2019/06/11	余茜、王冲	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA/稳定	17 袍江工业 MTN002 (AA)	2017/08/07	赵珊迪、郭鹏	--	阅读全文
AA/稳定	17 袍江工业 MTN001 (AA)	2016/10/25	陆静怡、郭鹏	--	阅读全文
AA/稳定	14 绍袍江债/PR 绍袍江 (AA)	2014/05/26	闫文涛、牟霏	--	阅读全文

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	债券余额	存续期
14 绍袍江债/PR 绍袍江	AA	AA	10.00	2.00	2014/05/29~2021/05/29
17 袍江工业 MTN001	AA	AA	5.00	5.00	2017/06/29~2020/06/29
17 袍江工业 MTN002	AA	AA	5.00	5.00	2017/09/28~2020/09/28
19 袍江工业 MTN001	AA	AA	9.00	9.00	2019/06/19~2022/06/19
19 袍江工业 MTN002	AA	AA	6.00	6.00	2019/12/26~2022/12/26

注：债券余额为截至 2020 年 6 月 20 日数据

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定期与不定期跟踪评级，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

“14 绍袍江债/PR 绍袍江”发行总规模 10.00 亿元，发行利率 6.98%，发行期限为 7 年，同时设本金提前偿付条款，即于 2017 年起至 2021 年每年的 5 月 29 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日）分别偿付本金的 20%、20%、20%、20%、20%。截至 2020 年 3 月末，“14 绍袍江债/PR 绍袍江”募集资金已按原用途全部使用于 6 个募投项目，且公司已按照募集条款于 2017~2019 年偿还本金 6.00 亿元，目前剩余尚未偿还债券本金 4.00 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不

容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

绍兴市地处浙江省中北部，是国家历史文化名城和著名的风景旅游城市，2019 年区域经济和财政实力继续增强，为公司业务发展提供了良好的外部展业环境

绍兴市位于浙江省中北部，东连宁波市，南临台州市和金华市，西接杭州市，北隔钱塘江与嘉兴市相望，是国家历史文化名城和著名的风景旅游城市。截至 2019 年末，全市常住人口 505.7 万人，城镇化率为 68.4%。

依托于良好的地理位置，绍兴市近年来维持着良好的经济优势。2019 年，绍兴市实现地区生产总值（GDP）5,781 亿元，比上年增长 7.2%。其中，第一产业增加值 208 亿元，增长 2.3%；第二产业增加值 2,771 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 2,802 亿元，增长 7.8%。三次产业增加值结构由上年的 3.6:48.2:48.2 调整为 3.6:47.9:3.6。

固定资产投资方面，2019 年，绍兴市全年固定资产投资比上年增长 10.2%，增速比上年提升 8.3 个百分点，其中民间投资，交通投资、高新技术产业投资分别比上年增长 22.6%、45.0%、43.4%。全年房地产开发投资 825 亿元，比上年增长 3.4%，其中住宅投资 630 亿元，下降 0.6%。商品房销售面积 1,105 万平方米，销售额 1,338 亿元，比上年分别增长 3.5%和 10.6%。

2019 年绍兴市规模以上工业增加值 1,400 亿元，同比增长 8.4%。规上工业中高新技术、战略性新兴产业增加值比上年下降 3.8%和 4.1%，占规上工业比重分别为 50.6%和 41.9%；数字经济核心产业制造业增加值增长 8.0%，规上工业五大传统制造业增加值增长 11.5%。

绍兴市全市大力促进产业转型升级。新产业、新业态发展态势趋好，制定《绍兴市培育发展新兴产业三年行动计划》和《〈浙江省加快培育发展新动能行动计划〉绍兴落实方案》，加快发展工业互联网，推广智能制造“新昌模式”，2019 年末，省级工业互联网平台创建名单 14 家，轴承云、袜业云列入省第一批工业互联网推广名单。上虞 e 游小镇、柯桥经济技术开发区等 4 家入围 2019 年度浙江省数字化示范园区，嵊州云电商产业园入围 2019 年度浙江省数字化试点园区。

