

绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司
2018 年度第二期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2018)010799】

评级对象: 绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司 2018 年度第二期中期票据

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

注册额度: 25 亿元

本期发行: 9 亿元

存续期限: 5 年

增级安排: 无

评级时间: 2018 年 8 月 27 日

发行目的: 归还银行借款

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还本金和支付最后一利息

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	4.17	3.83	4.06	6.72
刚性债务	61.16	72.14	59.60	54.80
所有者权益	5.41	5.71	4.19	2.40
经营性现金净流入量	0.06	-5.87	-1.72	1.24
合并口径数据及指标:				
总资产	332.79	370.51	399.68	389.83
总负债	205.77	224.37	252.02	241.00
刚性债务	137.35	150.88	173.19	159.99
所有者权益	127.02	146.14	147.66	148.83
营业收入	24.72	24.51	26.15	4.73
净利润	2.53	7.46	1.75	0.11
经营性现金净流入量	11.22	4.12	0.19	-1.87
EBITDA	11.67	20.89	13.40	—
资产负债率[%]	61.83	60.56	63.06	61.82
权益资本与刚性债务 比率[%]	92.48	96.86	85.26	93.03
流动比率[%]	159.91	151.02	113.19	112.22
现金比率[%]	52.77	19.22	25.41	11.99
利息保障倍数[倍]	0.97	1.78	0.86	—
净资产收益率[%]	2.01	5.46	1.19	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	13.36	4.46	0.17	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-5.94	-13.19	-2.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.52	2.29	1.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.14	0.08	—

注: 根据轻纺城集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

胡颖 huying@shxsj.com

覃斌 qb@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **主业经营稳定性强。**中国轻纺城市场为全国规模最大、经营品种最丰富的纺织品集散中心,也是亚洲最大的轻纺专业市场。轻纺城集团控制了 90% 以上的中国轻纺城商铺, 商铺出租为公司稳定的收入及利润来源。
- **持续的政府补助支持。**绍兴市柯桥区政府持续给予轻纺城集团补助支持, 主要体现在交通运输专项补助和污水处理专项运营补助, 有助于公司业务开展。
- **资产质量较好。**轻纺城集团持有的轻纺城商铺资产以成本法计量, 潜在增值空间大; 持有浙商银行、会稽山等上市公司股权, 资产流动性较强, 必要时优质资产可为债务偿付提供保障。

主要风险:

- **部分运营主体偿债压力大。**轻纺城集团部分运营主体(公司本部、交投公司等)已累积了较大规模的刚性债务, 而其创收创现能力弱, 单体偿债压力大。
- **水务及交通基建业务资本性支出压力大。**轻纺城集团在市场经营、水务及交通基建等方面仍有一定的投资规模, 资本性支出压力持续较大。
- **互保规模大。**轻纺城集团对外担保金额大, 与股东国投公司及绍兴市政府下属企业之间形成了大量的相互担保, 区域内国有企业信用风险较难得到缓释。
- **道路基建资金回笼不确定性增加。**轻纺城集团道路基建 BT 模式难以持续, 未来交通基建项目资金回笼不确定性增加。

- 水务业务亏损。轻纺城集团排水业务及部分参股企业持续亏损，对利润造成明显侵蚀。
- 资金占用风险。轻纺城集团的大量资金被区域内其他国企占用，回收期限不确定，相关款项回收面临一定风险。
- 内部管控风险。轻纺城集团下属机构较多，业务跨度大，子公司经营独立性较强，集团对其管控能力和资金统筹能力有待提高。

➤ 未来展望

通过对轻纺城集团及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性很强，并给予本期中期票据 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司

2018 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司（简称“轻纺城集团”，“该公司”或“公司”）成立于 2003 年 7 月，初始注册资本为 1,000 万元，原名为绍兴县中国轻纺城市场开发有限公司，由绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司¹（简称“国投公司”）出资设立。2006 年 5 月，国投公司对公司增资至 2 亿元，之后公司注册资本及股权结构均未有变化。2013 年 12 月，公司所处行政区由绍兴县调整为绍兴市柯桥区，公司更名为绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发有限公司；2017 年 1 月，公司更为现名。

该公司业务涉及中国轻纺城市场建设和运营、水务投资和运营、交通基建及市政建设等。除市场建设和部分物业招租由本部负责外，其余业务都由下属子公司独立运营，其中上市子公司浙江中国轻纺城集团股份有限公司（简称“轻纺城股份”，证券代码：600790.SH）负责绝大部分中国轻纺城市场运营；股东于 2008 年无偿划入的绍兴柯桥水务集团有限公司²（简称“水务集团”）、绍兴市柯桥区交通投资有限公司³（简称“交投公司”）以及绍兴市柯桥区城市建设投资开发有限公司⁴（简称“城投公司”）分别负责水务资产建设和运营、交通基建、市政建设等业务，主要子公司情况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司 2018 年在交易商协会注册 25 亿元中期票据额度（中市协注〔2018〕MTN287 号），于 2018 年 7 月 23 日发行首期，发行金额为 8 亿元，发行期限为 5 年，所募资金全部用于归还银行借款。本期中票为第二期，拟发行 9 亿元，公司拟将所募资金用于归还银行借款。

¹ 国投公司成立时名称为绍兴县国有资产投资经营有限公司，2013 年 11 月更名为绍兴市柯桥区国有资产投资经营有限公司，2016 年 7 月更为现名

² 原名绍兴县水务集团有限公司

³ 原名绍兴县交通投资有限公司

⁴ 原名绍兴县城市建设投资开发有限公司

图表 1. 拟发行的本期中票概况

债券名称:	绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司 2018 年度第二期中期票据
注册额度:	25 亿元
本期发行规模:	9 亿元
本期债券期限:	5 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次, 到期归还本金和支付最后一年利息
增级安排:	无

资料来源: 轻纺城集团

截至 2018 年 7 月末, 该公司尚在存续期内的债券为 14 轻纺 MTN001、14 绍交投债、15 轻纺 MTN001、16 柯桥轻纺 PPN001、16 柯桥轻纺 PPN002 和 18 柯桥轻纺 MTN001, 待偿债券余额共计 56 亿元 (如图表 2 所示), 目前付息情况正常。

图表 2. 公司存续期内债券概况 (单位: 亿元)

项目	发行主体	注册额度/注册时间	起息日	期限	发行金额	待偿余额	票面利率	本息兑付情况
14 轻纺 MTN001	本部	8 亿元/2014 年 5 月	2014.6.20	5 年	8.00	8.00	7.30%	正常付息
14 绍交投债	交投公司	15 亿元/2014 年 4 月	2014.8.20	7 年	15.00	12.00	6.40%	正常付息
15 轻纺 MTN001	本部	8 亿元/2015 年 8 月	2015.8.28	5 年	8.00	8.00	5.30%	正常付息
16 柯桥轻纺 PPN001	本部	20 亿元/2015 年 10 月	2016.2.25	5 年	10.00	10.00	4.80%	正常付息
16 柯桥轻纺 PPN002	本部		2016.8.15	5 年	10.00	10.00	4.20%	正常付息
18 柯桥轻纺 MTN001	本部	25 亿元/2018 年 5 月	2018.7.23	5 年	8.00	8.00	6.00%	-

资料来源: Wind 资讯

(2) 募集资金用途

A. 偿还银行借款

该公司拟将本期发行的中期票据所募资金全部用于归还银行借款, 所置换的金融机构借款如图表 3 所示。

图表 3. 公司拟以募集资金偿还的银行借款安排 (单位: 万元)

借款单位名称	借款余额	担保方式	借款类型及用途
广发银行股份有限公司绍兴分行	30,000	最高额担保	短期流动资金贷款
交通银行股份有限公司绍兴中国轻纺城支行	6,000	担保	宣传招商费用
宁波银行股份有限公司绍兴分行	10,000	担保	中长期贷款
上海浦东发展银行股份有限公司绍兴柯桥支行	13,960	最高额担保	中长期流动资金贷款
绍兴银行股份有限公司轻纺城支行	5,000	最高额担保	中长期流动资金贷款
中国光大银行股份有限公司绍兴支行	8,000	最高额担保	短期流动资金贷款
上海银行股份有限公司绍兴分行	3,800	最高额担保	宣传招商费用
瑞丰银行营业部浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司营业部	16,985	保证	中长期流动资金贷款等
合计	93,745		

资料来源: 轻纺城集团

(3) 信用增进安排

本期中票未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投

资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

该公司市场经营业务受益于长期租赁合同的签订以及较强的市场地位保持了稳健的运营状态，但交通基建、市政等业务易受国家宏观经济等因素影响，面临一定的资金压力。

(2) 行业因素

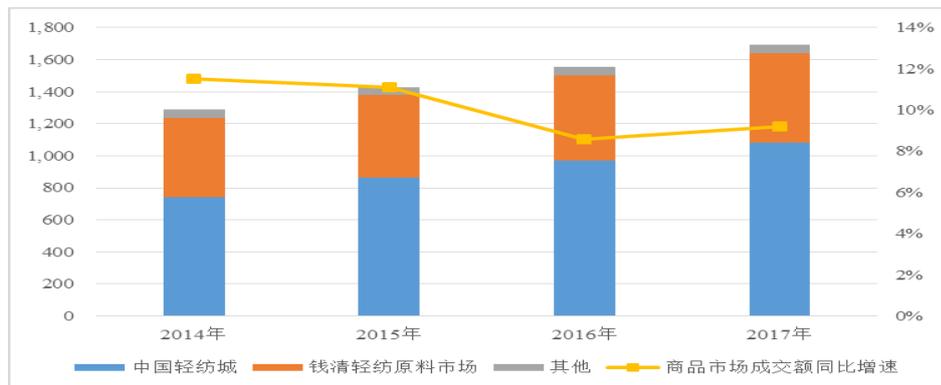
中国轻纺城是亚洲最大的轻纺专业市场，随着集群化水平的提升，市场交易额持续增长。但纺织行业景气度较低、同类型实体市场增多和电商市场兴起，都对该公司经营的中国轻纺城市场形成冲击。基础设施建设方面，柯桥区大力实施以拆违为重点的城乡环境综合整治，在市政、交通及水务等领域仍有一定的建设需求。

该公司主要从事中国轻纺城市场经营、水务投资建设运营、交通基建等业务，轻纺城市场经营环境及柯桥区区域基建投资对公司经营影响较大。

A. 中国轻纺城市场

截至 2017 年末，柯桥区拥有商品交易市场 87 个，其中成交额超过百亿元市场 2 个。2015~2017 年全区商品市场交易额持续增长，分别为 1,429.64 亿元、1,552.57 亿元和 1,692.38 亿元。2017 年市场交易结构中，中国轻纺城成交额为 1,080.7 亿元，同比增长 11.4%；钱清轻纺原料市场成交额为 561.8 亿元，同比增长 5.2%。“网上轻纺城”当年新增入驻企业 3,104 家，累计达 87,209 家；轻纺城网上交易额 303.7 亿元，同比增长 37.5%。

