



# 2014年绍兴县交通投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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：



# 2014年绍兴县交通投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-28	2020-06-22

## 评级观点

- 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 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务具备一定可持续性，继续得到股东和当地政府的大力支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和短期偿债压力较大，营收与盈利存在较大波动，且存在较大或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司业务具备一定可持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 债券概况

债券简称：14 绍交投债/PR 绍交投

债券剩余规模：3.0 亿元

债券到期日期：2021-08-20

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%

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	165.18	166.96	160.39	144.48
所有者权益	77.87	78.24	74.41	74.45
总债务	45.45	45.41	61.78	58.28
资产负债率	52.86%	53.14%	53.60%	48.47%
现金短期债务比	0.01	0.03	0.01	0.01
营业收入	0.06	1.28	0.21	5.17
其他收益	0.00	7.50	0.00	1.10
利润总额	-0.37	5.91	-0.03	1.11
销售毛利率	-1.47%	8.15%	6.40%	0.82%
EBITDA	-	7.61	0.16	1.27
EBITDA 利息保障倍数	-	1.64	0.04	0.32
经营活动现金流净额	0.67	17.40	15.05	7.99
收现比	1.03	0.15	1.00	1.19

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表

## 联系方式

项目负责人：龚程晨  
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞  
guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **外部环境较好，为公司经营发展提供了良好的基础。**2020 年绍兴市经济实力进一步增强，工业经济继续保持良好发展态势；柯桥区支柱产业仍为纺织业，高新技术产业投资增长较快，地区经济发展水平较高，为公司经营发展提供了良好的基础。
- **代建业务具备一定可持续性。**公司系柯桥区交通投资领域重要建设主体，截至 2020 年末，公司存在在建代建项目数量较多，总投资规模较大，业务具备一定可持续性。
- **获得外部支持力度较大。**公司作为柯桥区交通设施的建设主体，2020 年获得工程相关运营专项补助金额较大，有效改善当期利润水平。

## 关注

- **整体资产流动性较弱。**公司资产以存货和其他应收款为主，存货变现能力较弱，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。
- **存在较大资金支出压力。**截至 2020 年末，公司在建项目较多，尚需持续投入资金，公司存在较大资金支出压力。
- **营收与盈利存在较大波动。**公司 2019 年未实现代建项目回购收入，同期亦未获得政府补助，致当期营业收入和利润总额下降明显，2020 年营收虽有所回升，但受代建项目回购时间不确定影响，未来公司营收与盈利仍可能存在较大波动。
- **总债务规模较大，短期偿债压力较大。**2020 年公司有息债务规模虽有所下降，但总债务绝对值仍较大，短期有息债务金额较大，现金短期债务比处于极低水平，公司面临较大的短期偿债压力。
- **面临较大或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保规模较大，占 2020 年末净资产比重较高，被担保企业均为地方国有企业但均无反担保措施，公司面临较大或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、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12月31日，本期债券募集资金偿债账户余额为15,508.42元。

## 三、发行主体概况

2020年1月，公司法定代表人发生变更，已完成工商变更。2020年10月，原持有公司3.125%股权的股东绍兴市柯桥区中国轻纺城运输实业总公司退出，此次股权变更后，原股东绍兴市柯桥区开发经营集团有限公司（原名为“绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营集团有限公司”，2020年1月2日变更为现名）出资5,500.00万元，占总出资额的70.97%，绍兴市柯桥区交通集体资产管理经营集团有限公司出资2,250.00万元，占总出资额的29.03%。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为7,750.00万元，实际控制人仍为绍兴市柯桥区财政局。2020年公司合并范围未发生变化，子公司数量仍为1家。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其



中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城

投公司的流动性风险。

## 区域经济环境

**2020年绍兴市经济实力进一步增强，工业经济继续保持良好发展态势，固定资产投资有一定下降**

2020年绍兴市经济实力进一步增强，当年实现地区生产总值6,001亿元，按可比价格计算，同比增长3.3%。绍兴市经济以第二产业、第三产业为主，2020年第三产业占比首次超过50%，三次产业结构为3.6:45.2:51.2；其中，第二产业和第三产业增加值分别为2,712亿元和3,070亿元，分别同比增长1.8%和5.0%。按常住人口计算，2020年绍兴市人均GDP为11.38万元，系全国同期人均GDP的1.57倍，地方经济发展水平较高。

