

2014 年绍兴县交通投资有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【234】号 01

债券简称：
PR 绍交投/14 绍交投债
债券剩余规模：6.0 亿元
债券到期日期：2021 年
08 月 20 日
债券偿还方式：按年付
息，在本期债券存续期
的第 3 年至第 7 年每年
末分别兑付本期债券本
金的 20%

分析师

姓名：
阮航 汪永乐

电话：
0755-82870012

邮箱：
ruanh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2014 年绍兴县交通投资有限公司公司债券¹ 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 22 日	2019 年 06 月 21 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对绍兴市柯桥区交通投资有限公司（以下简称“绍兴交投”或“公司”）及其 2014 年 8 月 20 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司经营发展提供了良好的基础，公司代建业务可持续性较好；同时中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，营业收入大幅减少，整体呈亏损状态，存在较大资金压力，短期偿债压力较大，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司经营发展提供了良好的基础。2019 年绍兴市实现地区生产总值（GDP）5,781 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.2%；柯桥区支柱产业仍为纺织业，整体以出口导向型经济为主，在外贸和固定资产投资增速提升的带动下，2019 年柯桥区实现地区生产总值 1,504.27 亿元，同比增长 7.6%，经济增速提升，出口和投资稳中向好，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司代建业务可持续性较好。公司系柯桥区交通投资领域投融资及建设主体，截至 2019 年底，公司已签订协议在建代建项目计划总投资 44.82 亿元，累计已投资 39.06 亿元，业务可持续性较好。

¹ 2015 年公司名称由绍兴县交通投资有限公司变更为绍兴市柯桥区交通投资有限公司。

关注:

- **公司整体资产流动性较弱。**2019 年末公司其他应收款、土地和在建项目账面价值分别为 40.44 亿元、36.53 亿元和 71.73 亿元，分别占总资产的 25.21%、22.78% 和 44.72%，其他应收款对公司资金形成较大占用，回收时间存在不确定性，在建工程变现能力差，整体资产流动性较弱。
- **公司代建项目回购时间存在较大不确定，营业收入大幅减少，整体呈亏损状态。**2019 年公司无结算代建项目，导致营业收入同比下滑 95.90% 至 2,119.85 万元；同时公司未获得政府补助，亏损总额 323.10 万元，盈利水平大幅降低，未来受代建项目回购时间不确定影响，公司收入和利润可能存在较大波动。
- **公司存在较大资金压力。**截至 2019 年底，公司主要在建代建项目尚需投资 19.83 亿元。
- **公司有息债务规模较大，短期偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务 61.78 亿元，同比增长 6.00%，其中短期有息债务 25.22 亿元，考虑到公司货币资金规模小，现金短期债务比仅 1.08%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.04，有息债务与 EBITDA 之比达 379.64，短期刚性债务压力较大。
- **公司对外担保规模很大，存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年 4 月末，公司对外担保金额为 70.05 亿元，与公司 2019 年末净资产之比达 94.14%，规模很大，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,603,887.10	1,444,759.88	1,626,230.36
所有者权益	744,141.42	744,460.64	736,263.77
有息债务	617,815.24	582,843.05	734,345.65
资产负债率	53.60%	48.47%	54.73%
现金短期债务比	1.08%	0.79%	84.37%
营业收入	2,119.85	51,740.21	43,623.50
其他收益	0.00	11,000.09	21,361.88
利润总额	-323.10	11,056.32	19,151.57
综合毛利率	6.40%	0.82%	0.63%
EBITDA	1,627.35	12,687.28	21,922.17
EBITDA 利息保障倍数	0.04	0.32	0.55
经营活动现金流净额	150,456.90	79,851.98	-31,914.31
收现比	1.00	1.19	1.41