图表 4. 柯桥区商品交易市场成交额情况（单位：亿元）



资料来源：绍兴市柯桥区历年统计公报

中国轻纺城实体市场群⁵始建于 1988 年 10 月，经过多年发展，已成为目前亚洲最大的轻纺专业市场，名列全国十大专业批发市场第 2 位。中国轻纺城实体市场群已基本形成了“南部的传统交易区、北部的市场创新区、中部的国际贸易区、西部的原料龙头区和东部的物流配套区”五大区域，现有市场建筑面积 365 万多平方米，传统交易区营业房 26,000 余间，注册经营户（公司）24,000 余家，常驻国（境）外采购商 5,500 余人，国（境）外代表机构近千家，拥有自营出口实绩企业 1,459 家。中国轻纺城实体市场群轻纺产品总销售额占全国的 1/3，全球每年有四分之一的面料在此成交，与全国近一半的纺织企业建立了产销关系。

近年来，中国轻纺城“三次创业”全面推进，集群化水平正在逐步提升。

⁵ 指柯桥区内中国轻纺城和钱清轻纺原料市场等轻纺产品交易市场。

南部市场着重加快了老市场区域的拆迁改造、升级步伐；中部市场加快了国际贸易区的发展；北部市场加快了柯北新市场区，特别是服装、服饰辅料市场建设，同时还培育扶持纺机、小商品等新的市场门类，促进各类市场的联动并进、错位发展与延伸拓展。继“中国·柯桥纺织指数”后，2016年中国轻纺城又发布国内首个“中国·柯桥时尚指数”，成为纺织品趋势中心。此外，会展经济带动交易额增加，2017年春、秋两季纺博会各项数据再创新高，登记入场的专业采购商分别达3.99万人和4.42万人，分别增长9.8%和9.2%，成交额分别达62.93亿元和89.97亿元，分别增长9.6%和9.1%。

在宏观经济增速换挡、行业结构性产能过剩、库存积压的背景下，纺织业景气度持续较低，2017年纺织业出口交货值为3,445.20亿元，同比增长3.4%；同期纺织业主营业务收入和利润总额分别为3.80万亿元和0.20万亿元，同比分别增长3.70%和3.60%。国内纺织行业成本负担仍较重，给纺织产品批发市场造成一定的经营压力。与此同时，周边地区如浙江海宁、江苏南通、江苏吴江等纺织面料专业市场不断发展，专业市场供需趋于饱和态势明显，加之电商市场的兴起，对该公司经营的中国轻纺城市场形成一定冲击。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017年/末，单位：亿元）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	其中： 市场经营 营业收入	市场经营 毛利率	总资产	资产负债 率	权益资本/ 刚性债务 (倍)	净利润	经营性 净现金流
绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司	26.15	26.90%	7.98	63.91%	399.68	63.06%	0.85	1.75	0.19
浙江中国轻纺城集团股份有限公司	9.25	63.31%	7.32	67.84%	87.38	41.93%	-	4.00	0.11
浙江中国小商品城集团股份有限公司	100.17	32.56%	20.82	61.42%	238.61	51.61%	1.75	14.09	2.74
海宁中国皮革城股份有限公司	18.69	49.09%	13.57	61.79%	105.97	30.12%	15.71	2.82	5.46

资料来源：新世纪评级整理

B. 柯桥区基础设施建设

城乡建设方面，截至2017年末绍兴市柯桥区城区建成区面积68平方公里，城市道路面积462.9万平方米；全年处理城市污水1.8亿吨，其中处理生活污水0.43亿吨。近年来柯桥区大力实施以拆违为重点的城乡环境综合整治，2017年完成“三改”建筑面积2,613.52万平方米，其中旧住宅改造完成475.22万平方米，城中村改造完成2,016.9万平方米，旧厂区改造完成121.4万平方米，“三改”完成总量全市排名第一；完成城中村拆迁签约面积311.06万平方米、腾空面积311.06万平方米、拆除面积310.01万平方米；完成20个老旧小区整体改造，建筑面积达45.26万平方米，惠及4,684户居民。

根据《关于绍兴市柯桥区2017年国民经济和社会发展规划执行情况暨2018年国民经济和社会发展规划（草案）的报告》，2018年柯桥区计划安排重点基础设施项目129个，总投资472.0亿元，当年计划投资119.5亿元。当年重点建设项目包括：完成钱滨线、104国道柯桥段改造、滨海印染产业集聚区污水集中预处理（二期）、绍兴水处理工业废水脱氮、越州大道柯袍路立交改

造等项目建设；开工建设杭金衢高速至杭绍台高速联络线、杭甬高速柯桥互通改造、柯海线提升改造、镜水路南延、彪佳路中段、鉴湖江南岸慢行系统等项目；加快推进杭州至绍兴城际铁路、31 省道北延柯桥段、绸缎中路、兰亭至店口快速路、瓜渚湖直江柯北段拓浚等项目建设；做好轻纺城现代物流城（一期）等项目前期工作。

水务方面，柯桥区继续强化“五水共治”、“五气共治”。“五水共治”深入推进，河长制、湖长制不断深入，318 个劣 V 类小微水体全部剿灭，27 个市级考核断面保持 IV 类以上；“五气共治”成效提升，空气优良率达到 80%，PM_{2.5} 均值 41 微克/立方米，下降 12.8%。规范处置印染污泥 68.9 万吨，全部 20 家企业危险废物存量清零。启动工业废水终端脱氨工程建设，实现出水总氨应急达标排放。未来几年柯桥区在水务领域仍将保持一定投资规模。

绍兴市柯桥区核心产业——纺织印染用水需求大，单户印染类企业的日用水量少则上百吨，多则数千吨。同时，纺织产业生产链条上的原料、化纤、印染等环节均产生大量的工业污水，且处理难度较大，其中又以印染环节为甚，因此区域供水需求和污水处理需求大。但近年来节能减排日益得到各级政府重视，纺织印染行业排污指标下降，对区域排水和污水处理规模造成一定影响。

(3) 区域市场因素

柯桥区经济实力在绍兴市各市、区、县中位于前列，综合实力较强，近年来柯桥区经济规模保持增长态势，第三产业占比稳步提升；但区域经济对外依存度高，传统纺织品占出口比重 90% 以上，对经济增长影响大。

绍兴市柯桥区（原绍兴县，2013 年 11 月正式撤县设区，简称“柯桥区”）位于长三角南翼，处于杭州、宁波之间，距离上海不到 200 公里，为在浙江省属经济和城市发展集聚程度最高的杭州湾产业带与城市群内的主要节点城市之一。全区面积 1,066 平方公里⁶，下辖 4 个街道、12 个镇，拥有 1 个国家级经济技术开发区、2 个省级开发区，2017 年末户籍人口 67.37 万人，全年净增人口 3,910 人，按户籍登记计算的自然增长率为 5.8‰。

2015~2017 年，柯桥区地区生产总值分别为 1,200.11 亿元、1,239.25 亿元和 1,351.22 亿元，按可比价计算，分别增长 7.6%、3.5% 和 7.1%，其中 2016 年可比增速下滑主要受以纺织业为代表的工业增速下滑影响；2017 年增长主要受益于第二、第三产业的 growth。2017 年柯桥区第一产业增加值 35.61 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 686.69 亿元，增长 6.7%，其中工业增加值 598.37 亿元，增长 7.6%；第三产业增加值 628.92 亿元，增长 8.0%。三次产业结构由上年的 2.9:51.6:45.5 调整为 2.6:50.8:46.5，第三产业占比较上年提高 1.0 个百分点，产业结构继续优化。柯桥区经济实力在绍兴市各市、区、县中位于前列，2017 年在全国综合实力百强区中排名第 13 位。

国内贸易方面，柯桥区消费品需求仍保持快速增长，2015~2017 年全区社

⁶ 数据来源：绍兴市柯桥区人民政府

会消费品零售总额分别为 233.37 亿元、260.91 亿元和 291.18 亿元，增速分别为 11.0%、11.8% 和 11.6%。进出口方面，柯桥区经济对外贸依存度高，易受进出口贸易的影响，2015~2017 年全区进出口总额分别为 112.33 亿美元、654.09 亿元和 711.26 亿元，2017 年同比增长 8.8%。2015~2017 年，柯桥区出口总额分别为 104.16 亿美元、627.30 亿元人民币和 686.49 亿元人民币，增速分别为 -5.4%、-2.9% 和 9.5%，主要出口品种为传统纺织品，出口占比在 90% 以上。受欧美市场纺织品需求疲软和低端产品订单向低劳动力成本区域转移的影响，2015 年、2016 年柯桥区出口出现负增长；2017 年柯桥区出口额快速增长，一方面受益于欧美市场回暖，传统纺织品重回增长（增速 6.1%）；另一方面机电产品出口快速增长（增速超过 35%）。

2. 业务运营

该公司对中国轻纺城市场的控制力强，轻纺城市场经营毛利为公司整体毛利的最重要支撑；受营改增、工业污水处理量下降及新增污水处理资产折旧计提影响，2016 年以来公司排水业务大幅亏损，且亏损面呈扩大趋势；受营改增影响，2016 年售水业务毛利率大幅下降，在水价上升及供水范围扩大带动下，2017 年售水业务收入及盈利能力有所提升；基础设施建设业务投资规模大，盈利能力较差。整体来看，公司主业整体盈利能力较弱，水务、基建等公益性业务能够持续获得政府补助支持，加上波动的投资收益，公司每年能够保有一定利润。

该公司是中国轻纺城市场的开发运营主体，以及绍兴市柯桥区内水务投资和运营、交通基建及市政建设（统称为“基础设施建设”）的重要主体。运营主体方面，上市子公司轻纺城股份负责绝大部分中国轻纺城市场运营；水务集团、交投公司以及城投公司分别负责水务建设及运营、交通基建、市政建设等业务。

该公司目前控制了轻纺城 90% 以上的营业房，轻纺城市场位于绍兴市柯桥区，是目前全国规模最大、经营品种最丰富的纺织品集散中心，也是亚洲最大的轻纺专业市场，具有很强的规模集聚及品牌效应。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
轻纺城市场经营	全国	规模/品牌等

资料来源：新世纪评级整理

(1) 主业运营状况/竞争地位

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业收入分别为 24.72 亿元、24.51 亿元、26.15 亿元和 4.73 亿元，其中 2016 年收入同比下降 0.86%，主要因污水处理业务子公司自 2015 年 7 月开始认证为一般纳税人，增值税为价外税导致收入下降；2017 年收入同比增长 6.69%，主要受益于其他业务收入增长，可持