工业方面，绍兴市工业经济继续保持良好发展态势，当年规模以上工业增加值为1,552亿元，同比增长4.9%；分行业来看，医药制造业、橡胶和塑料制品业、化学纤维制造业增加值增长较快，分别同比增长17.1%、16.0%、12.8%；此外，规模以上工业中高新技术增加值比上年增长6.1%，占规模以上工业比重为53.7%；数字经济核心产业制造业增加值同比增长10.2%。2020年规模以上工业利润总额达519亿元，同比增长14.9%。

固定资产投资方面，2020年绍兴市固定资产投资增速为6.7%，较上年有一定下降，其中高新技术产业投资同比增长9.9%，高于固定资产投资增速。消费方面，绍兴市消费品市场发展有所放缓，2020年实现社会消费品零售总额2,322亿元，同比下降1.3%。贸易方面，绍兴市进出口贸易增速有所放缓，2020年货物进出口总额2,578亿元，同比增长4.9%，其中，出口2,386亿元，同比增长6.0%，进口192亿元，同比下降7.7%。绍兴市存贷款规模继续扩大，支持经济稳定增长。2020年末，绍兴市金融机构本外币存款余额和贷款余额分别为10,933亿元和10,135亿元，分别同比增长14.1%和18.3%。

**表1 绍兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	6,001	3.3%	5,781	7.2%
第一产业增加值	219	2.2%	208	2.3%
第二产业增加值	2,712	1.8%	2,771	7.0%
第三产业增加值	3,070	5.0%	2,802	7.8%
工业增加值	1,552	4.9%	1,400	8.4%
固定资产投资	-	6.7%	-	10.2%
社会消费品零售总额	2,322	-1.3%	2,207	10.0%
进出口总额	2,578	4.9%	2,459	9.8%
存款余额	10,933	14.1%	9,582	13.6%
贷款余额	10,135	18.3%	8,568	14.0%
人均 GDP（万元）		11.38		11.43

人均 GDP/全国人均 GDP

1.57

1.61

注：“-”数据未公布；2019及2020年人均GDP以当年GDP除以当年常住人口计算得出。

资料来源：2019-2020年绍兴市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年绍兴市实现一般公共预算收入543.5亿元，同比增长2.9%，实现政府性基金收入834.2亿元，同比增长16.5%；同期一般公共预算支出667亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为81.56%。

### 2020年柯桥区支柱产业仍为纺织业，高新技术产业投资增长较快

2020年柯桥区实现地区生产总值1,516.73亿元，按可比价格计算，同比增长1.9%，柯桥区经济以第二产业、第三产业为主，三次产业结构为2.6：48.4：49.1；其中，第二产业和三产业增加值分别为733.94亿元和744.10亿元，分别同比增长1.2%和2.6%；2020年柯桥区人均生产总值按户籍人口计算为219,722元，为同期全国人均GDP的3.03倍，地方经济发展水平较高。

柯桥区工业经济平稳发展，2020年柯桥区实现工业增加值为620.46亿元，同比增长2.1%；规模以上工业总产值2,073.97亿元，同比增长1.2%；分行业看，大纺织业依然为柯桥区规模以上工业支柱行业，同期总产值1,097.90亿元，同比增长1.1%，占全部规模以上工业总产值的52.94%。柯桥区新产业持续发展，2020年战略性新兴产业产值1,051.05亿元，同比增长0.5%；高新技术企业产值651.86亿元，与上年持平；装备制造业产值284.13亿元，同比增长3.6%。