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

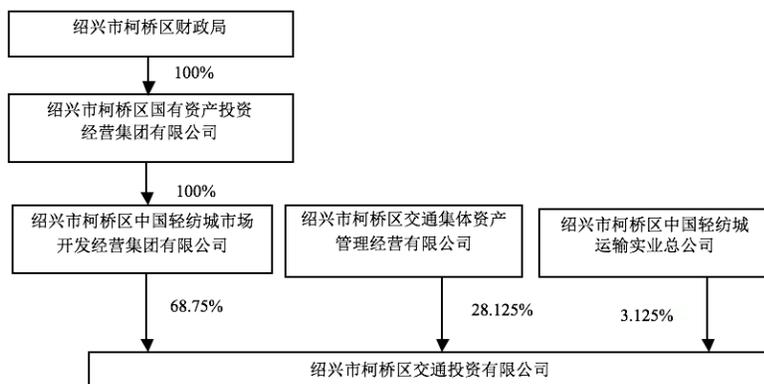
一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2014 年 8 月 20 日发行 7 年期 15 亿元公司债券，募集资金原计划用于绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程项目（以下简称“募投项目”）。截至 2020 年 5 月 31 日，本期债券募集资金专项账户余额为 4,619.14 元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、主营业务、控股股东均未发生变化。截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为 8,000.00 万元，控股股东仍为绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司²，实际控制人仍为柯桥区财政局。2019 年 3 月，公司法人代表、董事长、总经理、监事会主席以及 1 名董事、1 名监事发生变更，已完成工商变更。2019 年公司合并范围未发生变化，子公司数量仍为 1 家。

图 1 截至 2020 年 5 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

² 截至本报告发布之日，中证鹏元尚未取得绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司的征信报告。

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施投资建设预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本

合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10号), 切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务, 禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益, 禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5月, 国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号), 从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引, 并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月, 中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”), 指出要合理保障必要在建项目后续融资, 在严格依法解除违法违规担保关系基础上, 对存量隐性债务中的必要在建项目, 允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资; 另一方面, 《通知》指出, 严禁项目单位以任何方式新增隐性债务, 市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月, 中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》, 表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理, 承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围, 地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情, 债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排, 开辟债券发行“绿色通道”, 支持参与疫情防控企业债券发行, 城投公司作为地方基础设施建设主体, 在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作, 城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

(二) 区域环境

2019年绍兴市整体经济平稳增长, 固定资产投资增速明显回升

绍兴市经济平稳较快增长, 2019年实现地区生产总值(GDP) 5,781亿元, 按可比价格计算, 同比增长7.2%。绍兴市经济以第二产业、第三产业为主, 2019年第三产业占比首次超过第二产业, 三次产业结构为3.6:47.9:48.5; 其中, 第二产业和第三产业增加值分别为2,771亿元和2,802亿元, 分别同比增长7.0%和7.8%。

绍兴市工业经济继续保持较快发展态势。2019年绍兴市规模以上工业增加值为1,400亿元, 同比增长8.4%; 增加值总量前十位行业中, 非金属矿物制品业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业增长较快, 增加值分别增长20.8%、17.3%、17.2%; 规模以上工业中高新技术、战略性新兴产业增加值分别比上年下降3.8%和4.1%, 占规模以上工业比重分别为50.6%和41.9%; 数字经济核心产业制造业增加值增长8.0%。

绍兴市固定资产投资增速明显回升，对经济的拉动作用提升。2019年绍兴市固定资产投资增速由2018年的1.9%提升至10.2%；其中，民间项目投资、交通投资、生态环保和公共设施投资、高新技术产业投资增速分别为22.6%、45.0%、17.2%和43.4%。消费方面，绍兴市消费品市场发展平稳，2019年实现社会消费品零售总额2,207亿元，同比增长10.0%。贸易方面，绍兴市进出口贸易增长较快但增速有所放缓，2019年货物进出口总额2,459.00亿元，同比增长9.8%；其中，出口2,251亿元，同比增长10.0%，进口208亿元，同比增长7.1%。绍兴市存贷款规模继续扩大，支持经济稳定增长。2019年末，绍兴市金融机构本外币存款余额和贷款余额分别为9,582亿元和8,568亿元，分别同比增长13.6%和14.0%。2019年绍兴市实现一般公共预算收入528亿元，同比增长5.4%。

表 1 绍兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	5,781	7.2%	5,417	7.1%
第一产业增加值	208	2.3%	196	2.3%
第二产业增加值	2,771	7.0%	2,612	6.9%
第三产业增加值	2,802	7.8%	2,609	7.7%
规模以上工业增加值	1,400	8.4%	-	7.4%
固定资产投资	-	10.2%	-	1.9%
社会消费品零售总额	2,207	10.0%	2,008	11.0%
进出口总额	2,459	9.8%	2,240	12.2%
存款余额	9,582	13.6%	8,437	7.6%
贷款余额	8,568	14.0%	7,517	12.1%
人均GDP（元）	-	-	-	107,853
人均GDP/全国人均GDP	-	-	-	166.84%