旅游业方面，2019 年末，绍兴市拥有 A 级景区 81 处，其中 5A 级景区 1 处（鲁迅故里沈园景区），4A 级景区 18 处，3A 级景区 34 处，2A 级景区 27 处。省 AAA 级景区村庄 118 家。2019 年，绍兴市实现全年旅游总收入 1,307 亿元，同比增长 10.4%，接待游客 11,488 万人次，增长 5.5%。

随着经济规模的逐步提升，绍兴市财政实力进一步增强。2019 年，绍兴市一般公共预算收入 528.37 亿元，较上年增长 5.4%，一般公共预算支出 640.87 亿元，较上年增长 15.1%，主要用于社会保障与就业、医疗卫生、教育、一般公共服务等民生方面。同年度，绍兴市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 82.45%，财政自给能力

相对较强。

政府性基金收支方面，受房地产行业调控政策和当地土地市场供需情况影响，政府性基金收入快速增长，2019年绍兴市政府性基金收入716.16亿元，较上年增长52.6%；同期，绍兴市政府性基金支出774.94亿元，较上年增长54.0%。

表 1：2017~2019 年绍兴市财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	431.40	501.30	528.37
政府性基金收入	381.50	469.72	716.16
一般公共预算支出	469.80	556.60	640.87
政府性基金支出	412.80	503.35	774.94
公共财政平衡率	91.83%	90.06%	82.45%

资料来源：绍兴市财政局

袍江经开区作为绍兴市工业经济的重点区域之一，具有重要地位，今后袍江经开区将被纳入绍兴滨海新区，成为打造浙江大湾区的重要环节之一，将为公司提供更加优质的外部展业环境

袍江经开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，袍江经开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，袍江经开区突出产业重构，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。

2018年6月，越城区（高新区）与袍江经开区合署，实行“一套班子、三块牌子”，实现“政区合一”。2019年11月25日，浙江省人民政府发布了《浙江省人民政府关于同意设立绍兴滨海新区的批复》（以下简称“《批复》”）。据《批复》，浙江省人民政府同意设立绍兴滨海新区，绍兴滨海新区规划控制总面积430平方公里，空间范围包括现绍兴滨海新城江滨区、绍兴袍江经济技术开发区、绍兴高新技术产业开发区、镜湖新区片区，托管绍兴市越城区皋埠街道、马山街道、孙端街道、东湖街道、

灵芝街道、东浦街道、斗门街道、稽山街道、迪荡街道和绍兴市上虞区沥海街道，按照“一个平台、一个主体、一套班子、多块牌子”的体制架构，按程序成立新区管理机构，保持原有两块国家级牌子（绍兴袍江经济技术开发区、绍兴高新技术产业开发区）不变，同步撤销绍兴滨海产业集聚区等省级以下产业平台牌子，高效发挥绍兴袍江经济技术开发区、绍兴高新技术产业开发区等国家级平台的带动作用，优化资源配置，突出主导产业，加快转型升级，深化产城融合，着力打造浙江大湾区发展重要增长极、全省传统产业转型升级示范区、杭绍甬一体化发展先行区、杭州湾南翼生态宜居新城区。

袍江经开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，袍江经开区每年还会收到绍兴市政府的专项转移支付收入。绍兴滨海新区成立后，袍江经开区的税收收入将纳入绍兴滨海新区的财政收入中。

公司作为袍江经开区内唯一的土地整理主体，土地整理业务稳定开展，由于受2018年越城区（高新区）与袍江经开区合署影响，2018年部分土地出让金返还在2019年到账，导致2019年确认收入较上一年有较明显增长

2017年及以前，公司土地整理业务模式为封闭开发模式，公司通过自筹资金以及自有资金进行土地整理，整理完成后的土地由绍兴市土地储备中心进行招拍挂，土储中心将收到的土地出让金扣除必要税费后全额返还至袍江管委会，袍江管委会再全额返还至公司，公司实际收到土地出让金返约为该块土地出让价格的65%，公司在收到土地出让金返还时确认土地出让收入。

