



# 2014 年第一期、第二期三门县国有资产 投资控股有限公司公司债券 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年第一期、第二期三门县国有资产投资控股有限公司公司债券 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		
第一期	AA+	AA+
第二期	AA+	AA+
评级日期	2021-06-29	2020-06-24

## 债券概况

### 债券简称：

14 三门债 01/PR 三门 01；  
14 三门债 02/PR 三门 02

**债券剩余规模：**14 三门债 01：0.80 亿元；  
14 三门债 02：0.60 亿元

**债券到期日期：**14 三门债 01：2021-10-29；14 三门债 02：2022-03-18

**偿还方式：**两期债均按年付息，债券存续期第 3-7 年末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

**增信方式：**土地使用权抵押

## 联系方式

**项目负责人：**刘书芸  
liushuy@cspengyuan.com

**项目组成员：**张旻燊  
zhangmy@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对三门县国有资产投资控股有限公司（以下简称“三门国投”或“公司”）及其 2014 年 10 月发行的第一期公司债券（以下简称“14 三门债 01”）、2015 年 3 月发行的第二期公司债券（以下简称“14 三门债 02”）的 2021 年跟踪评级结果为：“14 三门债 01”、“14 三门债 02”债券信用等级均维持为 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：外部环境较好，继续为公司发展提供了良好基础，公司工程代建业务具有一定的可持续性，继续获得了较大力度的外部支持，且土地使用权抵押担保有效提升了债券信用水平。同时我们也关注到了公司资产整体流动性较弱，面临一定短期偿债压力，抵押资产未按照约定进行跟踪评估以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司业务具有一定可持续性，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。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	224.70	201.91	195.14
所有者权益	129.33	128.48	114.48
总债务	56.39	42.30	32.79
资产负债率	42.44%	36.36%	41.33%
现金短期债务比	0.90	0.81	1.12
营业收入	10.30	10.18	12.78
其他收益	2.83	0.65	0.38
营业外收入	0.21	1.97	1.71
利润总额	1.01	0.85	0.87
销售毛利率	11.19%	12.86%	11.43%
EBITDA	4.31	3.24	2.60
EBITDA 利息保障倍数	1.48	0.91	1.53
经营活动现金流净额	-12.55	1.46	6.40
收现比	1.43	1.15	0.27

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020年三门县经济保持增长，电力、热力生产和供应业发展良好，带动三门县工业继续增长，为公司发展提供了良好基础。
- **公司工程代建业务具有一定的可持续性。**截至2020年末，公司主要在建代建项目总投资规模仍较大，工程代建业务具有一定的可持续性。
- **公司继续获得了较大力度的外部支持。**公司为三门县重要的基础设施建设平台，2020年当地政府通过政府补助给予公司较大力度的支持。
- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。**公司以2013年8月25日评估价值14.63亿元、11.69亿元的国有土地使用权分别为“14三门债01”、“14三门债02”提供抵押担保，仍能有效提升两期债券的安全性。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**2020年底公司资产中应收款项、存货占比仍较高；应收款项回收时间不确定性较大，对资金形成较大占用；存货系土地资产、代建工程成本，土地资产受限比例较高，代建工程成本结算时间不确定性较大。
- **公司面临一定的短期偿债压力。**2020年底公司短期债务占比仍较高，现金短期债务比欠佳，公司面临一定的短期偿债压力。
- **抵押资产未按照约定做跟踪评估。**根据《抵押资产监管协议》及《抵押资产承诺函》，在本期债券存续期间，公司持续聘请资产评估机构对抵押资产的价值进行年度评估，截至本报告出具日，公司尚未对抵押资产进行跟踪评估。
- **公司存在一定的或有负债风险。**2020年底公司对外担保余额为2.71亿元，占期末净资产的2.09%。被担保方主要系当地政府及相关单位实际控制的公司，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 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10月29日发行7年期4亿元的“14三门债01”，于2015年3月18日发行7年期3亿元“14三门债02”。“14三门债01”、“14三门债02”募集资金合计7亿元，拟用于74省道南延三门毛张至椒江二桥三门段工程、三门县城1-C3地块拆迁安置房工程、三门县城大湖塘C-41地块建设拆迁安置房工程、三门县公共租赁住房、廉租房、经济适用房建设工程和三门县保障性住房工程共五个项目。截至2021年6月16日，“14三门债01”债券、“14三门债02”债券募集资金专户余额为1.56万元。