续性较弱。

从业务结构来看，该公司收入主要来自轻纺城市场经营、排水业务、售水业务和基础设施建设业务。受营改增影响，2016 年排水业务收入和毛利率大幅下滑；受结转项目收益率下降及营改增影响，当年基建业务收入毛利率也有所下滑。2017 年轻纺城市场经营、排水业务、售水业务和基础设施建设业务分别贡献收入 7.89 亿元、5.07 亿元、3.90 亿元和 4.23 亿元，毛利率分别为 63.50%、-20.86%、4.62% 和 1.83%。受服装市场拆迁的影响，轻纺城市场经营收入略有下降；随着竞租模式下租金上升，公司轻纺城市场经营毛利率波动回升，该业务毛利对整体毛利水平形成最重要支撑；排水业务收入成本倒挂程度有所恶化，主要系 2016 年新转固的滨海供水预处理水工程资产全年计提折旧所致；受益于供水覆盖范围的扩大及水价的提升，2017 年公司售水业务毛利率较上年提升 1.23 个百分点；基础设施建设业务收入和毛利率较上年变化不大。此外，公司还有少量安装收入、场外运行维护收入、市场的水电费收入、物业费收入、停车费收入、广告场租费收入等，一方面物业费收入增长较快（受益于出租营业房增加），另一方面供水设施的远程调试及安装收入、高层二次供水建设和运行维护费收入以及市场水电费收入等的收取促进 2017 年其他业务收入增长，为公司收入及利润提供补充。

图表 7. 公司核心业务收入及毛利率变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	24.72	24.51	26.15	4.73	4.78
其中：核心业务营业收入	21.62	21.20	21.09	3.76	4.32
在营业收入中所占比重	87.44%	86.48%	80.65%	79.41%	90.26%
其中：（1）轻纺城市场经营	7.88	8.15	7.89	2.02	2.31
在核心业务收入中所占比重	36.43%	38.44%	37.41%	53.85%	53.57%
（2）排水业务	5.74	4.94	5.07	0.95	1.17
在核心业务收入中所占比重	26.55%	23.29%	24.04%	25.33%	27.17%
（3）售水业务	3.72	3.75	3.90	0.78	0.83
在核心业务收入中所占比重	17.21%	17.70%	18.48%	20.83%	19.26%
（4）基础设施建设	4.28	4.36	4.23	-	-
在核心业务收入中所占比重	19.81%	20.57%	20.06%	-	-
毛利率	29.26%	23.51%	26.90%	30.11%	32.05%
其中：轻纺城市场经营	63.63%	62.54%	63.50%	65.73%	61.60%
排水业务	-0.09%	-19.59%	-20.86%	-28.62%	-14.57%
售水业务	16.26%	3.39%	4.62%	-2.76%	-5.16%
基础设施建设	8.65%	1.82%	1.83%	-	-

资料来源：轻纺城集团

A. 轻纺城市场经营

轻纺城市场经营是该公司的核心业务，其优质营业房资源主要集中于上市公司轻纺城股份。中国轻纺城市场主要由公司本部及轻纺城股份分片开发和运营，公司本部及其子公司合计控制了轻纺城市场 90% 以上的营业房，确

立了公司在市场中的核心地位。截至 2018 年 3 月末，公司共拥有中国轻纺城专业批发市场 12 个（含在建的西市场，不含正在拆迁的服装市场），建筑面积约 148.05 万平方米，以及市场配套区（物流仓储为主）面积约 55.70 万平方米。

图表 8. 截至 2018 年 3 月末公司下属商铺情况（单位：万平方米）

运营主体	市场名称	建筑面积	商铺数	主营产品	建成年份
公司本部	西市场（在建）	20.00	-	-	-
	东门纺织品市场	2.35	631	时装面料	2006
	柯东仓储市场	13.34	628	仓储用房	2008
小计	-	35.69	1,259	-	-
轻纺城股份	老市场	5.43	1,303	时装面料、家纺面料	1988
	北市场	13.57	4,648	化纤、针织、窗纱	1993
	天汇市场	8.6	1,316	窗纱、雪纺	1993
	东市场	4.9	1,260	时装布料、里子布、棉布	1997
	联合市场	16	1,790	时装面料、窗帘	2005
	服装市场	拆迁中	-	家纺、服装	1993
	东升路市场	7.43	1,296	毛纺、精织面料、针织面料	2009
	北联市场	21.96	2,318	窗帘、窗纱	2011
	服装服饰市场	23.10	2,635	服装服饰、家纺、围巾	2009
	坯布市场	11.37	2,385	坯布	2011
小计	-	112.36	18,951	-	-
合计	-	148.05	20,210	-	-

资料来源：轻纺城集团

为保证中国轻纺城市场的整体经营和长远发展，该公司所拥有的营业房只对外租赁，不对外进行产权销售。招租模式上，为招商隆市、活跃轻纺城市场，公司营业房租金价格一般以政府指导价为定价依据，在此基础上根据不同的楼层、不同的区域位置确定租金价格。目前公司大多数市场采取政府指导价基础上的“六年一租”经营模式，租金一次性收取，收入分六年均摊，六年到期调整一次租金，市场租赁现金流状况良好，但年度间存在不均衡性。此外，公司部分市场采用竞租拍卖的方式确定租金价格，营业房租金由市场决定，竞租拍卖方式有效提高了公司的租金收入。除北联市场外，公司大部分市场的竞拍商户可享有转租权及优先续租权，即六年租期满后可优先续租该铺位。2017 年，轻纺城股份完成北市场、天汇市场、东升路市场各市场交易区的部分到期营业房的续租招商工作，并完成老服装市场临时钢棚区的关停拆除和新服装服饰市场优先招租招商工作。2018 年 5 月，北联市场原 1~5 期拍租的 879 间（套内面积共 2.93 万平方米）营业房完成下一轮租期使用权拍租，租赁期限约 6 年半，拍租成交 843 间（套内面积共计 2.82 万平方米），成交金额 9.52 亿元。北联市场本期拍租租金一次性收取将丰富公司现金流，对公司未来六年半的经营及业绩将产生积极影响。

从运营主体来看，该公司本部目前持有的市场中柯东仓储市场平均租金较高，东门纺织品市场位置处于相对偏僻的区域，租金较低；通过收购公司本部所属的坯布市场及服装市场资产，轻纺城股份在中国轻纺城纺织品交易区占有量进一步提升，商铺数量从 1.55 万余间增加到近 2 万间，轻纺城股份持有的市场多为运营成熟的老市场优质商铺，以及租金明显较高的北联市场等新建市场，盈利能力很强，为公司贡献了 85%~90% 租金收入以及 90% 以上的租金毛利，2015~2017 年及 2018 年第一季度轻纺城股份的市场经营收入分别为 6.90 亿元、7.18 亿元和 7.32 亿元和 2.31 亿元。

➤ 关于同业竞争的承诺

在实施轻纺城股份 2012 年重大资产重组时，该公司承诺在 5 年内（2017 年 7 月 16 日承诺期满）解决同业竞争问题。2017 年 6 月 29 日，轻纺城股份发布公告，各轻纺城市场资产无法在承诺期届满前解决同业竞争问题，拟通过变更承诺的方式继续解决同业竞争。其中公司拟将坯布市场和服装服饰市场承诺履行期限延长 6 个月，东门纺织品市场、柯东仓储市场因土地房产权属等原因拟将承诺履行期限延长 3 年；西市场在原西市场基础上原地重建，尚处于建设阶段，暂不构成与上市公司的同业竞争。

2017 年 12 月 12 日，轻纺城股份 2017 年第二次临时股东大会审议通过了《关于公司收购坯布市场股权及服装市场资产组合暨关联交易的提案》，同意轻纺城股份以 2.60 亿元现金收购该公司持有的绍兴市柯桥区中国轻纺城坯布市场有限公司（简称“坯布市场公司”，坯布市场的经营主体）50.50%股权和以 4.38 亿元收购公司下属服装市场资产及相应预收租金、保证金等款项⁷。截至 2018 年 3 月 2 日，轻纺城股份收购坯布市场股权及服装市场资产组合工作已全部完成。

➤ 西市场升级改造项目

为进一步强化轻纺城市场，2015 年初该公司启动对西市场的改造升级，项目涉及拆迁面积 7.20 万平方米。新西市场总用地面积 3.60 万平方米，总投资约 27 亿元，总建筑面积 20 万平方米，其中地上五层建筑面积 13.95 万平方米，地下二层建筑面积 6.37 万平方米，停车位 1,400 个，建设资金自筹解决。新西市场建成后，将成为集纺织品面料经营、纺织电子商务、创意设计、纺织服装定制、餐饮休闲为一体的综合性市场。目前项目处于建设阶段，拆迁及建设以外包形式进行，工程投入为支付给建筑公司的工程款。截至 2018 年 3 月末，新西市场项目已累计投入资金 20.50 亿元，主要系拆迁补偿支出和工程建设资金，计划于 2019 年 1 月全部完工并交付使用。

运营主体方面，该公司原负责西市场运营的下属企业浙江绍兴中国轻纺城西市场实业有限公司（简称“西市场实业”）正处于清算注销阶段，公司成立了全资子公司绍兴柯桥区中国轻纺城西市场开发经营有限公司（简称“新西市场公司”）负责在原地重建（改造升级），并负责后续运营。2016 年 5 月 24 日，绍兴市柯桥区中国轻纺城建设管理委员会（简称“轻纺城管委会”）与西市场实业就中国轻纺城西市场升级改造项目签订房屋拆迁补偿协议，确定房屋拆迁补偿总额为 12.63 亿元；另外，公司代轻纺城管委会向西市场实业累计支付拆迁补偿资金 13.29 亿元，2016 年收到其归还的拆迁补偿资金 2.25 亿元。2017 年，公司、轻纺城管委会和绍兴市柯桥区中国联托运市场开发有限公司（简称“联托运公司”）签订三方协议，约定上述款项由联托运公司承担，公司代联

⁷ 2017 年 11 月 23 日，该公司与轻纺城股份签订盈利补偿协议，公司承诺：2017~2019 年坯布市场公司与服装市场合计净利润（扣除非经常性损益后）应分别不低于 365.42 万元、804.71 万元和 4,067.20 万元，且盈利承诺期间承诺净利润总额不低于 5,237.33 万元，如未实现承诺净利润的，公司应按年度以现金方式向轻纺城股份进行差额利润补偿。

托运公司支付拆迁补偿资金净额列示在“其他应收款”，如联托运公司不能归还上述代付的拆迁补偿资金，将影响公司原西市场实业拆迁损益的确认并导致经营损失。

B. 水务业务

该公司水务业务由水务集团负责，水务集团是绍兴市柯桥区唯一一家水务公司，主要负责绍兴市柯桥区原水供应、城区和工业区排水、工业和生活污水处理。

➤ 供水业务

该公司供水业务主要由水务集团下属子公司绍兴柯桥供水有限公司、绍兴柯桥滨海供水有限公司负责。截至 2018 年 3 月末，水务集团总供水面积约 886 平方公里，拥有 5 座自来水厂，供水管网 2,370 公里，供水户数 28.92 万户，总供水能力达 75.6 万吨/日。2015~2017 年及 2018 年第一季度，水务集团平均供水量分别为 51.01 万吨/日、53.55 万吨/日、56.23 万吨/日和 47.30 万吨/日，随着供水范围的增长，供水量有所增长。

图表 9. 水务集团供水业务情况

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
日供水能力 (万吨)	66.60	76.60	75.60	75.60
日均供水量 (万吨)	51.01	53.55	56.23	47.30
年供水总量 (万吨)	18,619.39	19,599.96	20,522.93	4,257.50
年售水总量 (万吨)	17,269.48	18,359.85	19,295.17	3,928.71
管网总长度 (公里)	2,108	2,232	2,370	2,370
用户数 (万户)	27.23	27.23	28.92	28.92