2020年柯桥区固定资产投资同比增长6.8%，相较上年略有下滑，其中高新技术产业投资同比增长18.1%，房地产投资同比增长17.0%，商品房销售额532亿元，同比增长30.5%，房地产市场景气度较好。消费方面，柯桥区2020年完成社会消费品零售总额354.35亿元，同比下降2.1%。对外贸易方面，2020年柯桥区全年货物进出口总额893.38亿元，同比下降1.9%，其中，出口总额864.60亿元，同比下降0.3%，进口28.77亿元，同比下降34.6%。柯桥区存贷款规模继续扩大，支持经济稳定增长，2020年末，柯桥区金融机构本外币存款余额和贷款余额分别为2,399.29亿元和2,313.37亿元，分别同比增长12.8%和23.8%。

**表2 柯桥区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,516.73	1.9%	1,504.27	7.6%
第一产业增加值	38.69	2.3%	37.21	2.4%
第二产业增加值	733.94	1.2%	755.38	7.9%
第三产业增加值	744.10	2.6%	711.67	7.6%
工业增加值	620.46	2.1%	639.99	9.3%
固定资产投资	-	6.8%	-	8.9%
社会消费品零售总额	354.35	-2.1%	337.45	10.5%
进出口总额	893.38	-1.9%	911.47	15.0%
存款余额	2,399.29	10.9%	2,162.56	11.5%



贷款余额	2,313.37	23.8%	1,868.68	18.3%
人均 GDP (元)		219,722		219,713
人均 GDP/全国人均 GDP		303.29%		309.93%

资料来源：2019-2020 年绍兴市柯桥区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年柯桥区市实现一般公共预算收入137.23亿元，同比增长4.5%，实现政府性基金收入120.2亿元，同比增长18.2%；同期一般公共预算支出129.69亿元，同比增长2.1%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为105.81%，财政自给程度较好。

## 五、经营与竞争

公司作为柯桥区交通投资领域的重要建设主体之一，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。受益于2020年公司代建项目结算金额较大，公司营业收入涨幅明显；同期车辆通行费收入有所回落，获利能力仍保持在较低水平。整体来看，跟踪期内公司营业收入上涨较快，获利能力虽较上年有所改善，但仍处于较低水平。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目回购收入	10,925.61	8.77%	0.00	-
车辆通行费收入	1,861.41	4.37%	2,119.85	6.40%
房租收入	3.58	100%	0.00	-
<b>合计</b>	<b>12,790.61</b>	<b>8.15%</b>	<b>2,119.85</b>	<b>6.40%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司建设项目规模较大，业务具备一定可持续性，但回购时间存在较大不确定性，且给公司带来较大资金压力**

公司作为柯桥区交通投资领域的建设主体，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 2020 年末，公司已签订协议还未完全结算的项目 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，目前已建设完毕，按 9.9%收益率计算；除此之外，公司其余在建项目均尚未签订协议。

2020 年绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程确认代建项目回购收入 1.09 亿元，累计确认收入 1.09 亿元，未来将陆续确认收入。截至 2020 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。

公司在建工程预计总投资86.92亿元，累计已完成投资73.53亿元，尚需持续投入资金，公司面临较

大资金支出压力，代建业务具备一定可持续性。但中证鹏元关注到，公司在建代建项目未签订代建协议的数量较多，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 2020 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计总投资	是否签订代建协议
绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程	44.95	44.95	是
31 省道北延绍兴至萧山段工程（柯桥区段）	12.22	11.54	否
镜水路南延工程	9.20	4.39	否
32 省道绍兴市柯桥区王坛至王城段改建工程	2.60	2.71	否
杭金衢高速绍兴连接线路面维修工程（二期）	1.41	1.07	否
<b>主要在建项目小计</b>	<b>70.38</b>	<b>64.66</b>	-
其他工程	16.54	8.87	否
<b>合计</b>	<b>86.92</b>	<b>73.53</b>	-

注：随着项目实际推进，部分项目预计总投资额进行小幅调整。

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。受疫情期间车辆减少出行影响，2020年车辆通行费收入较上年有所回落，业务毛利率仍维持较低水平，获利水平短期内或难以改善。