2018年开始公司土地一级开发业务模式有所变化，土地出让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。

实际执行方面，目前袍江管委会仍按照将扣除相关税费后的土地出让收入返还至公司，除覆盖土地整理成本以外，公司通过收到的土地出让金收入覆盖保障房建设业务中公司支付的货币安置成本。公司预计所有土地总整理成本约 70 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司已整理尚未出让土地 4,800 亩，主要系商住用地和商业用地，其中商住用地出让价格约为 800~1,000 万元/亩、商业用地出让价格约为 500~700 万元/亩，该部分土地出让后，公司预计可获得土地出让收入约 200 亿元。

2019 年，公司出让土地 22.32 万平方米，较上年增加 16.75 万平方米，确认土地出让收入 11.48 亿元，实际收到土地出让回款 11.48 亿元。2019 年出让收入较上年大幅度增长原因主要系受越城区（高新区）与袍江经开区合署影响，2018 年部分土地出让金返还在 2019 年到账所致。

截至 2020 年 3 月末，公司在开发土地共 3 块，总面积为 930 亩，预计总投资 39.50 亿元，已完成投资 20.51 亿元。

表 2：截至 2020 年 3 月末公司在开发土地情况（亩、亿元）

地块	面积	总投资	已投资
恂南、西安、东安棚户区改造	469	20.20	13.51
渔港、恂北棚户区改造项目	363	13.50	2.00
姚家埭棚户区改造项目	98	5.80	5.00
合计	930	39.50	20.51

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司拟开发土地共 2 块，总面积为 284 亩，计划总投资 17.40 亿元。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司拟开发土地情况（亩、亿元）

地块	面积	总投资
坝里金棚户区改造项目	33	3.50
石泗、宣港棚户区改造项目	251	13.90
合计	284	17.40

资料来源：公司提供

公司承接市政项目和安置房项目体量较大，但截至 2020 年 3 月末，尚有较大规模项目未结算，对公司资产形成一定占用，中诚信国际将持续关注公司项目结算确认收入以及资金回流情况

市政项目

公司受袍江经开区管委会委托，承担部分市政代建项目。2017 年之前，代建项目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进行回购，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。2018 年起业务模式变更为，公司先行垫付建设成本，袍江经开区管委会每年根据项目建设当期的实际投入量的 20%支付给公司代建项目管理费，公司确认为代建管理费收入，项目完工并竣工决算后管委会再对项目进行整理回购，资金分批支付。截至 2017 年末公司已完工未结算的项目依旧按照之前的模式逐步回购，尚未完工的项目按照新的协议约定进行结算。项目回购方面，截至 2020 年 3 月末，政府尚未将项目回购金额安排入财政预算，尚未支付公司项目建设成本约 80 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司在建代建项目包括群贤路东拓工程一期、马山闸强排工程和袍江片东入曹娥江排涝工程（一期）等，计划总投资 47.15 亿元，已完成投资 27.75 亿元。

表 4：2020 年 3 月末公司主要在建代建项目情况（亿元）

项目	总投资	已投资	建设期间
群贤路东拓工程一期	16.00	12.82	2015~2020
马山闸强排工程	6.08	3.15	2018~2021
袍江片东入曹娥江排涝工程（一期）	5.99	5.00	2016~2021
袍江区域世纪街环境提升工程	1.50	0.71	2020.02~2020.06
越兴路改造工程	2.42	1.05	2020~2021
安城路东延段新建工程	0.97	0.38	2020.01~2020.12
凤林路东延一期（中兴大道至越东路段）	12.99	3.99	2018~2021

两湖 6#支路	0.78	0.41	2019~2020
两湖 9#支路	0.42	0.24	2019~2020
合计	47.15	27.75	-

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司拟建代建项目包括越秀路（群贤路至洋江路段）、凤林路东拓工程、安城路东延和越东路上跨杭甬高速大桥，计划总投资 25.70 亿元。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司拟建代建项目情况（万元）

项目	总投资
越秀路（群贤路至洋江路段）	45,000.00
凤林路东拓工程	170,000.00
安城路东延	12,000.00
越东路上跨杭甬高速大桥	30,000.00
合计	257,000.00