资料来源：轻纺城集团

水务集团水源来自于绍兴市汤浦水库和新三江口水源。水价方面，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。根据绍兴市柯桥区物价局最新文件《关于调整柯桥区居民生活污水处理费的通知》（绍柯价[2016]30 号）和《关于调整柯桥区经营性用水（小舜江水）价格的通知》（绍柯价[2016]31 号），2016 年 12 月 1 日起，柯桥区居民生活污水处理费每吨上调 0.55 元，经营性用水（小舜江水）和特种用水每吨上调 0.10 元，居民生活供水价格（第一级水量）优惠 0.20 元/立方米。

图表 10. 绍兴市柯桥区自来水价调整情况（单位：元/立方米）

用水类别			2016 年 12 月 1 日前价格			2016 年 12 月 1 日后价格		
			到户价格	供水价格	污水处理费	到户价格	供水价格	污水处理费
一、居民生活用水	第一级水量 (≤20 立方米/户/月)	城区	2.60	2.20	0.40	2.95	2.00	0.95
		其他镇	2.40	2.20	0.20	2.75	2.00	0.75
	第二级水量 (21~30 立方米/户/月)	城区	3.60	3.20	0.40	4.15	3.20	0.95
		其他镇	3.40	3.20	0.20	3.95	3.20	0.75
	第三级水量 (≥31 立方米/户/月)	城区	4.60	4.20	0.40	5.15	4.20	0.95
		其他镇	4.40	4.20	0.20	4.95	4.20	0.75
二、非居民生活用水	非经营性用水		4.70	3.10	1.60	4.70	3.10	1.60
	经营性用水		4.90	3.10	1.80	5.00	3.20	1.80

用水类别	2016年12月1日前价格			2016年12月1日后价格		
	到户价格	供水价格	污水处理费	到户价格	供水价格	污水处理费
三、特种用水	7.70	5.90	1.80	7.80	6.00	1.80

资料来源：轻纺城集团

注：城区指柯桥、华舍、湖塘、柯岩四个街道

➤ 排水业务

该公司排水业务主要由水务集团子公司绍兴柯桥排水有限公司（简称“柯桥排水”）和孙公司绍兴柯桥江滨水处理有限公司（简称“江滨水处理公司”）负责。为收集绍兴市柯桥区各工业、企业生产的污水，水务集团已建成覆盖全区各工业园区和主要城区的污水收集管网。截至2018年3月末，水务集团拥有排污管线1,246公里（不含企业自建内部管网），污水处理能力100万吨/日⁸，泵站350座，服务面积939平方公里，生活污水收集面积408平方公里，城区和集镇生活污水收集处理率为92.47%和75.17%。2015~2017年及2018年第一季度水务集团实际污水处理量分别为51.68万吨/日、47.46万吨/日、49.27万吨/日和39.35万吨/日（仅柯桥区污水处理量）。

图表 11. 公司排水业务运营情况

项目名称	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
日污水处理能力（万吨）	90.00	100.00	100.00	100.00
日均污水处理量（万吨）	51.68	47.46	49.27	39.35
年污水处理总量（万吨）	18,863.86	17,323.63	17,982.25	3,541.71
排污管网总长度（公里）	1,038	1,128	1,246	1,246
泵站座数（个）	230	273	350	350
纳污面积（平方公里）	858	858	939	939
其中：城区生活污水收集面积（平方公里）	115	127	128	128
工业污水和生活污水比例	8.4:1.6	7.8:2.2	7.7:2.3	7.2:2.8

资料来源：轻纺城集团

水务集团下属子公司柯桥排水只负责统计和收取企业和居民污水处理费，污水的净化处理主要由水务集团参股公司绍兴水处理发展有限公司（简称“水处理公司”）负责，水处理公司根据约定价格和污水处理量收取污水处理费，按月度结算。水处理公司作为污水净化处理业务的实施方，不仅承担了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。水务集团持有水处理公司60%的股权，但根据绍兴市人民政府办公室2007年8月30日绍市府抄办第286号政府文件，水务集团将持有的60%股权中的11%部分委托给绍兴市水务集团有限公司管理，故水务集团未将水处理公司纳入合并报表。

由于排水业务具有一定公益性，2015~2017年水务集团获得污水处理专项运营补助分别为0.57亿元和0.61亿元和2.88亿元。

⁸ 此处污水处理能力指水务集团孙公司江滨水处理公司和参股企业水处理公司两家合计的污水处理能力。

➤ 水务投资

近年来，水务集团持续推进钱塘江地块污水处理工程、污水集中、深度处理及污水分质提标工程等，柯桥区集镇建成区生活污水收集系统基本实现全覆盖，集聚区污水集中预处理系统成功投运并稳定运营。目前水务集团重点建设项目包括滨海印染产业集聚区污水集中预处理二期工程和柯桥区供水第三通道工程等，总投资规模总计 8.32 亿元，截至 2017 年末已累计投入 4.00 亿元。水务项目建设后续仍有一定的资金需求。

图表 12. 截至 2017 年水务集团重点建设项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	当年投入	累计投入	未来投资金额		建设期间
				2018 年	2019 年	
滨海印染产业集聚区污水集中预处理二期工程	5.00	2.50	2.50	2.50	-	2017.3-2018.9
柯桥区供水第三通道工程	3.32	1.50	1.50	1.50	0.32	2016.5-2019.8
合计	8.32	4.00	4.00	4.00	0.32	-

资料来源：轻纺城集团

C. 基础设施建设

近几年，该公司在市政项目上的支出较少，基础设施建设投入重点集中于交通基础设施建设项目，运营主体为子公司交投公司，主要负责柯桥区交通道路、桥隧、水运和客运中心等政府性交通基础设施建设。

交投公司基础设施建设项目原采用 BT 模式运营，即交投公司针对具体建设项目与柯桥区政府签订回购协议，通过自筹、财政拨付以及银行借款等方式筹集项目资金并投入建设，项目竣工交付后，由柯桥区政府按照协议进行回购，回购总额以项目 BT 成本加成一定的收益率确定，收益率通常为 3.30%。根据财政部 2015 年 6 月 25 日发布《关于进一步做好政府和社会资本合作项目示范工作的通知》（财金[2015]57 号），财政部明确关闭 BT 模式通道。受此影响，交投公司自绍兴滨海产业集聚钱清至滨海工业区公路（简称“钱滨线”）项目之后，不再采用 BT 模式建设，也未与政府签订协议，未来交通基建项目回款存在较大的不确定性。

目前交投公司已完工的交通工程 BT 项目包括柯桥至海涂一级公路工程、钱陶公路柯桥至袍江段（一、二期）改建公路工程、杭甬运河航道改造工程（绍兴段）等 7 个 BT 项目，总投资 40.89 亿元。交投公司大部分 BT 项目自 2012 年起陆续进入回购期，截至 2017 年末累计确认收入 37.26 亿元，累计收到回购款 28.87 亿元。BT 项目回购资金由柯桥区人民政府将根据每年度资金计划分配安排，回购时间具有一定不确定性。

图表 13. 截至 2017 年末交投公司已完工 BT 项目及回购情况（单位：公里、亿元）

项目名称	总里程	完工时间（计划）	总投资	开始回购时间	回购基数	收益率	已确认收入	已收到回购款
钱陶公路公铁立交桥接线工程 ⁹	0.96	2001.2	0.11	2010 年	0.16	3.30%	-	-

⁹ 钱陶公路公铁立交桥接线项目在 2010 年由原绍兴县公路管理段接管，资产移交款 0.16 亿元由原绍兴县财政局承担，该公司未确认收入。

项目名称	总里程	完工时间 (计划)	总投资	开始回购 时间	回购 基数	收益率	已确认 收入	已收到 回购款
绍兴县柯桥至海涂一级公路工程	17.83	2003.9	2.95	2012 年	2.86	3.30%	2.96	2.96
钱陶公路柯桥至袍江段（一期）改建公路工程	11.81	2005.3	6.74	2012 年	7.46	3.30%	7.70	7.70
绍兴县钱陶公路改建工程	12.98	2008.8	2.90	2012 年	2.95	3.30%	3.05	3.05
钱陶公路柯桥至袍江段（二期）改建公路工程	5.10	2010.8	3.10	2013 年	3.08	3.30%	3.17	2.05
萧甬铁路柯桥城区段高架改造工程	7.80	2014.6	12.00	2016 年	4.28	1.85%	8.59	1.32
杭甬运河航道改造工程（绍兴段）	41.20	2014.6	13.09	2013 年	11.43	3.30%	11.79	11.79
合 计	97.68	-	40.89	-	32.22	-	37.26	28.87

资料来源：轻开集团

截至 2017 年末，交投公司主要在建、拟建项目为钱滨线、31 省道北延柯桥区段（绍大线北延）工程（简称“31 省道”）和 S212（32 省道）柯桥区王坛至王城段改建工程（简称“32 省道”）等，建设里程合计 85.28 公里，总投资 75.85 亿元，截至 2017 年末已投入 44.39 亿元。其中钱滨线工程总里程 36.61 公里，该项目在 2013 年末启动，于 2016 年初动工建设，预计于 2018 年 12 月完工；项目计划投资规模为 44.95 亿元，其中建安费约 27 亿元、其余部分主要是动拆迁成本，项目分别由区交投公司、柯桥开发委和滨海工业区等三家单位按属地负责实施。截至 2017 年末钱滨线工程已完成投资 34.13 亿元。该项目完工后将由柯桥区政府进行回购，约定回购金额为 49.40 亿元，回购期 9 年，其中回购期第 1~2 年每年支付 4.00 亿元，第 3~7 年每年支付 7.00 亿元，第 8~9 年每年支付 3.20 亿元。其他在建项目中，31 省道和 32 省道工程为省重点工程项目，有省专项资金拨付，其中 31 省道工程投资额 12.22 亿元，省专项资金覆盖 4,000 万元；32 省道投资额 1.90 亿元，省专项资金覆盖 2,700 万元。交投公司现有道路建设项目仍较为充足，但也带来了较大的资本性支出压力。

图表 14. 截至 2017 年末交投公司重点建设项目情况（亿元）

项目	建设 里程	总投资	当年 投入	累计 投入	未来投资额		建设期间	目前 进度
					2018 年	2019 年		
绍兴滨海产业集聚钱清至滨海工业区公路	36.61	44.95	5.55	34.13	10.82	-	2013.12~2018.12	76%
柯华路与柯袍线互通工程	-	1.40	0.55	0.95	0.45	-	2016.11~2018.5	68%
31 省道北延柯桥区段（绍大线北延）工程	5.60	12.22	2.35	2.95	1.55	3.86	2016.12~2020.3	24%
S212（32 省道）柯桥区王坛至王城段改建工程	4.50	1.90	0.90	1.09	0.51	0.30	2016.12~2019.10	57%
柯北大道西延	2.47	7.17	2.00	2.00	0.59	4.57	2017.9~2019.12	28%
兰亭至店口快速路工程	3.07	2.34	1.50	1.50	0.30	0.54	2018.2~2019.12	64%
福全镇世纪路延伸	1.63	2.85	0.77	0.77	0.03	2.05	2017.9~2019.12	27%
环会稽山国家森林公园美丽公路工程一期	31.40	3.02	1.00	1.00	0.50	1.52	2017.9~2019.12	开工
合 计	85.28	75.85	14.62	44.39	14.75	12.84	-	-