注：“-”表示数据未公开。

资料来源：2018-2019年绍兴市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年柯桥区支柱产业仍为纺织业，整体以出口导向型经济为主，在外贸和固定资产投资的带动下，经济增速有所提升

柯桥区经济增速有所提升，经济发展水平较高。2019年，柯桥区实现地区生产总值1,504.27亿元，按可比价格计算，同比增长7.6%，增速同比上升0.8个百分点；2019年人均GDP为219,713元，增长6.5%，为同期全国人均GDP的309.93%。柯桥区经济以第二产业、第三产业为主，三次产业结构为2.5：50.2：47.3；其中，第二产业和三产业增加值分别为755.38亿元和711.67亿元，分别同比增长7.9%和7.6%。

柯桥区工业经济发展加快。2019年柯桥区工业增加值为639.99亿元，同比增长9.3%；

规模以上工业总产值2,044.55亿元，同比增长6.4%。分行业看，大纺织业依然为柯桥区规模以上工业支柱行业，同期产值1,045.81亿元，同比增长5.1%，占全部规模以上工业总产值的51.2%。柯桥区新产业呈良好发展态势，规模以上战略性新兴产业产值858.13亿元，同比增长14.0%；高新技术企业产值565.85亿元，同比增长7.5%；装备制造业产值238.30亿元，同比增长11.8%。

需求方面，净出口是柯桥区经济增长的主要推动力。2019年柯桥区进出口贸易增速提升，全年货物进出口总额911.47亿元，同比增长15.0%，其中，出口总额867.52亿元，占同期进出口总额的95.18%，考虑到全球新冠疫情的影响，未来出口可能承受一定下滑压力。柯桥区固定资产投资增速大幅回升，对经济的拉动作用增强。2019年，柯桥区固定资产投资同比增长8.9%，同比提升8.2个百分点。消费方面，柯桥区消费市场平稳运行，2019年完成社会消费品零售总额337.45亿元，同比增长10.5%。柯桥区存贷款规模继续扩大，支持经济稳定增长。2019年末，柯桥区金融机构本外币存款余额和贷款余额分别为2,162.56亿元和1,868.68亿元，分别同比增长11.5%和18.3%。

表 2 柯桥区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,504.27	7.6%	1,404.55	6.8%
第一产业增加值	37.21	2.4%	35.12	2.3%
第二产业增加值	755.38	7.9%	708.87	6.3%
第三产业增加值	711.67	7.6%	660.56	7.6%
工业增加值	639.99	9.3%	609.68	6.6%
固定资产投资	-	8.9%	470.30	0.7%
社会消费品零售总额	337.45	10.5%	305.49	11.1%
进出口总额	911.47	15.0%	793.22	11.6%
存款余额	2,162.56	11.5%	1,940.26	7.3%
贷款余额	1,868.68	18.3%	1,580.01	17.1%
人均 GDP（元）		219,713		207,307
人均 GDP/全国人均 GDP		309.93%		320.69%

注：“-”表示数据未公开。

资料来源：柯桥区 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年柯桥区实现一般公共预算收入 131.41 亿元，同比增长 4.0%；实现政府性基金收入 101.63 亿元，同比减少 6.0%；实现上级补助收入 13.54 亿元，同比增长 10.1%。

四、经营与竞争

公司作为柯桥区交通投资领域的投融资及建设重要主体之一，自成立以来一直从事柯桥区交通道路、桥隧、水运、客运中心等政府性交通投资项目建设。受代建项目未决算影响，2019年公司实现营业收入2,119.85万元，同比下滑95.90%，均来源于车辆通行费收入。近年来公司毛利率维持在较低的水平，2019年车辆通行费业务毛利率增至6.40%，公司综合毛利率同比增长5.59个百分点至6.40%。

表3 公司营业收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建项目回购收入	0.00	0.00%	50,297.29	1.60%
车辆通行费收入	2,119.85	6.40%	1,442.92	-26.63%
合计	2,119.85	6.40%	51,740.21	0.82%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