资料来源：公司提供

安置房建设

公司通过招拍挂获得安置房建设用地，按照建设成本的 20% 确认管理费收入。2017 年之前公司采

取纯实物安置模式，公司建设的安置房其中 70% 用于安置，剩余 30% 作为商品房以市场价进行销售，除安置房部分可获得管理费收入外，公司保障房建设成本通过销售商品房获得销售收入的方式进行覆盖。2017 年~2018 年末，公司采取纯货币安置模式；2019 年起，公司采取由安置户选择货币安置或实物安置的模式，货币安置资金由公司负责，货币安置成本通过公司土地整理业务获得的出让收入返还进行平衡，货币安置标准为 8,000~9,000 元/平方米。截至 2020 年 3 月末，公司已完工安置房项目共 12 个，尚未实现销售收入。2019 年，公司实现安置房销售收入 0.46 亿元，系停车场等配套设施的销售收入。

截至 2020 年 3 月末，公司在建安置房项目为 G16 地块安置房项目和昌明街 2 号地块安置房项目，计划总投资 12.11 亿元，已完成投资 5.12 亿元。公司无拟建安置房项目。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司在建安置房项目情况（亿元、平方米、户）

项目	总投资	已投资	用地面积	建筑面积	可安置户数
G16 地块安置房项目	5.75	2.02	46,351	130,635	843
昌明街 2 号地块安置房项目	6.36	3.10	43,268	139,436	832
合计	12.11	5.12	89,619	270,071	1,675

资料来源：公司提供

财务分析

以下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 2017 年度审计报告、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 2018 年度审计报告、2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。其中，2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数、2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数、2019 年财务数据采用 2019 年审计报告期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

受土地整理收入增长影响，2019 年公司营业收入有明显增长，但同时受 2019 年确认收入的代建项目的收入确认模式变更为成本加成，2019 年公司营业毛利率水平有所降低

2019 年公司实现营业收入 13.54 亿元，同比增长 75.60%。其中，公司土地整理业务稳定发展，2019 年土地整理收入有较大幅度增长；此外，受安置房进行销售阶段影响，2019 年公司新增安置房销售收入，对营业收入形成一定补充。毛利率方面，2019 年公司营业毛利率为 49.35%，同比下降 13.75 个百分点。其中，2019 年确认收入的代建项目为按成本加成方式（加成比例为 20%）确认收入的，毛利率水平大幅下降至 16.67%。

表 7：近年来公司营业收入和毛利率构成(亿元)

营业收入	2017	2018	2019	2020.Q1
土地整理	8.39	5.54	11.48	-
物业管理	0.03	0.02	0.02	0.02
代建	-	1.72	1.13	-
委托养护	0.35	0.35	0.35	-
安置房销售	-	-	0.46	-
其他	0.08	0.07	0.09	-
合计	8.85	7.71	13.54	0.02
毛利率	2017	2018	2019	2020.Q1
土地整理	55.20%	55.00%	56.41%	-
物业管理	-18.09%	-25.93%	-21.13%	-26.68%
代建	-	100.00%	16.67%	-
委托养护	33.50%	33.50%	33.50%	-
安置房销售	-	-	-18.30%	-
其他	-3.61%	-25.90%	-14.00%	-
合计	53.57%	63.10%	49.35%	-26.68%

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用构成。2019 年公司期间费用 0.16 亿元，同比下降 24.93%，主要系管理费用有所减少且利息收入略有增加影响。同年，公司期间费用占同期营业收入的比例为 1.17%，较上年下降 1.58 个百分点。2020 年 1~3 月，公司期间费用 0.09 亿元，占当期营业收入的比例为 400.64%。