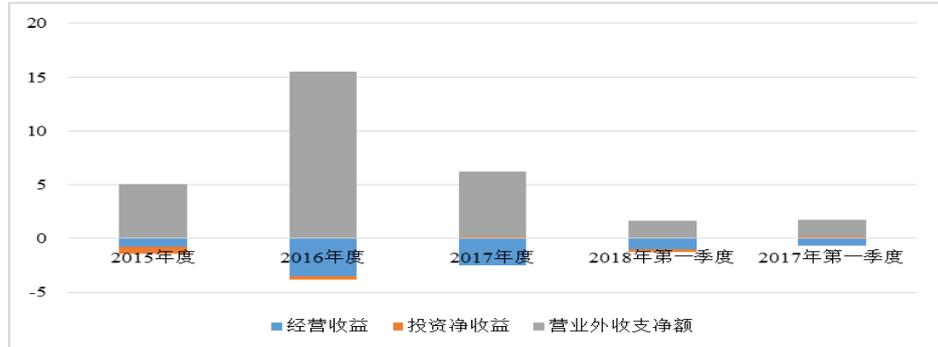
资料来源：轻纺城集团

资金来源方面，交投公司主要通过银行借款、信托、地方政府债务置换及公司本部、公司股东内部资金拆借筹集资金。未来 2~3 年内交投公司仍将处于建设投资高峰期，资金压力持续上升，其债务偿付能力将主要取决于柯桥区政府 BT 款支付进度、政府支持力度。交投公司在柯桥区交通投资领域居于重要地位，得到的政府支持力度较大。2015~2017 年区财政向交投公司拨付的建设

项目补助和公路运营财政补贴分别为 1.58 亿元、1.72 亿元和 2.10 亿元。

(2) 盈利性

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据轻纺城集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益；营业外收支净额中含其他收益

该公司盈利主要来源于主业经营，2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业毛利分别为 7.23 亿元、5.76 亿元、7.03 亿元和 1.42 亿元，有所波动。构成方面，公司轻纺城市场经营业务毛利率水平很高（60%以上），该业务板块毛利对整体毛利水平形成最重要支撑，2017 年为 5.01 亿元，其中 4.97 亿元来自子公司轻纺城股份的轻纺城市场经营业务；售水业务、排水业务及基础设施建设 2017 年毛利变化不大，当年毛利增长主要受益于物业费收入的增长、供水设施的远程调试及安装收入、高层二次供水建设和运行维护费收入以及市场的水电费收入的收取等带动其他业务毛利增长。

该公司期间费用主要为管理费用及财务费用，2015~2017 年及 2018 年第一季度分别为 6.26 亿元、7.42 亿元、7.39 亿元和 2.00 亿元，其中 2016 年期间费用增长较快，主要系当期发生体育发展经费（0.30 亿元，计入管理费用）及 2015 年以来刚性债务增长导致利息支出增长等综合影响；2017 年公司资本化利息支出增加，相应费用化利息支出有所减少，财务费用较上年下降 3.37%，期间费用相应有所下降。

图表 16. 公司营业利润结构分析（单位：亿元）

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	24.72	24.51	26.15	4.73	4.78
毛利	7.23	5.76	7.03	1.42	1.53
其中：轻纺城市场经营	5.01	5.09	5.01	1.33	1.42
排水业务	-0.01	-0.97	-1.06	-0.27	-0.17
售水业务	0.60	0.13	0.18	-0.02	-0.04
基础设施建设	0.37	0.08	0.08	-	-
期间费用率	25.33%	30.29%	28.28%	42.22%	37.90%
其中：财务费用率	14.51%	17.01%	15.41%	21.00%	20.71%
全年利息支出总额	7.70	9.14	9.21	-	-

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：资本化利息数额	3.91	4.58	5.00	-	-

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理

该公司参股子公司中，浙商银行股份有限公司（简称“浙商银行”，证券代码 2016.HK，计入“可供出售金融资产”科目）¹⁰，2017 年产生的持有投资收益为 1.29 亿元，主要来自分红；会稽山绍兴酒股份有限公司（简称“会稽山”，证券代码 601579.SH，计入“长期股权投资”科目）¹¹经营业绩良好，可向公司贡献较为稳定的投资收益，2017 年会稽山贡献投资收益 0.38 亿元；但水处理公司等多家其他参股公司处于亏损状态¹²，综合相抵后，公司投资净收益波动较大，2015~2017 年及 2018 年第一季度分别为-0.64 亿元、-0.36 亿元、0.16 亿元和-0.24 亿元。

该公司水务、基础设施建设业务具有公益性，每年可获得较多政府补贴，2015~2017 年及 2018 年第一季度政府补贴分别为 5.17 亿元、3.12 亿元、6.32 亿元和 1.62 亿元。从补贴类型看，公司政府补贴主要为交通运输专项补助和污水处理专项运营补助。另外，由于中国轻纺城西市场准备升级改造，公司 2016 年因房屋拆迁补偿形成的非流动资产处置利得为 12.54 亿元¹³，导致当年营业外收入大增至 15.68 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析（亿元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
投资净收益	-0.64	-0.36	0.16	-0.24
其中：浙商银行	-	0.99	1.29	-
会稽山	0.29	0.33	0.38	-
水处理公司	-1.40	-2.06	-1.85	-
委托贷款利息收入净额	0.39	0.21	-	-
理财产品收益	0.08	0.27	0.48	0.17
营业外净收入	5.04	15.52	6.03	1.62
其中：补助支持	5.17	3.12	6.32	1.62
污水处理专项运营补助	0.57	0.61	2.88	0.38
印染集聚企业减排奖励补助资金	0.14	0.14	0.57	-
融资租赁贴息	0.31	0.14	-	0.20
工程配套资金贴息	0.32	0.25	-	0.40
交通运输专项补助	1.58	1.72	2.10	0.50
市场经营专项补贴	1.98	-	-	-
非流动资产处置利得	-	12.54	-	-

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理

注：为保持可比，2017 年营业外净收入口径中含其他收益

¹⁰ 浙商银行于 2016 年 3 月 30 日在香港联交所挂牌上市，按照国务院关于印发《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》（国发[2001]22 号）的通知规定，该公司将浙商银行 0.28 亿股份划给社保机构。截至 2016 年末，公司和下属子公司轻纺城分别持有浙商银行股份分别为 3.03 亿股和 4.58 亿股，持股比例分别为 1.69% 和 2.55%，计入“可供出售金融资产”科目，上市前公司对浙商银行按成本法计量，上市后按市场公允价值计量。

¹¹ 轻纺城股份持有会稽山 1.02 亿股股份，持股比例 20.51%。

¹² 近年来水处理公司持续亏损，主要系水处理公司将生活污水和工业污水分别处理并且提高排放标准，造成污水处理成本上升所致。

¹³ 2016 年轻纺城管委会作为拆迁业主对该公司子公司西市场实业拥有的西市场进行拆迁，相关拆迁补偿资金由公司垫付，2016 年西市场实业已收到上述拆迁补偿资金并确认拆迁收益。

整体来看，该公司主业盈利能力弱，主要依靠补助支持、股权投资收益实现正利润。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司净利润分别为 2.53 亿元、7.46 亿元、1.75 亿元和 0.11 亿元，受拆迁补偿的影响，公司近年来净利润波动较大。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司在市场经营、水务及交通基建等方面仍有一定的投资规模，2018~2019 年计划投入资金共计约 40 亿元，资本性支出压力持续较大。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司实际控制人为绍兴市柯桥区人民政府，产权结构清晰。公司建立了符合业务管理要求的治理结构体系，但有一定规模的关联交易、关联资金往来和关联担保。

(1) 产权关系

该公司的唯一股东国投公司是绍兴市柯桥区人民政府批准设立的国有独资企业（公司产权状况详见附录一），出资人为绍兴市柯桥区财政局，实际控制人为绍兴市柯桥区人民政府。公司的高层人员任命、重大投资决策等主要取决于绍兴市柯桥区人民政府。

国投公司为绍兴市柯桥区唯一的国有资本经营管理主体，业务涵盖了柯桥区众多优势业务领域，除了承担柯桥区中心城区及鉴湖-柯岩旅游度假区和绍兴市柯桥开发区基础设施建设、安置房建设及土地开发整理的任务外，水务业务在绍兴市柯桥区处于垄断地位，还经营着亚洲最大的轻纺城专业市场——中国轻纺城。截至 2017 年末，国投公司经审计的合并口径资产总额为 1,495.85 亿元，所有者权益为 494.74 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 441.27 亿元）；当年实现营业收入 54.59 亿元，净利润 2.60 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.43 亿元），经营活动产生的现金流量净额为-105.38 亿元。

该公司作为中国轻纺城市场的开发运营主体、绍兴市柯桥区水务建设运营及交通基建的重要主体，在业务和资金等方面能够得到股东的支持。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司有一定的关联交易规模，主要往来对象为绍兴水处理发展有限公司（简称“水处理公司”）和绍兴市制水有限公司。2015~2017 年，公司参照市场价格向水处理公司和绍兴市制水有限公司采购水资源和接受污水处理服务等，发生采购交易分别为 4.90 亿元、4.42 亿元和 3.70 亿元；2017 年，公司参

照市场价格向水处理公司销售水资源 0.25 亿元。

图表 18. 公司与关联企业之间主要交易情况（亿元）

企业名称	定价政策	2015 年	2016 年	2017 年
关联采购:		4.90	4.42	3.70
绍兴水处理发展有限公司	参照市场价	3.37	2.75	2.06
绍兴市制水有限公司	参照市场价	1.53	1.67	1.64
关联销售:		-	0.02	0.25
绍兴水处理发展有限公司	参照市场价	-	0.02	0.25

资料来源：轻纺城集团

另外，该公司与关联方存在一定规模的资金拆借往来，2017 年公司从关联方受让共计 41.12 亿元资金使用权，其中公司本部和交投公司分别受让国投公司 20.00 亿元和 20.27 亿元资金使用权；当期结算资金使用费共计 1.02 亿元，支付融资手续费共计 0.04 亿元。公司向关联方让渡 0.08 亿元资金使用权，当期结算资金使用费 0.02 亿元。另外，公司及子公司还为水处理公司等关联方的 11.75 亿元银行借款提供了担保。

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构。公司不设股东会，由绍兴市柯桥区人民政府授权的国投公司授权公司董事会行使股东会的一部分职权，但公司的合并、分立、解散、增减注册资本和发行公司债券，由国投公司决定。公司董事会每届任期三年，董事会成员 7 名，其中非职工代表董事由国投公司委派或更换，董事长、副董事长根据区直属国有企业领导人员管理有关规定任免。根据绍兴市柯桥区人民政府的任免通知（绍柯政干[2018]3 号和 17 号），公司董事长和总经理分别变更为葛梅荣和王海明，高层人事变动对日常生产经营影响不大。公司监事会由 5 名监事组成，董事、高级管理人员不得兼任监事，其中职工代表比例不得低于三分之一，由职工代表大会选举产生，选举结果报区国资办备案；监事会设主席 1 名，可以设副主席，主席、副主席根据直属国有企业领导人员管理有关规定任免。由国投公司委派。公司董事会和监事会人数和人员构成符合有关规定的要求。