公司待决算代建类项目规模较大，业务可持续性较好，但回购时间存在较大不确定性，2019年未实现代建项目回购收入，未来收入规模继续存在较大波动可能性

公司作为柯桥区交通投资领域投融资及建设主体，主要是按照柯桥区政府整体交通规划负责柯桥区交通工程项目建设，建设内容包括交通道路、桥隧、水运、客运中心等交通项目。公司已签订协议的交通工程项目通过BT等模式进行运营，即由公司负责项目资金筹措和项目建设，待项目完工后，由政府按照协议进行回购，回购金额包括工程项目BT成本及按一定的收益率计算的收益两部分。截至2019年末，公司已签订协议的项目1项，系本期债券募投项目绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程，按9.9%收益率计算；除此之外，公司其余在建代建项目均尚未签订协议。

受代建项目未决算影响，2019年公司未实现代建项目回购收入。截至2019年末，公司已完工项目收入均已回款或通过债权债务抵消方式冲抵，年末无应收账款。

截至2019年底，公司已签订协议在建代建项目计划总投资44.82亿元，累计已投资39.06亿元，在建工程账面价值合计71.73亿元，规模较大，业务可持续性较好。但中证鹏元关注到，2019年末公司账面价值32.67亿元在建代建项目未签订代建协议，且尚未实现收益；受代建项目回购时间不确定影响，未来公司主营业务收入可能存在较大波动。

表4 截至2019年12月31日公司在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资	尚需投资	是否已签订代建
绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程	448,166.19	390,613.00	57,553.19	是
31省道北延绍兴至萧山段工程（柯桥区段）	129,623.11	88,661.16	40,961.95	否
镜水路南延工程	91,895.57	19,360.79	72,534.78	否

兰亭至店口快速路工程	28,800.00	18,790.26	10,009.74	否
32 省道绍兴市柯桥区王坛至王城段改建工程	26,202.39	21,448.18	4,754.21	否
柯北大道改造工程	13,549.64	8,210.14	5,339.50	否
柯华路柯袍线立交改造工程	13,498.86	12,630.60	868.26	否
上方山大道工程	8,378.51	6,533.93	1,844.58	否
杨汛桥镇江夏公路（树人大学段）改造工程	6,446.31	3,522.26	2,924.05	否
杨汛桥镇环山路路面改造工程	3,498.66	3,453.29	45.37	否
钱茅线夏履至夏泽段路面改造工程	3,419.82	3,067.99	351.83	否
杨江公路环山路至调山路段改造工程	1,998.03	1,666.37	331.66	否
柯袍线中间绿化带改造工程	1,467.35	971.95	495.40	否
杭金衢高速杨汛桥出入口道路改造工程	985.10	924.32	60.78	否
杨汛桥镇调山路路面改造工程	868.41	658.77	209.64	否
主要在在建项目小计	778,797.95	580,512.98	198,284.97	-
其他在建项目	-	136,768.31	-	否
合计	-	717,281.30	-	-

注：“-”代表公司未提供或不适用；其他在建项目绝大部分为道路工程。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司车辆通行费业务主要为子公司绍兴市柯桥区杭衢高速公路连接线有限公司经营的杭衢高速公路绍兴连接线收费项目，该公路起点位于杭金衢高速柯桥西（杨汛桥）收费站，终点为柯袍线与新建的绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路相交处，总长 17.323 公里。受益于车辆通行量增加，2019 年该业务实现营业收入 2,119.85 万元，同比增长 46.91%，扭亏为盈，但盈利能力仍较弱，短期内难以改善。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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 2018-2019 年审计报告，采用新会计准则编制。2019 年公司合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产以其他应收款、土地和工程项目为主，其他应收款对公司资金形成较大占用，整体资产流动性较弱

随着公司扩大融资规模，2019 年末公司资产总计 160.39 亿元，同比增长 11.01%。

表5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,718.81	0.17%	1,541.22	0.11%
其他应收款	404,398.51	25.21%	358,199.12	24.79%
存货	365,286.45	22.78%	365,286.45	25.28%
流动资产合计	784,736.54	48.93%	741,937.07	51.35%
固定资产	20,013.53	1.25%	21,610.20	1.50%
在建工程	717,281.30	44.72%	599,823.04	41.52%
其他非流动资产	70,748.69	4.41%	70,748.69	4.90%
非流动资产合计	819,150.56	51.07%	702,822.80	48.65%
资产总计	1,603,887.10	100.00%	1,444,759.88	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