## 三、发行主体概况

2020年公司控股股东三门县国有资产管理局将持有的公司10%股份划转给浙江省财务开发有限责任公司，2020年底三门县国有资产管理局、浙江省财务开发有限责任公司持股比例分别为90%、10%。

跟踪期内公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人未发生变更。截至2020年底，公司注册资本、实收资本仍为7.05亿元；控股股东及实际控制人仍为三门县国有资产管理局。公司主营业务亦未发生变更，仍主要从事基础设施项目的投资建设以及政府授权范围内的国有资产经营。2020年公司合并范围新增子公司13家。截至2020年底，公司纳入合并范围一级子公司仍为8家，同比无变动，具体如附录三所示。

**表1 2020年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例		注册资本	主营业务	合并方式
	直接持股	间接持股			
三门县春绿土地整治有限公司	-	100%	100	土地整理	设立
三门县广顺环卫有限公司	-	100%	50	环卫	设立
三门县广润排水有限公司	-	100%	3,000	供排水	设立
浙江迈未人力资源有限公司	-	100%	500	人力资源	设立
三门县超岚科技发展有限公司	-	100%	1,000	-	设立
三门县建石矿业开发有限公司	-	100%	1,000	非金属矿采选	设立
台州德惟馨供应链管理有限公司	-	100%	2,000	商务服务业	设立
三门县全域土地综合开发有限公司	-	100%	10,000	土地整理	划拨
三门县方圆质量检测服务有限公司	-	100%	130	技术检测	划拨、现金出资
三门县海港建设有限公司	-	100%	174	海港建设	划拨



三门县建设测绘院有限公司	-	100%	70	专业技术服务	划拨
三门县嘉安建设工程交易有限公司	-	100%	200	专业技术服务	划拨
三门县建设工程质量检测有限公司	-	100%	500	质量检测	划拨

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 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。

## 行业及区域环境

### **2020年三门县经济保持增长，电力、热力生产和供应业发展良好，带动三门县工业继续增长**

2020年三门县实现生产总值273.39亿元，按可比价计算，比上年增长4.4%。三次产业增加值结构由2019年的12.7：43.1：44.2调整为2020年的12.8：41.8：45.4，人均生产总值为61,184元（按户籍人口计算），增长4.5%，为全国人均GDP的84.45%，经济发展水平仍较弱。

工业方面，2020年三门县主导行业电力、热力生产和供应业发展良好，带动三门县工业继续增长。2020年，三门县实现工业增加值95.72亿元，按可比价格计算，比上年增长9%；主导行业电力、热力生产和供应业实现增加值39.1亿元，比上年增长26%；橡胶和塑料制品业实现增加值10.71亿元，下降12.2%；通用设备制造业实现增加值6.14亿元，增长1.6%。

从拉动经济增长的因素来看，2020年三门县固定资产投资、消费均同比下滑，出口同比增长。2020年三门县固定资产投资同比下降21%；其中，工业投资同比下降24.7%；基础设施投资同比下降23%；民间投资同比下降20.9%。2020年三门县实现社会消费品零售总额103.84亿元，同比下降6.3%。2020年三门县外贸进出口总额69.7亿元，同比下降0.4%；其中出口总额67.89亿元，同比增长9.7%，进口总额1.81亿元，同比下降77.6%。

房地产方面，2020年三门县全年完成房地产开发投资19.13亿元，比上年增长4.1%。房屋施工面积210.43万平方米，增长5.5%，房屋竣工面积9694平方米，下降93.4%。商品房销售面积37.4万平方米，增长10.8%，其中，住宅销售面积31.87万平方米，增长10%。

2020年三门县金融机构人民币存、贷款保持较快增长，继续为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

**表2 三门县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）	273.39	4.4%	265.74	8.3%
第一产业增加值	34.91	2.2%	33.43	2.5%
第二产业增加值	114.23	4.5%	115.44	10.5%
第三产业增加值	124.25	4.8%	116.87	7.5%
工业增加值	95.72	9.0%	91.27	13.9%
固定资产投资	-	-21.0%	-	-0.6%
社会消费品零售总额	103.84	-6.3%	111.03	9.2%
进出口总额	69.70	-0.4%	69.96	23.5%
存款余额	353.64	8.5%	325.94	12.7%
贷款余额	563.00	11.3%	506.03	11.1%
人均 GDP（元）		61,184		59,402
人均 GDP/全国人均 GDP		84.45%		83.79%