2. 运营管理

该公司组织架构和内部管理制度基本能够满足日常经营要求，但公司下属子公司各自运营的独立性较高，集团对其管控能力和资金统筹能力有待提高。

(1) 管理架构/模式

该公司系资产划转形成的大型地方国有企业，业务构成差异大，且涉及分支机构较多。为提高经营效率，公司实行分业务分级管理模式，下属子公司在投融资和业务管理等方面都享有较高的独立性，本部对其管控能力较弱。

该公司本部下设办公室、财务部、市场管理部、市场招商部和工程部四部一室（公司组织结构详见附录二），并明确了各部门各岗位的职责和权限，

满足现阶段经营管理需要。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司建立有一套覆盖财务、投资、担保、市场管理及工程管理等方面的内部管理制度体系，保障各项经营管理工作的规范有序进行。

在财务管理方面，该公司制定了《会计内部控制制度》、《期间费用核算控制制度》等一系列财务制度，实行会计工作的统一管理，确保会计操作和财务管理的规范进行，并通过明确内部各岗位职责，规范工作流程和权限管理等措施，筹措及管理、运作城建资金，并保障资金使用的安全性。

在投资管理方面，该公司根据绍兴市柯桥区政府制定的轻纺市场投资计划进行运作，自身无重大投资决策权。对于绍兴市柯桥区招标办、绍兴市柯桥区招投标中心明文规定必须由其公开组织实施的招投标活动，按照政府规定进行招投标，对于金额较小的招投标工作，公司制定了招投标管理办法，自行组织招投标工作。

在对外担保方面，该公司建立有相应的管理制度，但作为地方政府主导的国有企业，公司需根据政府安排为政府下属企业提供担保。

在营业房市场管理上，该公司设立了安全生产管理、市场突发事件处置工作预案及日常管理等制度，有效保障了经营市场的平稳顺利运行。

工程管理方面，为使项目建设满足经营目标并保持良好状态，该公司在工程前期管理、工程建设管理及工程项目后期管理制定了一系列制度，有效防范工程建设管理风险。

(3) 投融资及日常资金管理

在融资管理方面，该公司制定了《融资管理制度》来规范公司的融资行为。公司债务举借遵循适度举债、平衡有余、优化结构，注重实效、明确责任、防范风险和依法决策的原则。举借资金须严格按照举借债务规定的用途及相关资金使用办法使用，严禁挪作他用；资金的实际拨付和使用，均应按照公司资金使用管理办法和财务负责人联签办法进行。财务部门对即将到期的债务，应提前筹措资金，及时偿还，避免逾期债务发生。严禁出现因不能按期兑付而影响信用的情况。

在资金管理方面，该公司依据国投公司的相关规定，在银行设立市场开发项目资金专户，根据资金到位情况，在优先保证内外债还本付息的情况下，按工程进度循序核拨资金，形成了款项拨付、项目管理和监督的控制体系。同时公司项目开发资金还需要接受绍兴市柯桥区审计局的定期审计。资金专户管理和监督体制的建立，规范了公司资金的管理和使用，从而有效控制资金风险。

(4) 不良行为记录

根据该公司《企业信用报告》（2018年6月29日）显示，公司本部及下属子公司近3年内无不良信贷记录。

财务

随着自建及基建项目建设的持续推进，该公司刚性债务规模不断扩大，累积了较大规模的刚性债务，即期债务偿付压力较大。轻纺城市场运营、水务业务资金回笼能力较好，加上成本法计量的投资性房地产及持有较多的可供出售金融资产可为债务偿付提供一定保障。合并范围内公司本部和交投公司承债较为集中，而其创收创现能力弱，单体偿债压力大。公司对外担保规模较大，且多为互保，区域内国有企业信用风险较难得到缓释。

1. 数据与调整

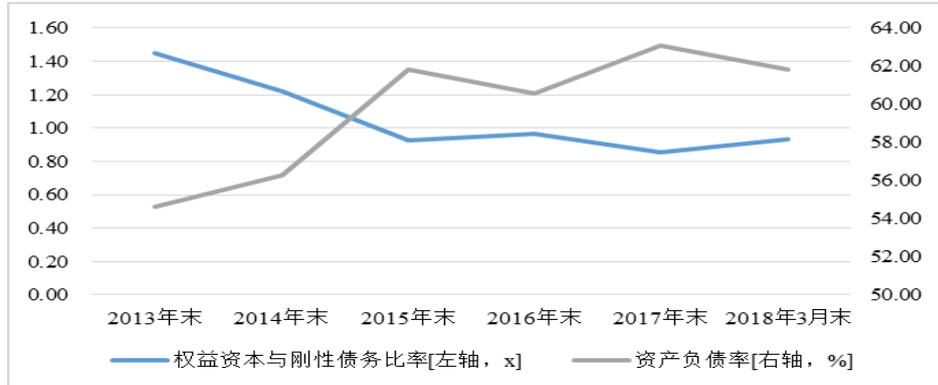
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2015~2017年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》（2006版）及其补充规定，并于2017年执行财务部发布的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第16号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。根据财政部2017年5月10日发布的《企业会计准则第16号-政府补助》（财会[2017]15号），公司对2017年1月1日起的政府补助采用未来适用法处理，对2017年1月1日至该准则施行日之间新增的政府补助根据该准则进行调整，该调整将影响“营业外收入”科目金额减少而“其他收益”科目金额增加。

截至2018年3月末，该公司纳入合并报表范围内子公司共计41家，其中一级子公司15家。近年来，公司合并范围变化对收入及利润影响较小。2015年，公司设立了绍兴中国轻纺城金融控股有限公司，收购了浙江中国轻纺城网络有限公司股权，注销了绍兴县中国轻纺城北联市场有限公司。2016年，公司设立了绍兴柯桥兴滨水质检测有限公司和绍兴柯桥区中国轻纺城西市场开发经营有限公司。2016年11月，水务集团设立绍兴柯桥蓝印科技集团有限公司（简称“蓝印集团”），注册资本1亿元；2016年12月，蓝印集团设立绍兴柯桥蓝印物业管理有限公司、绍兴柯桥蓝印环保科技有限公司和绍兴柯桥蓝印信息咨询有限公司，注册资本均为50万元；上述4家子公司于2017年纳入合并范围，由于均无实际认缴的注册资本，且尚未开始实际经营，2017年末净资产及当年净利润均为零。2018年以来，公司合并范围无变化。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势

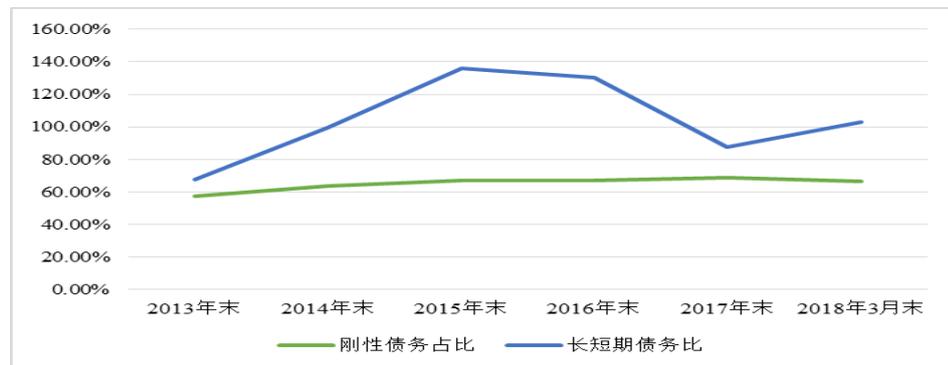


资料来源：根据轻纺城集团所提供数据绘制

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末, 该公司所有者权益分别为 127.02 亿元、146.14 亿元、147.66 亿元和 148.83 亿元, 呈增长趋势, 除经营积累外, 还主要受持有浙商银行股权公允价值变动产生其他综合收益及少数股东权益增长的影响。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积金、未分配利润和少数股东权益构成, 2017 年末分别为 2.00 亿元、72.55 亿元、10.05 亿元和 54.85 亿元, 此外, 因股权公允价值变动形成的其他综合收益为 7.01 亿元。受刚性债务规模及所有者权益变动的综合影响, 公司资产负债率呈现波动, 近三年及一期末分别为 61.83%、60.56%、63.06%和 61.82%, 其中 2016 年下降受益于所有者权益的增长; 2017 年及 2018 年 3 月末的波动则受刚性债务 (主要是其他应付款中暂借款)¹⁴变化的影响。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务 (单位: 亿元)



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务	86.18	102.71	137.35	150.88	173.19	159.99

¹⁴ 该公司其他应付款中的暂借款具有还款期限并按资金让渡方借款成本支付利息, 因此将其列入刚性债务。

核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
预收款项	44.20	40.15	34.83	33.65	28.69	27.04
长期应付款	0.00	0.00	10.33	10.93	16.33	16.33
刚性债务占比	57.44%	63.68%	66.75%	67.25%	68.72%	66.38%
预收款项占比	29.46%	24.89%	16.93%	15.00%	11.38%	11.22%
长期应付款占比	0.00%	0.00%	5.02%	4.87%	6.48%	6.78%

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据绘制

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司负债规模分别为 205.77 亿元、224.37 亿元、252.02 亿元和 241.00 亿元，主要随着刚性债务的变化而变化。从债务期限结构看，公司长短期债务结构呈现波动，同期末长短期债务比分别为 136.20%、130.40%、87.71%和 102.67%，其中 2017 年末及 2018 年 3 月末波动主要受其他应付款中暂借款规模变化的影响。

从负债结构看，公司负债主要为刚性债务、预收款项和长期应付款等。2017 年末公司刚性债务为 173.19 亿元，较上年末增加 22.30 亿元，主要系带息的往来借款增加所致；公司预收款项主要为预收营业房租金和长期性资产使用权转让款，因新市场招租和老市场续租过程中一次性收取 6 年或更长周期的租金，因此预收款项规模较大，2017 年末为 28.69 亿元，较上年末下降 14.74%，随着商铺租金收入结转而有所下降；长期应付款 16.33 亿元，为交投公司及城投公司获得的地方政府债券置换资金，当年新增地方政府债券资金 7.5 亿元。根据绍兴市柯桥区财政局出具的《关于拨付绍兴市柯桥区交通投资有限公司财政专项补助资金的通知》，按地方政府债券置换要求，绍兴市柯桥区财政局将对交投公司置换的存量债务中 2.10 亿元转做对交投公司的补助¹⁵。上述用地方政府债券置换的债务均审计认定为政府负有偿还责任的债务，签订了相应的《地方政府债券置换存量债务协议》，地方政府债券到期后，由政府自行偿还。

2018 年 3 月末，该公司刚性债务、预收款项和长期应付款分别为 159.99 亿元、27.04 亿元和 16.33 亿元，除刚性债务外，其余科目较年初无重大变化。整体来看，公司已累积了较大规模的刚性债务，债务偿付压力较大。