## 六、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2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围无变化。

### 资产结构与质量

**公司资产以存货、其他应收款为主，存货变现能力较弱，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**

跟踪期内，公司资产规模较为稳定且主要以流动资产为主，受部分代建项目由在建工程转入存货影响，流动资产占总资产比重上升较快。

流动资产方面，2020年末公司货币资金整体规模仍较小。截至2020年末，公司其他应收款主要为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、绍兴市柯桥区交通发展有限公司、绍

兴市柯桥区开发经营集团有限公司和绍兴市柯桥区交通运输局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，且账龄几乎均超过1年，回收时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用。公司存货主要为代建工程开发成本和土地资产，截至2020年末账面价值分别为39.98亿元和36.53亿元，土地资产中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，受当期绍兴滨海产业集聚区钱清至滨海工业区公路工程项目转入开发成本影响，公司2020年存货账面价值增加较快。

非流动资产方面，公司固定资产主要系道路资产，2020年新增1.11亿元由在建工程转入的道路资产，使得当期固定资产账面价值有所提升，公司固定资产流动性较差，且盈利能力弱。随着公司代建工程转入存货中开发成本，2020年末在建工程账面价值下降较快，截至2020年末公司主要在建工程为31省道北延绍兴至萧山段工程（柯桥区段）、镜水路南延工程、32省道绍兴市柯桥区王坛至王城段改建工程和杭金衢高速绍兴连接线路面维修工程（二期）等，详情参见表4。其他非流动资产主要系铁路建设资金，2020年无变化。

截至2020年末，公司无受限资产。整体来看，公司资产以存货和其他应收款为主，存货变现能力较弱，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。

**表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.24	0.14%	0.73	0.44%	0.27	0.17%
其他应收款	37.84	22.91%	39.96	23.94%	40.44	25.21%
存货	76.51	46.32%	76.51	45.83%	36.53	22.78%
<b>流动资产合计</b>	<b>115.06</b>	<b>69.65%</b>	<b>117.78</b>	<b>70.54%</b>	<b>78.47</b>	<b>48.93%</b>
固定资产	2.90	1.75%	2.95	1.77%	2.00	1.25%
在建工程	39.53	23.93%	38.53	23.07%	71.73	44.72%
其他非流动资产	7.07	4.28%	7.07	4.24%	7.07	4.41%
<b>非流动资产合计</b>	<b>50.13</b>	<b>30.35%</b>	<b>49.18</b>	<b>29.46%</b>	<b>81.92</b>	<b>51.07%</b>
<b>资产总计</b>	<b>165.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>166.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>160.39</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

受益于代建工程回购结算金额较大，公司营业收入增长较快，2020年公司收到大额政府补助，明显改善了公司盈利水平

公司系柯桥区交通投资领域的建设主体，受益于当期代建工程回购结算金额较大，2020年公司营业收入增长较快，当期获得政府补贴金额较大，利润总额由负转正，公司盈利能力有所改善。截至2020年末，公司在建代建项目计划总投资86.92亿元，累计已投资73.53亿元，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。毛利率方面，2020年车辆通行费业务毛利率有所下降，但代建工程获利能力相对较好，综合使得公司销售毛利率较上年提高，但整体来看仍处于较低水平。2020年度公司获得政府补助7.50<sup>1</sup>亿元，明显改善了公司盈利水平。

**表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	0.06	1.28	0.21
收现比	1.03	0.15	1.00
营业利润	-0.37	5.90	-0.03
其他收益	0.00	7.50	0.00
利润总额	-0.37	5.91	-0.03
销售毛利率	-1.47%	8.15%	6.40%

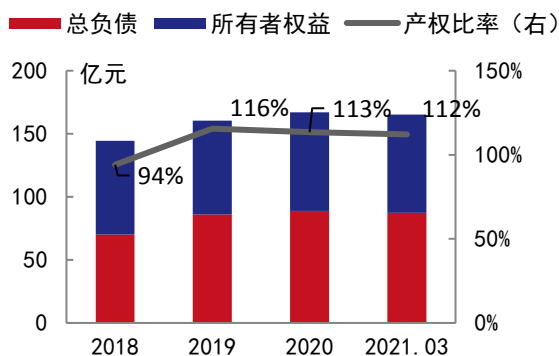
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