由于公司偿还债务和工程项目投资所需资金规模较大，货币资金留存较少，2019 年末公司货币资金 0.27 亿元，无受限货币资金。

截至 2019 年末，公司其他应收款主要为应收绍兴市柯桥区汇泰投资有限公司、绍兴市柯桥区交通建设有限公司、绍兴市柯桥区中国轻纺城运输实业总公司、绍兴市柯桥区交通运输局、绍兴县中国轻纺城市场开发经营集团有限公司等地方国企或政府部门的往来款，回收风险不大，但其他应收款规模较大，其中 50.00% 以上账龄超过 1 年，回收时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用；由于当期公司支出的往来款较多，2019 年末公司其他应收款（合计）账面价值 40.44 亿元，同比增长 12.90%。

2019 年末公司存货账面价值为 36.53 亿元，同比无变化，均为土地资产，用途以商业、住宅用地为主，其中账面价值 7.30 亿元、占土地资产 19.98% 的土地已抵押，属受限资产；其中 7.64 亿元土地性质为储备土地，通过政府划拨取得，其他土地性质均为出让。

公司固定资产主要系道路资产，受折旧影响，2019 年末公司固定资产账面价值 2.00 亿元，同比减少 7.39%；公司固定资产流动性较差，且盈利能力弱。随着公司加大对道路工程的投入，2019 年末公司在建工程账面价值 71.73 亿元，同比增长 19.58%，主要系绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程、31 省道北延绍兴至萧山段工程（柯桥区段）、镜水路南延工程、兰亭至店口快速路工程和 32 省道绍兴市柯桥区王坛至王城段改建工程投入增长所致，详情参见表 4。其他非流动资产主要系铁路建设资金，2019 年无变化。

截至 2019 年末公司受限资产账面价值 7.30 亿元，占总资产的 4.55%，均为已抵押土地。

2019 年末公司其他应收款、土地和工程项目账面价值分别为 40.44 亿元、36.53 亿元和 71.73 亿元，分别占总资产的 25.21%、22.78% 和 44.72%，其他应收款对公司资金形成

较大占用，回收时间存在不确定性，工程项目变现能力差，公司资产整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司代建业务回购时间不确定性较大，导致营业收入大幅减少，整体呈亏损状态

公司系柯桥区交通投资领域的投融资及建设主体，受无结算项目影响，2019 年公司实现营业收入 2,119.85 万元，同比下滑 95.90%，均源于车辆通行费收入。截至 2019 年底，公司已签订协议在建代建项目计划总投资 44.82 亿元，累计已投资 39.06 亿元，业务可持续性较好。但公司代建项目回购时间存在较大不确定，营业收入可能存在较大波动。2019 年车辆通行费业务毛利率增至 6.40%，公司综合毛利率同比增长 5.59 个百分点至 6.40%。2019 年度公司未获得政府补助，亏损 323.10 万元，盈利水平大幅降低，稳定性不佳。

表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	2,119.85	51,740.21
营业利润	-349.63	11,026.85
其他收益	0.00	11,000.09
营业外收入	28.18	30.63
利润总额	-323.10	11,056.32
综合毛利率	6.40%	0.82%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流入规模保持较高水平，在建项目存在较大资金压力

2019 年公司收现比为 1.00，主营业务收现情况尚可，同期公司收到往来款较多，2019 年经营活动的现金流入保持在较高水平，当期经营活动现金净流入 150,456.90 万元。从投资活动现金流来看，2019 年公司加大对代建项目的投资力度，当期投资活动现金净流出 89,667.32 万元。从筹资活动现金流来看，2019 年公司偿还借款本息规模较大，当期筹资活动现金净流出 59,611.98 万元。截至 2019 年底，公司主要在建代建项目尚需投资 19.83 亿元，考虑到 2019 年公司经营活动现金流主要源于往来款，主营业务获现规模较小，在建项目仍存在较大的资金压力。

表 7 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.00	1.19
销售商品、提供劳务收到的现金	2,119.85	61,515.07

收到的其他与经营活动有关的现金	201,927.85	67,881.17
经营活动现金流入小计	204,047.70	129,396.24
购买商品、接受劳务支付的现金	415.89	620.45
支付的其他与经营活动有关的现金	52,486.32	48,085.45
经营活动现金流出小计	53,590.80	49,544.25
经营活动产生的现金流量净额	150,456.90	79,851.98
投资活动产生的现金流量净额	-89,667.32	-88,489.13
筹资活动产生的现金流量净额	-59,611.98	-167,513.96
现金及现金等价物净增加额	1,177.60	-176,151.10