截至 2018 年 3 月末，该公司共计对外担保 134.86 亿元，担保比例 90.61%。公司对外担保金额大，存在较高的或有损失风险。公司对外担保对象主要为股东国投公司及绍兴市政府下属企业。公司银行借款也主要由国投公司或绍兴市政府下属企业提供担保，区域内国有企业信用风险较难得到缓释。

图表 21. 截至 2018 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保金额
绍兴市柯桥区中心城建设投资开发有限公司	442,500.00
绍兴市柯桥区滨海城市建设投资开发有限公司	271,800.00
绍兴市柯桥区城建投资开发集团有限公司	159,700.00
绍兴市柯桥区旅游发展集团有限公司	102,000.00

¹⁵ 长期应付款相应减少 2.10 亿元。

担保对象	担保金额
浙江绍金高速公路有限公司	100,000.00
绍兴柯桥柯岩建设投资有限公司	50,000.00
绍兴市柯桥区交通建设有限公司	50,000.00
绍兴市柯桥区交通投资建设集团有限公司	30,000.00
绍兴市柯桥区新农村建设投资开发有限公司	25,000.00
绍兴市柯桥区平水副城建设投资开发有限公司	20,000.00
绍兴平水若耶溪水系综合整治开发有限公司	20,000.00
绍兴中国轻纺城商务总部园投资开发有限公司	20,000.00
绍兴市柯桥区中国轻纺城两湖开发建设有限公司	20,000.00
绍兴市柯桥区平水副城新农村建设投资开发有限公司	16,800.00
浙江柯岩风景区开发股份有限公司	14,800.00
绍兴市柯桥区海涂农业发展公司	3,000.00
合计	1,348,600.00

资料来源：轻纺城集团

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	29.89	26.36	36.57	46.07	85.81	68.49
其中：短期借款	11.16	9.87	15.54	8.92	12.98	11.91
应付票据	-	-	0.13	-	-	-
一年内到期的长期借款	10.78	6.57	10.06	16.23	12.40	12.61
其他应付款-暂借款	7.73	9.38	9.92	17.68	54.75	40.82
其他短期刚性债务	0.23	0.54	0.93	3.24	5.69	3.15
中长期刚性债务合计	56.29	76.35	100.78	104.82	87.37	91.50
其中：长期借款	27.04	23.70	39.46	33.84	41.15	45.01
应付债券	29.25	52.64	61.32	70.98	46.22	46.49
综合融资成本（年化）	7.51%	6.07%	6.41%	6.34%	5.69%	-

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算，综合融资成本=当期利息支出总额/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]*100%

从融资渠道来看，该公司刚性债务主要为银行借款和应付债券，2015~2017 年综合融资成本（年化）分别为 6.41%、6.34%和 5.69%，其中 2017 年综合融资成本下降主要系新增的暂借款计息期短加之其成本相对较低所致。2017 年末公司短期刚性债务为 85.81 亿元，较上年末增加 39.74 亿元，主要受向股东国投公司暂借款增加 37 亿元影响；中长期刚性债务为 87.37 亿元，较上年末增加减少 17.44 亿元，其中长期借款增加 7.31 亿元，应付债券减少 24.75 亿元，主要系 12 轻纺城 MTN1 到期偿还（18.50 亿元）、14 绍交投债偿还 3 亿元本金及 2016 年度理财直融 2.5 亿元列入一年内到期非流动负债所致。2018 年 3 月末，公司刚性债务较年初减少 13.20 亿元，主要交投公司归还国投公司暂借款 10 亿元所致，期末短期刚性债务较年初减少 17.32 亿元，长期刚性债务较年初增加 4.12 亿元，债务期限结构有所优化。从即期债

务偿付来看，2018 年后三季度公司需要偿付的刚性债务不低于 27.67 亿元¹⁶，存在一定的短期债务偿还压力。

从承债主体来看，该公司刚性债务集中于公司本部，2017 年末公司本部刚性债务为 79.22 亿元，占合并口径债务为比重为 45.74%，已累积了较大规模的刚性债务；同期末公司本部货币资金和经营性现金净流入分别为 4.06 亿元和-1.72 亿元，对债务偿付覆盖程度较弱。另外，下属主要子公司具有独立融资权限，可根据自身资金情况自主筹资，同期末，交投公司刚性债务为 58.60 亿元，占比 33.83%，随着融资渠道的收紧，交投公司自身融资能力受限，融资成本偏高，其借入的银行借款和信托借款成本大部分为基准利率上浮 30%，主要依靠地方政府债务置换资金（2017 年末为 15.12 亿元）、公司本部和国投公司往来拆借款（2017 年末其往来占用款余额分别为 6.94 亿元和 20.78 亿元）推进项目建设；城投公司刚性债务为 12.35 亿元，其中 9.90 亿元为暂借款，2.45 亿元为长期借款；水务集团刚性债务余额约 19.80 亿元，轻纺城股份无刚性债务，其余经营主体债务规模相对较小。总体来看，合并范围内公司本部和交投公司承债较为集中，偿债压力大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
营业周期（天）	837.35	891.56	947.02	866.93	826.47	-
营业收入现金率	122.43%	74.18%	93.52%	102.30%	88.66%	94.94%
业务现金收支净额（亿元）	17.29	3.74	6.55	7.98	5.04	-1.24
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.01	-1.55	4.67	-3.86	-4.85	-0.63
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	15.28	2.19	11.22	4.12	0.19	-1.87
EBITDA（亿元）	11.99	12.60	11.67	20.89	13.40	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.15	0.11	0.16	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.85	2.20	1.52	2.29	1.45	-

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额

该公司供排水具有较稳定的支付周期，市场运营通常提前一次性收取 6 年租金，故公司具有良好的主业资金回笼能力，但由于市场租金收取的波动性及基础设施 BT 回购款拨付进度的不确定性，因此经营性现金流入在年度间存在不均衡。2015~2017 年及 2018 年第一季度公司营业收入现金率分别为 93.52%、102.30%、88.66%和 94.94%，经营性现金净流入分别为 11.22 亿元、

¹⁶ 其他应付款中暂借款的偿还期限不确定。

4.12 亿元、0.19 亿元和-1.87 亿元，其中 2017 年到期续租的营业房较少，致当期营业收入现金率和经营性现金净流入均较低。

该公司 EBITDA 以利润总额、计提的固定资产折旧和列入财务费用的利息支出为主，受经营业绩波动影响，EBITDA 也呈波动趋势，2015~2017 年分别为 11.67 亿元、20.89 亿元和 13.40 亿元，其中 2016 年主要受非经常性损益影响。EBITDA 对刚性债务与利息支出的覆盖程度也呈波动趋势，对债务本息可形成一定覆盖。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.15	-0.79	-5.84	0.75	-2.47	-0.59
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-9.70	-8.71	-7.58	-7.97	-20.51	-7.21
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-3.27	1.72	-8.70	-25.25	17.73	2.28
投资环节产生的现金流量净额	-12.81	-7.78	-22.12	-32.48	-5.25	-5.52

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理

近年来因钱滨线工程等道路基建、水务工程投资和购买理财产品净支出波动较大，2015~2017 年及 2018 年第一季度该公司投资性现金净流出分别为 22.12 亿元、32.48 亿元、5.25 亿元和 5.52 亿元，其中 2017 年净流出减少主要受理财资金净回笼及往来拆借款收回等影响。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
权益类净融资额	-	-	-	-	1.63	0.01
债务类净融资额	2.91	9.06	26.42	-3.08	-23.05	-0.75
其中：现金利息支出	-	-	7.33	9.60	8.66	1.25
筹资环节产生的现金流量净额	8.19	6.14	34.73	1.25	20.46	-12.46

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理

该公司下属板块独立性强，日常资金流动较少，其中上市公司轻纺城股份现金流状况良好，本部、交投公司和水务集团等存在资金缺口，需要对外融资，2015~2017 年及 2018 年第一季度公司合并口径筹资性现金净流入分别为 34.73 亿元、1.25 亿元、20.46 亿元和-12.46 亿元，其中 2017 年净流入主要系暂借国投公司款项增加 37 亿元，2018 年第一季度净流出主要系归还国投公司暂借款 10 亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产（在总资产中占比）	97.31	106.19	139.30	147.07	151.98	133.44
	35.43%	37.04%	41.86%	39.69%	38.02%	34.23%
其中：现金类资产	21.71	21.96	45.97	18.72	34.11	14.26
应收账款	9.20	12.51	9.59	9.22	7.84	7.75
其他应收款	14.67	22.19	38.84	60.91	57.13	61.80
存货	37.40	37.59	37.54	37.14	36.96	37.31
其他流动资产	14.29	11.90	7.32	21.03	15.87	12.24
非流动资产（在总资产中占比）	177.34	180.47	193.48	223.44	247.70	256.39
	64.57%	62.96%	58.14%	60.31%	61.98%	65.77%
其中：可供出售金融资产	0.61	16.61	21.91	34.49	35.60	36.98
长期股权投资	30.26	14.86	13.85	13.80	16.27	16.41
投资性房地产	57.40	55.05	53.36	61.19	59.45	59.24
固定资产	29.73	26.29	21.57	62.72	62.98	63.05
在建工程	52.27	62.66	75.46	44.90	68.55	75.59
期末全部受限资产账面金额	-	-	52.69	45.43	40.00	38.46
期末抵质押融资余额	-	-	44.12	26.86	14.58	12.80
受限资产账面余额/总资产	-	-	15.83%	12.26%	10.01%	9.87%

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理

随着业务规模的扩张及项目建设的推进，该公司资产规模呈增长趋势，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末总资产分别为 332.79 亿元、370.51 亿元、399.68 亿元和 389.83 亿元。公司以非流动资产为主，同期末占比分别为 58.14%、60.31%、61.98%和 65.77%。

该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2017 年末公司现金类资产为 34.11 亿元（其中货币资金 34.08 亿元，无受限资金），较年初增长 82.43%，主要系国投公司暂借款取得的现金增加所致。公司应收账款较年初下降 14.89%至 7.84 亿元，主要系当期收到绍兴市柯桥区财政局 BT 回购款 5.87 亿元，剩余部分仍主要为应收 BT 回购款。公司其他应收款为 57.13 亿元，较年初变化较小，主要为对地方政府下属其他企业的暂借款、代垫拆迁补偿款、代垫工程建设资金等，款项回收时间不确定。存货为 36.96 亿元，主要为政府注入交投公司的土地（36.53 亿元），按账面价值入账，目前土地评估价值均高于账面价值。其他流动资产较年初减少 24.55%至 15.87 亿元，主要系银行理财产品较年初减少 5.09 亿元，公司理财产品期限 1 个月左右，约定收益率 5.01~5.07%。2018 年 3 月末，公司货币资金较年初减少 19.85 亿元至 14.23 亿元，主要系工程基建投入及交投公司偿还国投公司 10 亿元暂借款等所致；其他流动资产较年初减少 3.63 亿元，主要系理财产品减少；其余流动资产科目无重大变化。