利润总额方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润和营业外损益。2019 年，公司经营性业务利润为 6.46 亿元，同比下降 2.66%。2019 年，公司实现营业外收入 1.64 亿元，系由袍江区管委会承担的所得税，根据绍兴袍江经济技术开发区管理委员会文件（袍委办抄[2019]30 号、袍委办抄[2019]25 号），公司土地整理收入、代建管理费收入形成的企业所得税由管委会承担。2020 年 1~3 月，公司利润总额为-0.12 亿元。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.Q1
销售费用	-	-	-	-
管理费用	0.22	0.25	0.23	0.11
财务费用	-0.13	-0.04	-0.07	-0.02
研发费用	-	-	-	-
期间费用合计	0.09	0.21	0.16	0.09
期间费用收入比	1.00%	2.75%	1.17%	400.64%
利润总额	6.39	6.65	8.11	-0.12
经营性业务利润	6.41	6.64	6.46	-0.11

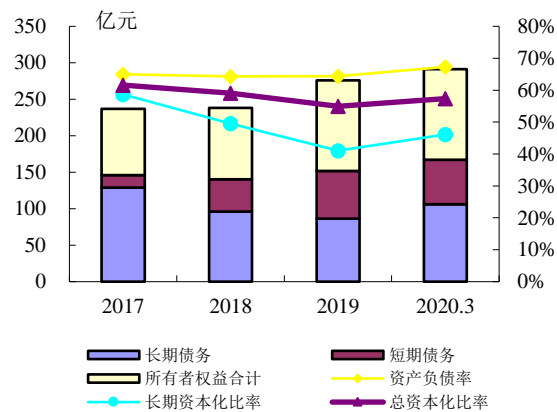
其中：其他收益 1.81 2.05 0.00 0.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受业务发展影响，公司资产规模逐步扩大，但在建工程占比较高，资产流动性较弱，且 2019 年短期债务增长较多，短期偿债压力有所增大

近年来，随着业务持续发展以及资金注入，公司总资产规模有所增加。截至 2019 年末，公司总资产 348.65 亿元，同比增长 27.63%；同期末，总负债 224.28 亿元，同比增长 27.67%。自有资本方面，主要受政府向公司支付棚改项目资金 2.00 亿元以及将 18.504 亿元政府置换债券作为开发建设专项补助充实公司资本公积影响，2019 年末公司所有者权益同比增长 27.56%至 124.37 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 379.79 亿元、255.55 亿元和 124.25 亿元。

财务杠杆比率方面，截至 2019 年末，公司资产负债率为 64.33%，与上年基本持平；同期末，总资本化比率为 54.94%，同比下降 4.10 个百分点。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 67.29%和 57.35%。

图 1：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末资本结构分析


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产结构方面，截至 2019 年末，公司流动资产 130.87 亿元，同比增长 33.77%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。具体科目来看，货币资金主要为银行存款，截至 2019 年末公司货币资金 11.95 亿元，同比增长 62.22%，主要系银行存款增长，截至 2019 年末公司受限的货币资金

3.20 亿元；同期末，其他应收款 48.11 亿元，同比增长 172.45%，全部系往来款，账龄较为分散，增长部分主要系与绍兴市高新技术产业开发区迪荡新城投资发展有限公司的往来款增加；同期末，公司存货 68.06 亿元，同比下降 4.35%，主要系 2019 年土地出让确认收入影响。

截至 2019 年末，公司非流动资产 217.77 亿元，同比增长 24.20%，主要系投资性房地产和在建工程。其中，截至 2019 年末，公司投资性房地产 12.32 亿元，同比增长 741.83%，主要系公司于 2019 年取得的喜临门汇金购物中心产权 10.93 亿元，将用于出租；同期末，公司在建工程 201.61 亿元，同比增长 17.49%，主要系汽车城等其他零星项目建设进度有所推进，公司在建工程主要系 2018 年签订框架协议前的代建项目，由于尚未对项目做财务决算报告，因此仍列入在建项目科目中。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	8.98	7.37	11.95	28.56
其他应收款	19.51	17.66	48.11	50.57
存货	64.52	71.16	68.06	70.63
投资性房地产	1.54	1.46	12.32	12.39
在建工程	161.70	171.60	201.61	210.03
总资产	259.95	273.17	348.65	379.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至 2019 年末，公司流动负债 137.43 亿元，同比增长 72.73%，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。具体科目来看，截至 2019 年末公司短期借款 5.00 亿元，同比增长 240.14%，主要系质押借款增长 546.81%至 3.04 亿元；同期末，其他应付款 69.92 亿元，同比增长 107.00%，主要系应付的往来款，增长部分主要系与绍兴市高新技术产业开发区迪荡新城投资发展有限公司的往来款增加；2019 年末，一年内到期的非流动负债 60.06 亿元，同比增长 61.41%，主要系一年内到期的应付债券增长 200.00%至 12.00 亿元，主要系将于 2020 年 5 月到期的“14 绍袍江债”2.00 亿元，将于 2020 年 7 月到期的“17 袍江工业 PPN001”5.00 亿元和