**有息债务规模较大，现金类资产对短期债务的保障程度极弱，短期偿债压力较大**

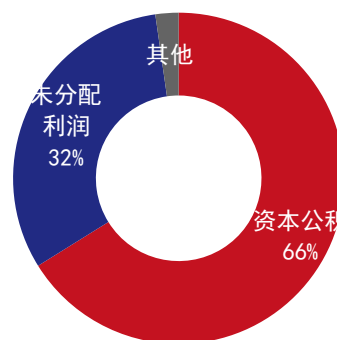
2020年，受益于公司利润累积公司所有者权益规模小幅上涨，同期总负债规模亦均小幅上涨，产权比率虽小幅下降，但公司所有者权益对负债保障程度仍较弱。

**图 1 公司资本结构**



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

**图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要是流动负债为主，流动负债中其他应付款和一年内到期的非流动负债占比较高。流动负债方面，公司应付账款主要系应付工程款，跟踪期内规模稳定。2020年公司其他应付款账面余额持续

<sup>1</sup>2020 年公司获得的 7.50 亿元政府补助主要由两部分组成，一是 2019 年政府垫付资金 3.00 亿元，于 2020 年予以明确归属于补贴；二是 2020 年政府根据企业发展需要给予 4.50 亿元补助。

增长，主要系与绍兴市柯桥区交通投资建设集团有限公司（以下简称“柯桥交投建”）往来款进一步增加所致，截至2020年末，公司与柯桥交投建往来款账面余额为27.41亿元。一年内到期的非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，2020年公司一年内到期长期借款减少10.61亿元，但一年内到期的长期应付款增加7.82亿元，整体使得当期一年内到期的非流动负债期末余额小幅下降。

非流动负债方面，长期借款主要为保证借款等信用借款，2020年公司新发行6.00亿元的20浙柯桥交投ZR001，当期偿还2.99亿元的14绍交投债，年末应付债券余额为6.00亿元。公司长期应付款均属有息债务，主要为应付当地国有企业的借款及融资租赁借款等，借款利率在4.80%至6.00%之间，融资租赁款利率在4.51%至5.50%之间，因当年应付当地国有企业的借款金额减少较多，加之转入一年内到期的长期应付款金额较大，当期长期应付款余额下降明显。

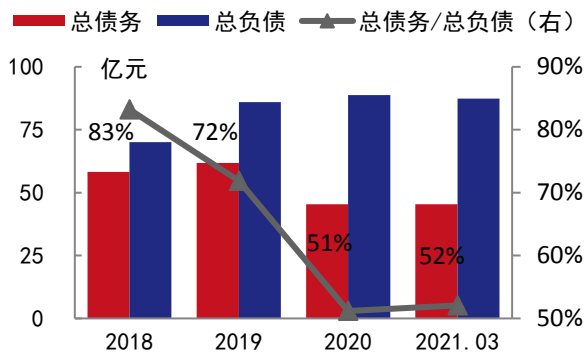
**表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	0.50	0.57%	0.50	0.56%	0.51	0.59%
其他应付款	36.25	41.52%	37.49	42.26%	20.94	24.36%
一年内到期的非流动负债	16.09	18.42%	22.43	25.29%	25.22	29.33%
<b>流动负债合计</b>	<b>56.00</b>	<b>64.13%</b>	<b>63.79</b>	<b>71.90%</b>	<b>48.48</b>	<b>56.39%</b>
长期借款	1.75	2.00%	3.23	3.64%	2.40	2.79%
应付债券	6.00	6.87%	6.00	6.76%	2.99	3.47%
长期应付款	21.61	24.75%	13.75	15.49%	31.17	36.26%
<b>非流动负债合计</b>	<b>31.31</b>	<b>35.87%</b>	<b>24.93</b>	<b>28.10%</b>	<b>37.50</b>	<b>43.61%</b>
<b>负债合计</b>	<b>87.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>88.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>85.97</b>	<b>100.00%</b>