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，短期偿债压力较大

由于公司扩大融资规模，2019 年末公司负债总额 859,745.68 万元，同比增长 22.77%，公司所有者权益变化不大，产权比率同比增长 21.47 个百分点至 115.54%，所有者权益对总负债的覆盖程度有所趋弱。

表 8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	859,745.68	700,299.23
所有者权益	744,141.42	744,460.64
产权比率	115.54%	94.07%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

应付账款主要系应付工程款，其他应付款除有息债务外，主要系往来款，2019 年公司收到绍兴市柯桥区交通投资建设集团有限公司支付的往来款较多，2019 年末公司其他应付款账面价值 21.08 亿元，同比增长 83.99%。一年内到期的流动负债主要系一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款。2019 年末，公司一年内到期的流动负债余额 25.22 亿元，同比增长 50.15%，加大公司短期偿债压力。

长期借款主要为保证借款等信用借款，2019 年末公司长期借款 2.40 亿元，同比减少 79.22%，利率在 4.99%至 6.90%之间。应付债券为本期债券。

长期应付款均属有息债务，主要为应付绍兴市柯桥区建设集团有限公司（以下简称“柯桥集团”）等公司借款及融资租赁借款等，由于 2019 年公司向柯桥集团等公司借入借款较多，2019 年末公司长期应付款 31.17 亿元，同比增长 47.03%；长期应付款中应付柯桥集团等地方国企 27.97 亿元，借款利率在 4.80%至 6.30%之间，应付政府单位款项 3.00 亿元，其他为应付融资租赁款，利率在 4.60%至 6.40%之间。

表9 公司主要负债结构（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	5,087.14	0.59%	10,649.43	1.52%
其他应付	210,824.43	24.52%	114,587.46	16.36%
一年内到期的非流动负债	252,199.27	29.33%	167,963.24	23.98%
流动负债合计	484,780.65	56.39%	309,844.95	44.24%
长期借款	24,000.00	2.79%	115,487.88	16.49%
应付债券	29,868.84	3.47%	59,664.88	8.52%
长期应付款	311,747.13	36.26%	212,032.47	30.28%
非流动负债合计	374,965.03	43.61%	390,454.29	55.76%
负债合计	859,745.68	100.00%	700,299.23	100.00%
有息负债	617,815.24	71.86%	582,843.05	83.23%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着融资规模的扩大，2019年末公司有息债务余额为61.78亿元，同比增长6.00%，其中短期有息债务25.22亿元，考虑到公司货币资金规模小，短期偿债压力很大。根据公司提供的有息债务偿还分布显示，2020-2022年公司需分别偿还有息债务本息27.80亿元、21.61亿元和3.44亿元，2020年和2021年公司存在集中偿付压力。

表 10 公司有息债务偿还分布表（单位：万元）

指标名称	2020年	2021年	2022年
本金	252,199.27	202,559.75	25,598.04
利息	25,830.17	13,512.36	8,829.86
合计	278,029.44	216,072.11	34,427.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

偿债能力方面，随着公司融资规模的扩大，2019年末公司资产负债率增长5.13个百分点至53.60%，债务水平有所提升。2019年末公司现金短期债务比仅1.08%，且流动资产以土地和账期较长的其他应收款为主，流动性不强，短期偿债压力较大。2019年公司利润规模有所下降，EBITDA规模随之下降至1,627.35万元，使得EBITDA利息保障倍数下降至0.04，有息债务与EBITDA之比达379.64，偿债压力加大。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	53.60%	48.47%
现金短期债务比	1.08%	0.79%
EBITDA（万元）	1,627.35	12,687.28
EBITDA 利息保障倍数	0.04	0.32
有息债务/EBITDA	379.64	45.94

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模很大，面临一定的或有负债风险

截至 2020 年 4 月末，公司对外担保金额为 70.05 亿元，与公司 2019 年末净资产之比达 94.14%，被担保方均为地方国有企业，但对外担保规模很大，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。详情见附录三。

七、评级结论

公司系绍兴市柯桥区交通投资领域的投融资及建设主体，在外贸和固定资产投资增速提升的带动下，2019年柯桥区实现地区生产总值1,504.27亿元，同比增长7.6%，经济增速提升，出口和投资稳中向好，为公司发展提供了良好的外部环境。截至2019年底，公司主要在建代建项目计划总投资77.88亿元，累计已投资58.05亿元，在建工程账面价值合计71.73亿元，业务可持续性较好。