将于 2020 年 7 月到期的“17 袍江工业 PPN002”5.00 亿元。

非流动负债方面，截至 2019 年末，公司非流动负债 86.85 亿元，同比减少 9.64%，主要由长期借款和应付债券构成。具体科目来看，截至 2019 年末公司长期借款 52.78 亿元，同比减少 14.66%，主要系抵押借款和保证借款；同期末，公司应付债券 33.80 亿元，同比减少 0.59%。

表 10：截至 2019 年末公司应付的债券情况（亿元）

债项简称	债券余额	发行利率	发行期间
14 绍袍江债	4.00	6.98%	2014.05~2021.05
16 袍工 01	2.00	6.30%	2016.03~2021.03
16 袍工 02	1.30	6.30%	2016.06~2021.06
16 袍工 03	2.80	6.30%	2016.09~2021.09
17 袍江工业 PPN001	5.00	6.00%	2017.07~2020.07
17 袍江工业 PPN002	5.00	6.50%	2017.09~2020.09
19 袍工 01	8.00	7.00%	2019.09~2024.09
19 袍工 02	2.70	7.00%	2019.11~2024.11
19 袍江工业 MTN001	9.00	6.00%	2019.06~2022.06
19 袍江工业 MTN002	6.00	7.00%	2019.11~2024.11
合计	47.80	-	-

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司总债务 151.63 亿元，同比增长 7.91%，主要系短期债务增长幅度较大。2019 年末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.75 倍，受部分应付债券于一年内到期转入短期债务影响，短期债务占比有所增长。截至 2020 年 3 月末，公司总债务规模和长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 167.06 亿元和 0.57 倍。

公司经营活动现金流呈净流入状态，但对债务本息的覆盖能力较弱，同时 EBITDA 对债务本息覆盖能力有待提高，货币资金无法覆盖同期末短期债务，总体有一定偿债压力

2019 年，公司经营活动净现金流为 17.16 亿元，受业务发展公司销售商品提供劳务收到的现金有所增长影响，同比增长 45.65%。同期，公司经营活

动净现金流对总债务的覆盖倍数为 0.11 倍、经营活动净现金流对利息支出的保障倍数为 1.52 倍。2020 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 2.30 亿元。整体来看，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力较弱。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额。2019 年，公司 EBITDA 为 8.21 亿元，同比增长 23.05%。偿债能力指标方面，2019 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 18.48 倍和 0.73 倍。

表 11：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2017	2018	2019	2020.Q1
短期债务	16.74	44.68	65.06	60.80
长期债务	129.14	95.84	86.58	106.25
总债务	145.88	140.52	151.63	167.06
货币资金/短期债务	0.54	0.16	0.18	0.47
EBITDA/短期债务	0.38	0.15	0.13	-
经营活动净现金流	16.66	11.78	17.16	2.30
经营活动净现金流/总债务	0.11	0.08	0.11	0.02
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.84	1.23	1.52	-
EBITDA	6.41	6.67	8.21	-
总债务/EBITDA	22.75	21.07	18.48	-
EBITDA 利息倍数	0.71	0.69	0.73	-

注：2020 年一季度经营活动净现金流/总债务为年化后数据。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