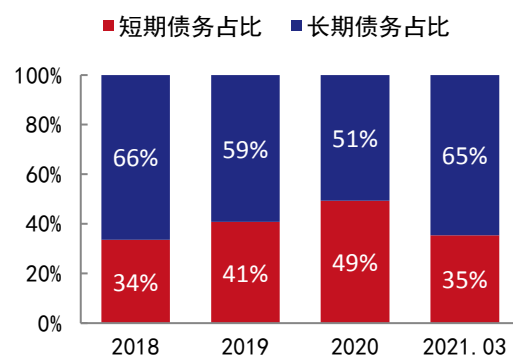
资料来源：公司20219-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

债务规模方面，2020年，受偿还债务影响，公司有息债务规模有所下降，总债务占总负债比重亦有所下降，但有息债务绝对值仍较大。债务结构方面，公司有息债务总体以长期有息债务为主，但因短期有息债务中一年内到期的非流动负债金额较大，账面货币资金规模较小，公司面临较大的短期偿债压力。



**图3 2021年3月末公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

**图4 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年，公司资产负债率较为稳定，维持偏高水平；现金短期债务比处于极低水平，现金类资产对短期债务的保障程度极弱；受益于当期利润总额提升明显，EBITDA利息保障倍数增长较快，公司盈利对利息的保障程度有所改善。

**表8 公司偿债能力指标**

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	52.86%	53.14%	53.60%
现金短期债务比	0.01	0.03	0.01
EBITDA 利息保障倍数	-	1.64	0.04

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月19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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2020年12月31日，公司对外担保金额为65.30亿元，与公司2020年末净资产之比达83.46%，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，面临较大的或有负债风险。

**表9 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
浙江绍金高速公路有限公司	10.00	2040/7/10	否

绍兴柯岩建设投资有限公司	8.00	2021/10/17	否
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	7.90	2022/3/6	否
绍兴柯桥历史文化街区开发利用投资建设有限公司	4.00	2029/8/12	否
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	3.50	2023/1/4	否
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	3.50	2023/2/25	否
绍兴柯桥历史文化街区开发利用投资建设有限公司	3.00	2021/7/15	否
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	3.00	2021/6/1	否
绍兴中国轻纺城商务总部园投资开发经营有限公司	3.00	2021/12/20	否
绍兴柯桥历史文化街区开发利用投资建设有限公司	2.95	2030/3/24	否
绍兴市柯桥区滨海城市建设开发投资有限公司	2.78	2022/2/24	否
绍兴柯桥江滨水处理有限公司	2.10	2021/6/6	否
绍兴中国轻纺城商务总部园投资开发经营有限公司	2.00	2021/5/7	否
绍兴柯岩建设投资有限公司	2.00	2022/1/1	否
绍兴中国轻纺城商务总部园投资开发经营有限公司	1.50	2029/10/9	否
绍兴柯桥供水有限公司	1.32	2022/5/17	否
绍兴中国轻纺城商务总部园投资开发经营有限公司	0.80	2022/12/12	否
绍兴水处理发展有限公司	0.60	2021/3/26	否
绍兴市柯桥区海涂农业发展有限公司	0.60	2021/12/31	否
绍兴市柯桥区杭衢高速公路连接线有限公司	0.50	2024/12/16	否
绍兴市柯桥区体育中心投资开发经营有限公司	0.50	2022/1/3	否
浙江柯岩风景区开发股份有限公司	0.50	2021/6/3	否
绍兴市柯桥区交通投资建设集团有限公司	0.50	2022/4/28	否
绍兴市柯桥区杭衢高速公路连接线有限公司	0.45	2022/7/7	否
绍兴市柯桥区天天养殖有限公司	0.30	2021/5/21	否
<b>合计</b>	<b>65.30</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、结论