该公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产及在建工程等。2017 年末公司可供出售金融资产为 35.60 亿元，较上年增加 1.11 亿元，主要来自浙商银行公允价值增值，同期末公司和下属子公司轻纺城分别持有浙商银行股份分别为 3.03 亿股和 4.58 亿股，持股比例分别为 1.69% 和 2.55%。2017 年末公司长期股权投资较上年末增长 17.91% 至 16.27 亿元，主要系新增对绍兴市中小企业担保投资有限公司投资（1.50 亿元）及对绍兴清源投资有限公司增加投资 0.64 亿元；投资性房地产为 59.45 亿元（包括 43.50 亿元商铺等物业以及 15.74 亿元土地使用权），均以成本入账；固定资产为 62.98 亿元，主要为其名下的轻纺城市场商铺及道路、管道等城市基础设施，及水务相关的专用设备；在建工程为 68.55 亿元，较上年末增长 52.68%，主要系水务工程及钱滨线等道路基建投入增加所致。2018 年 3 月末，公司在建工程为 75.59 亿元，较年初增长 10.26%，主要系交通基建持续投入所致，其余非流动资产科目未有重大变化。

该公司较多资产用于抵质押借款，2017 年末账面净值 10.09 亿元的存货（开发成本-土地使用权）、账面净值 2.30 亿元的投资性房地产、账面净值 0.52 亿元的固定资产（道路资产）、账面净值 27.09 亿元的在建工程（道路工程和污水收集及外排工程设备）被用于抵押借款，账面净值 2.25 亿元的公路收费权用于质押借款；另外，公司以合并范围内公司互保方式取得 14.80 亿元银行借款。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率	108.55%	131.36%	159.91%	151.02%	113.19%	112.22%
速动比率	66.82%	84.86%	116.81%	112.87%	85.66%	80.81%
现金比率	24.22%	27.16%	52.77%	19.22%	25.41%	11.99%

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理

该公司流动比率与速动比率有所波动，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动比率分别为 159.91%、151.02%、113.19% 和 112.22%，速动比率分别为 116.81%、112.87%、85.66% 和 80.81%，其中 2017 年末流动比率和速动比率下降幅度较大，主要受流动负债（尤其是其他应付款）增长的影响。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要业务由下属企业负责，公司本部主要负责轻纺城市场前期投入、市场培育及少数市场的经营，并负责部分建设资金的筹措，2015~2017 年及 2018 年第一季度营业收入分别为 0.70 亿元、0.62 亿元、0.64 亿元和 0.07 亿元，公司本部债务负担较重，财务费用支出规模较大，同期分别为 2.59 亿元、3.31 亿元、3.41 亿元和 0.84 亿元，致营业利润亏损，分别为 -3.30 亿元、-3.91 亿元、-1.97 亿元和 -2.37 亿元。2017 年末公司本部刚性债务为 79.22 亿

元，其中短期刚性债务 32.18 亿元。公司本部货币资金为 4.06 亿元，现金资产对短期刚性债务覆盖比率为 0.13 倍，债务偿付压力较大。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司作为中国轻纺城市场开发运营主体，以及绍兴市柯桥区水务投资、交通建设及市政建设的重要主体，能够得到绍兴市柯桥区政府补助支持，主要体现为交通运输专项补助和污水处理专项运营补助。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司获得的补助支持分别为 5.17 亿元、3.12 亿元、6.32 亿元和 1.62 亿元。

2. 集团/控股股东支持或干预

该公司在控股股东体系内地位突出，在业务和资金等方面能够得到股东的支持。截至 2018 年 3 月末，国投公司对公司暂借款余额为 31.11 亿元。

3. 国有大型金融机构支持

该公司具有良好的偿债信誉，与多家商业银行建立了良好的长期合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径已获得银行授信总额共计 94.60 亿元，其中尚未使用的银行贷款授信余额为 31.16 亿元。

图表 28. 截至 2018 年 3 月末公司授信情况（单位：亿元）

机构类别	授信额度	已使用额度	尚未使用额度
全部	94.60	63.44	31.16
其中：工农中建交五大商业银行	23.01	22.11	0.90
工农中建交五大商业银行占比	24.32%	34.85%	2.89%

资料来源：根据轻纺城集团所提供数据整理

债项信用分析

1. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司合并口径营业总收入分别为 24.72 亿元、24.51 亿元、26.15 亿元和 4.73 亿元，其中轻纺城市场经营、排水业务、售水业务和基础设施建设占营业收入比重 80% 以上。2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 11.67 亿元、20.89 亿元和 13.40 亿元，持续稳定的盈利能力为本期中票的本息偿付提供较好支撑。

(2) 可加速变现资产或扩大商业信用规模

截至 2017 年末，该公司本部持有轻纺城股份 3.75 亿股股份，持股比例为 35.78%；公司和子公司轻纺城股份共持有浙商银行 7.61 亿股股份，持股比例合计为 4.24%；轻纺城股份持有会稽山 1.02 亿股股份，持股比例 20.51%。另外，轻纺城股份还持有少量上海浦东发展银行股份有限公司（简称“浦发银行”，证券代码 600000.SH，计入“可供出售金融”）股权，公司持有的上市公司股权可向公司持续贡献一定分红，2017 年自浙商银行和浦发银行处获得的投资收益分别为 1.29 亿元和 0.38 亿元。公司持有的证券资产质量较好，且变现能力较强，必要时可为公司偿债提供资金支持。

(3) 经营环节现金流状况良好

该公司主营业务现金流状况良好，2015~2017 年及 2018 年第一季度经营性现金净流入合计为 13.66 亿元，可为即期债务偿付及资金周转提供必要支撑。

评级结论

该公司业务涉及中国轻纺城市场建设和运营、水务投资和运营、交通基建及市政建设等。公司对中国轻纺城市场的控制力强，轻纺城市场经营毛利为公司整体毛利的最重要支撑；受营改增、工业污水处理量下降及新增污水处理资产折旧计提影响，2016 年以来公司排水业务大幅亏损，且亏损面呈扩大趋势；受营改增影响，2016 年售水业务毛利率大幅下降，在水价上升及供水范围扩大带动下，2017 年售水业务收入盈利能力有所提升；基础设施建设投资规模大，盈利能力较差。整体来看，公司主业整体盈利能力较弱，水务、基建等公益性业务能够持续获得政府补助支持，加上波动的投资收益，公司每年能够保有一定利润。

随着自建及基建项目建设的持续推进，该公司刚性债务规模不断扩大，累积了较大规模的刚性债务，即期债务偿付压力较大。轻纺城市场运营、水务业务资金回笼能力较好，加上成本法计量的投资性房地产及持有较多的可供出售金融资产可为债务偿付提供一定保障。合并范围内公司本部和交投公司承债较为集中，而其创收创现能力弱，单体偿债压力大。公司对外担保规模较大，且多为互保，区域内国有企业信用风险较难得到缓释。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

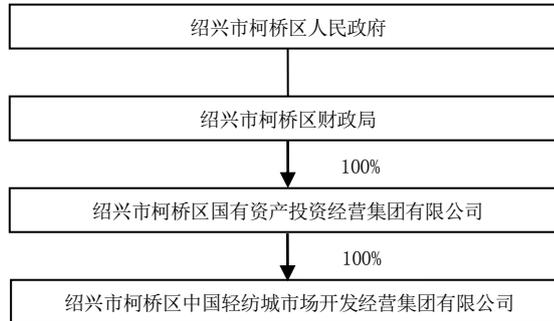
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

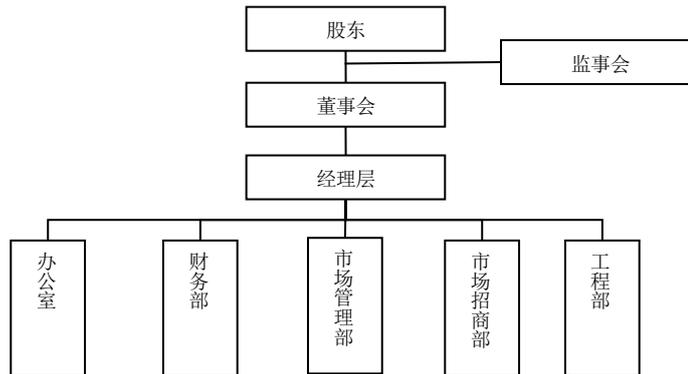
公司与实际控制人关系图



注：根据轻纺城集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据轻纺城集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例	主营业务	2017年（末）主要财务数据（亿元）							备注
					刚性债务余额	货币资金	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司	国投公司	公司之控股股东	-	轻纺城经营、供水排水业务、基建、棚户区改造、土地开发等	828.73	157.08	494.74	54.59	2.60	-105.38	19.39	
绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司	轻纺城集团	公司本部	-	轻纺城市场开发建设和经营管理	79.22	4.06	4.19	0.64	-1.98	-1.72	1.98	母公司口径
浙江中国轻纺城集团股份有限公司	轻纺城股份	控股子公司	35.78%	中国轻纺城大部分市场运营	-	6.12	50.74	9.25	4.00	0.11	7.40	
绍兴柯桥水务集团有限公司*	水务集团	二级子公司	100.00%	供排水业务运营、水务投资	19.80	4.33	14.27	11.51	0.30	2.48	3.79	
绍兴市柯桥区交通投资有限公司	交投公司	二级子公司	68.75%	交通道路投资建设	58.60	17.77	73.63	4.36	1.42	-3.19	2.19	
绍兴市柯桥区城市建设投资开发有限公司	城投公司	二级子公司	100.00%	城市基础设施建设	12.35	1.13	24.74	-	-	-1.17	-	

注：根据轻纺城集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	332.79	370.51	399.68	389.83
货币资金 [亿元]	45.92	18.68	34.08	14.23
刚性债务[亿元]	137.35	150.88	173.19	159.99
所有者权益 [亿元]	127.02	146.14	147.66	148.83
营业收入[亿元]	24.72	24.51	26.15	4.73
净利润 [亿元]	2.53	7.46	1.75	0.11
EBITDA[亿元]	11.67	20.89	13.40	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.22	4.12	0.19	-1.87
投资性现金净流入量[亿元]	-22.12	-32.48	-5.25	-5.52
资产负债率[%]	61.83	60.56	63.06	61.82
权益资本与刚性债务比率[%]	92.48	96.86	85.26	93.03
流动比率[%]	159.91	151.02	113.19	112.22
现金比率[%]	52.77	19.22	25.41	11.99
利息保障倍数[倍]	0.97	1.78	0.86	—
担保比率[%]	120.21	105.28	99.86	90.61
营业周期[天]	947.02	866.93	826.47	—
毛利率[%]	29.26	23.51	26.90	30.11
营业利润率[%]	-5.63	-15.74	15.33	8.39
总资产报酬率[%]	2.40	4.62	2.06	—
净资产收益率[%]	2.01	5.46	1.19	—
净资产收益率*[%]	0.60	1.30	-0.90	—
营业收入现金率[%]	93.52	102.30	88.66	94.94
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.36	4.46	0.17	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.94	-13.19	-2.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.52	2.29	1.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.14	0.08	—

注：表中数据依据轻纺城集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。