具体到期分布来看，公司 2020 年 4~12 月 2021 年、2022 年以及 2023 年分别需要偿还债务为 34.26 亿元、29.02 亿元、44.72 亿元及 4.75 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司货币资金无法覆盖短期债务，公司短期内偿债压力较大。

表 12：截至 2020 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	2020 年 4~12 月	2021 年	2022 年	2023 年
到期债务	34.26	29.02	44.72	4.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司及子公司获得银行授信额度共计 146.08 亿元，其中尚

未使用的授信额度为 15.10 亿元。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保合计 76.68 亿元，均系对区域内国有企业提供担保，占同期净资产的比重为 61.72%。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产总额为 10.68 亿元，其中受限的货币资金 3.91 亿元、受限的土地和房屋 6.77 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 4 月 28 日，公司发生一笔欠息事项，欠息发生日期为 2018 年 7 月 21 日，欠息金额 32.05 万元，系公司财务人员疏忽造成，已于 2018 年 7 月 23 日结清。其余期间发生所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为绍兴市重要的开发建设主体，公司在资金注入、股权划转、财政补贴等方面获得了绍兴市政府的有力支持

公司是袍江开发区唯一的基础设施建设运营和土地一级开发主体，地位突出，相关业务在区域内具有一定垄断优势。袍江管委会在土地出让金返还、增资以及专项资金补贴等方面，向公司提供了有力的支持，一定程度上保障了袍江开发区城市建设的顺利推进。

公司于 2017 年 10 月和 2018 年 10 月分别同袍江管委会就土地开发和基础设施建设签订新协议，其中土地开发业务模式由原先的土地出让金返还模式变更为成本加成模式，基础设施建设业务模式由回购模式变更为成本加成模式，公司相关业务的营业收入确认更加有所保障，毛利率水平更加平稳。

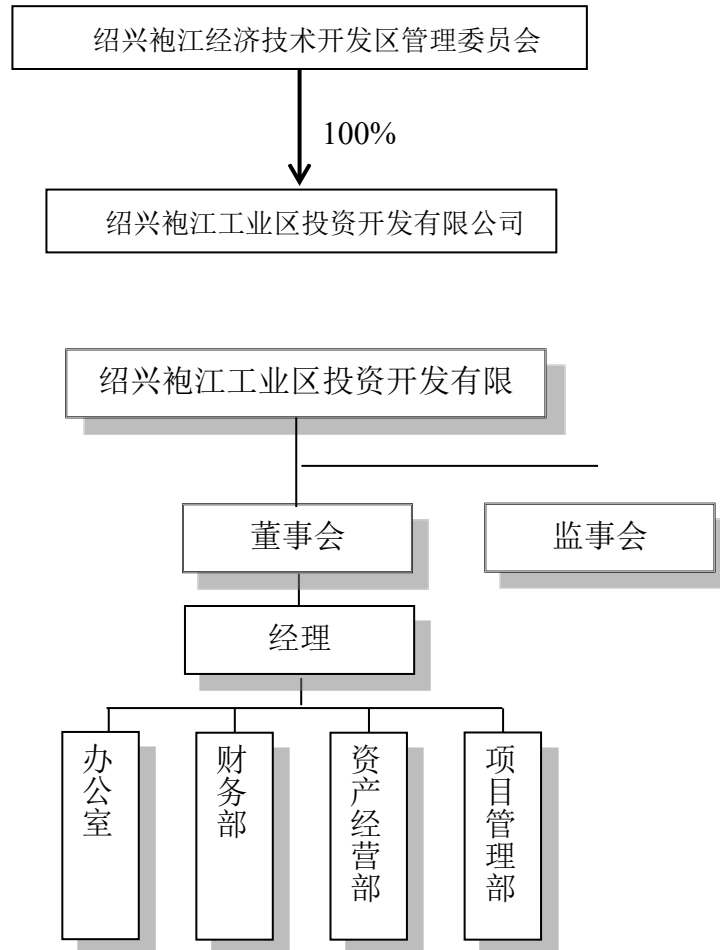
公司于 2019 年收到财政专项资金补助 1.20 亿元，此外同一年度越城区财政局将政府置换债券 18.405 亿元作为公司开发建设专项补助充实公司资本，计入资本公积，为公司开展业务及资金平衡提