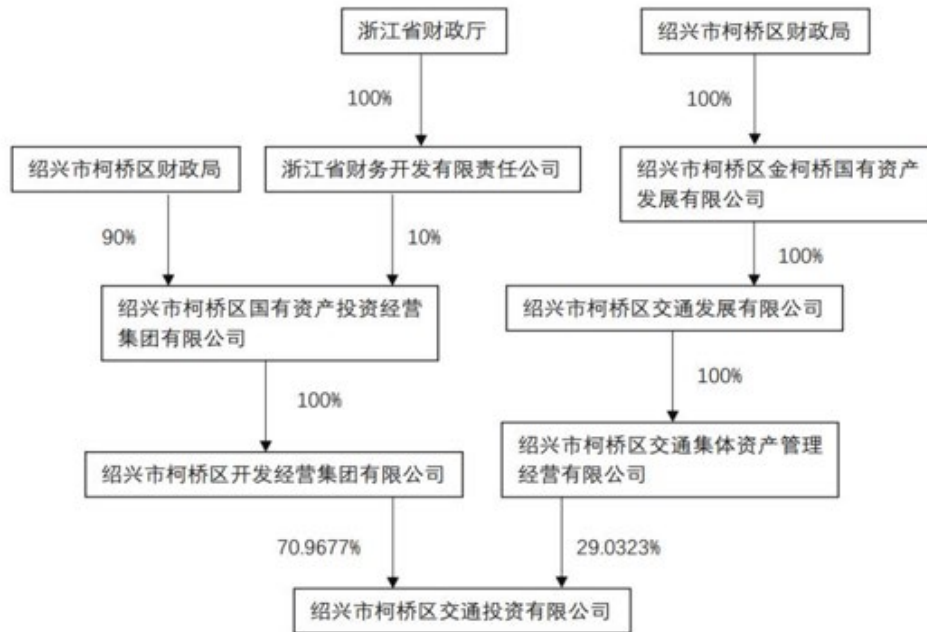
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018
货币资金	0.24	0.73	0.27	0.15
其他应收款	37.84	39.96	40.44	35.82
存货	76.51	76.51	36.53	36.53
流动资产合计	115.06	117.78	78.47	74.19
固定资产	2.90	2.95	2.00	2.16
在建工程	39.53	38.53	71.73	59.98
其他非流动资产	7.07	7.07	7.07	7.07
非流动资产合计	50.13	49.18	81.92	70.28
资产总计	165.18	166.96	160.39	144.48
应付账款	0.50	0.50	0.51	1.06
其他应付款	36.25	37.49	20.94	11.25
一年内到期的非流动负债	16.09	22.43	25.22	16.80
流动负债合计	56.00	63.79	48.48	30.98
长期借款	1.75	3.23	2.40	11.55
应付债券	6.00	6.00	2.99	5.97
长期应付款	21.61	13.75	31.17	21.20
非流动负债合计	31.31	24.93	37.50	39.05
负债合计	87.31	88.72	85.97	70.03
总债务	45.45	45.41	61.78	58.28
所有者权益	77.87	78.24	74.41	74.45
营业收入	0.06	1.28	0.21	5.17
营业利润	-0.37	5.90	-0.03	1.10
其他收益	0.00	7.50	0.00	1.10
利润总额	-0.37	5.91	-0.03	1.11
经营活动产生的现金流量净额	0.67	17.40	15.05	7.99
投资活动产生的现金流量净额	-0.89	-4.74	-8.97	-8.85
筹资活动产生的现金流量净额	-0.27	-12.19	-5.96	-16.75
<b>财务指标</b>	<b>2021年3月</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	-1.47%	8.15%	6.40%	0.82%
收现比	1.03	0.15	1.00	1.19
资产负债率	52.86%	53.14%	53.60%	48.47%
现金短期债务比	0.01	0.03	0.01	0.01
EBITDA（亿元）	-	7.61	0.16	1.27
EBITDA 利息保障倍数	-	1.64	0.04	0.32

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

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	3.03	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 2020 年审计报告，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
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 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。