中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，代建项目回购时间存在较大不确定，营业收入大幅减少，同时公司未获得政府补助，整体呈亏损状态，未来公司收入和利润可能存在较大波动。在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力。2019年末公司有息债务61.78亿元，同比增长6.00%，其中短期有息债务25.22亿元，短期刚性债务压力较大。公司对外担保规模很大，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为 AA，维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	2,718.81	1,541.22	177,692.32
其他应收款	404,398.51	358,199.12	438,405.25
存货	365,286.45	365,286.45	414,776.62
在建工程	717,281.30	599,823.04	402,236.97
资产总计	1,603,887.10	1,444,759.88	1,626,230.36
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款	210,824.43	114,587.46	247,134.52
一年内到期的非流动负债	252,199.27	167,963.24	97,509.04
长期借款	24,000.00	115,487.88	152,691.92
应付债券	29,868.84	59,664.88	89,392.90
长期应付款	311,747.13	212,032.47	281,644.85
负债合计	859,745.68	700,299.23	889,966.58
有息债务	617,815.24	582,843.05	734,345.65
归属于母公司所有者权益合计	744,141.42	744,460.64	736,263.77
所有者权益合计	744,141.42	744,460.64	736,263.77
营业收入	2,119.85	51,740.21	43,623.50
营业利润	-349.63	11,026.85	19,197.95
净利润	-319.23	8,196.87	14,194.55
经营活动产生的现金流量净额	150,456.90	79,851.98	-31,914.31
投资活动产生的现金流量净额	-89,667.32	-88,489.13	-34,579.20
筹资活动产生的现金流量净额	-59,611.98	-167,513.96	171,055.53
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	6.40%	0.82%	0.63%
收现比	1.00	1.19	1.41
产权比率	115.54%	94.07%	120.88%
资产负债率	53.60%	48.47%	54.73%
现金短期债务比	1.08%	0.79%	84.37%
EBITDA（万元）	1,627.35	12,687.28	21,922.17
EBITDA 利息保障倍数	0.04	0.32	0.55
有息债务/EBITDA	379.64	45.94	33.50

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
绍兴市柯桥区杭衢高速公路连接线有限公司	30,312.00	100.00%	柯桥区杭衢高速公路连接线的投资、建设、经营

资料来源：公司2019年审计报告

附录三 截至2020年4月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	到期日
绍兴柯桥江滨水处理有限公司	21,000.00	2021/06/06
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	25,000.00	2020/05/31
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	30,000.00	2021/06/01
浙江绍金高速公路有限公司	100,000.00	2040/07/10
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	27,800.00	2022/02/24
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	79,000.00	2022/03/06
绍兴柯桥供水有限公司	13,200.00	2022/05/17
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	35,000.00	2023/01/04
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	35,000.00	2023/02/25
绍兴柯桥历史文化街区开发利用投资建设有限公司	30,000.00	2021/07/15
绍兴柯桥历史文化街区开发利用投资建设有限公司	40,000.00	2029/08/12
绍兴柯岩建设投资有限公司	80,000.00	2021/10/17
绍兴中国轻纺城商务总部园投资开发经营有限公司	30,000.00	2021/12/20
绍兴柯岩建设投资有限公司	20,000.00	2022/01/01
绍兴柯桥历史文化街区开发利用投资建设有限公司	29,500.00	2030/03/24
绍兴水处理发展有限公司	6,000.00	2021/03/26
浙江柯岩风景区开发股份有限公司	5,000.00	2020/06/03
绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司	40,000.00	2020/08/20
绍兴市柯桥区海涂农业发展有限公司	6,000.00	2020/09/16
绍兴市柯桥区天天养殖有限公司	3,000.00	2020/10/16
绍兴中国轻纺城商务总部园投资开发经营有限公司	15,000.00	2029/10/09
绍兴中国轻纺城商务总部园投资开发经营有限公司	8,000.00	2022/12/12
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	12,000.00	2020/12/30
绍兴市柯桥区交通投资建设集团有限公司	5,000.00	2022/04/28
绍兴市柯桥区体育中心投资开发经营有限公司	5,000.00	2022/01/03
合计	700,500.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款} + \text{其他应付款中借款}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。