供了一定的补充。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持绍兴袍江工业区投资开发有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 绍袍江债/PR 绍袍江”、“17 袍江工业 MTN001”、“17 袍江工业 MTN002”、“19 袍江工业 MTN001”和“19 袍江工业 MTN002”的信用等级为 **AA**。

附一：绍兴袍江工业区投资开发有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	89,847.14	73,658.55	119,485.37	285,634.24
应收账款	2,762.61	12,701.68	12,704.08	12,702.01
其他应收款	195,139.19	176,574.29	481,072.32	505,667.54
存货	645,208.84	711,596.85	680,610.42	706,255.32
长期投资	16,415.00	17,415.00	33,329.27	40,988.27
在建工程	1,616,956.02	1,715,990.88	2,016,103.06	2,100,263.25
无形资产	5,040.09	4,903.80	4,767.50	4,733.42
总资产	2,599,538.47	2,731,707.15	3,486,450.10	3,797,931.78
其他应付款	226,185.98	346,340.96	721,556.32	880,010.11
短期债务	167,441.61	446,779.56	650,580.13	608,022.72
长期债务	1,291,370.37	958,448.15	865,769.40	1,062,531.58
总债务	1,458,811.98	1,405,227.71	1,516,349.53	1,670,554.30
总负债	1,689,448.55	1,756,779.99	2,242,798.77	2,555,471.74
费用化利息支出	-	-	-	-
资本化利息支出	90,391.86	96,063.19	-	-
实收资本	12,000.00	12,000.00	12,000.00	12,000.00
少数股东权益	-	-	-	-
所有者权益合计	910,089.92	974,927.16	1,243,651.33	1,242,460.04
营业总收入	88,499.73	77,090.04	135,372.34	223.18
经营性业务利润	64,060.35	66,382.93	64,620.23	-1,131.39
投资收益	-	-	-74.95	-
净利润	63,870.56	64,837.24	64,674.17	-1,191.29
EBIT	63,876.50	66,466.76	81,100.57	-
EBITDA	64,117.12	66,695.25	82,071.28	-
销售商品、提供劳务收到的现金	88,499.73	81,715.45	135,784.18	236.41
收到其他与经营活动有关的现金	237,899.84	213,633.88	246,990.48	134,101.58
购买商品、接受劳务支付的现金	66,316.41	32,149.11	38,481.60	25,945.31
支付其他与经营活动有关的现金	91,890.57	143,144.09	170,243.00	84,369.78
吸收投资收到的现金	-	-	-	-
资本支出	493,723.60	71,550.09	200,188.20	59,265.70
经营活动产生现金净流量	166,600.89	117,818.55	171,597.87	23,049.11
投资活动产生现金净流量	-493,723.60	-71,550.09	-213,078.71	-66,924.70
筹资活动产生现金净流量	246,365.71	-67,457.05	60,307.65	222,024.46
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率 (%)	53.57	63.10	49.35	-26.68
期间费用率 (%)	1.00	2.75	1.17	400.64
应收类款项/总资产 (%)	7.61	6.93	14.16	13.65
收现比 (X)	1.00	1.06	1.00	1.06
总资产收益率 (%)	2.46	2.49	2.61	-0.04
资产负债率 (%)	64.99	64.31	64.33	67.29
总资本化比率 (%)	61.58	59.04	54.94	57.35
短期债务/总债务 (%)	11.48	31.79	42.90	36.40
FFO/总债务 (X)	0.04	0.05	0.04	-
FFO 利息倍数 (X)	0.71	0.68	0.58	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	1.84	1.23	1.52	-
总债务/EBITDA (X)	22.75	21.07	18.48	-
EBITDA/短期债务 (X)	0.38	0.15	0.13	-
货币资金/短期债务 (X)	0.54	0.16	0.18	0.47
EBITDA 利息倍数 (X)	0.71	0.69	0.73	-

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司其他流动负债计入公司短期债务部分。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。