资料来源：三门县 2019-2020 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年三门县实现公共财政收入16.16亿元，同比下降11.1%，其中税收收入13.31亿元，同比下降8.6%，占公共财政收入比重为82.4%；实现政府性基金收入14.03亿元，同比增长下降18.7%；同期三门县公共财政支出为53.79亿元，同比增长0.30%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为30.04%。

## 五、经营与竞争

公司是三门县重要的综合性融资、建设与经营主体，承担着区域内国有资产经营、收益、投资、保值的任务，业务包括城市基础设施建设与运营、保障房建设、商品房建设、公路运输、粮食收储及加工等行业。2020年公司实现营业收入10.30亿元，同比增长1.13%。其中，工程代建业务实现收入5.74亿元，



同比增长7.27%，仍为公司营业收入的主要来源；其他收入主要系商品销售收入、保安服务收入、道路养护、监理等其他服务收入等，2020年合计为4.41亿元，同比下降0.67%，主要系子公司三门县滨海工贸置业有限公司（以下简称“滨海工贸置业”）2020年无房产出售所致。

毛利率方面，2020年公司销售毛利率为11.19%，同比下降1.67个百分点；其中，代建工程业务毛利率同比下降7.31个百分点，主要系加成比率下降所致，商品销售业务毛利率同比提高25.28个百分点，主要系高毛利率的石渣销售收入占比提高所致。

**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
代建工程业务收入	57,354.28	5.89%	53,465.82	13.19%
其他收入	44,094.91	15.46%	44,392.14	8.39%
其中：商品销售收入	18,024.18	27.47%	13,634.10	2.19%
交通运输收入	2,605.45	-101.17%	3,232.57	-74.98%
自来水销售收入	4,288.38	17.17%	4,629.76	28.37%
道路养护收入	4,208.80	3.65%	6,518.38	19.64%
保安服务收入	6,456.67	15.73%	5,413.82	21.69%
房产销售收入	-	-	5,463.00	10.85%
监理等其他服务收入	8,511.42	30.52%	5,500.51	27.03%
主营业务合计	101,449.19	10.05%	97,857.96	11.01%
其他业务	1,541.43	86.26%	3,977.60	58.21%
合计	102,990.62	11.19%	101,835.56	12.86%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建收入受政府规划、工程施工进度影响较大，2020年同比略有增长；工程代建业务可持续性较好，但在建项目尚需投资规模较大，公司仍面临一定的资金支出压力

公司代建工程业务运作方式为：三门县水利局、三门县旧城改造办公室等政府相关部门将三门县区域内基础设施项目委托公司代建，公司自筹资金进行基础设施建设，项目建成后移交相关政府部门。公司每年根据工程进度，按项目投资成本加成一定比例确认工程代建收入。由于工程代建业务规模主要受政府规划、工程施工进度影响，收入波动较大。2020年公司实现工程建设收入5.74亿元，同比增长7.27%，毛利率为5.89%，同比下降7.31个百分点，主要系当期加成比例大幅下降所致。

**表4 2020年公司工程建设业务收入明细情况（单位：万元）**

项目名称	营业收入	营业成本
三门县沪甬台合作产业园（科技孵化园）	29,057.85	27,677.63
化工地块修复工程	14,222.21	12,801.06
污水处理厂三期工程项目	9,265.54	9,026.70
三门县综合养老服务体系提升工程	2,886.61	2,749.49

三门县文化路改造工程、三门中学道路畅通工程（应急通道）	1,739.80	1,657.91
污水三期工程代建	156.88	41.04
行道树移植工程	17.43	16.61
湫水名邸行道树移植工程	7.96	7.58
<b>合计</b>	<b>57,354.28</b>	<b>53,978.02</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建代建项目总投资61.11亿元，已投资34.33亿元，工程代建业务具有一定的可持续性；但需关注，公司主要在建项目尚需投资27.04亿元，仍面临一定的资金支出压力。

**表5 截至2020年底公司主要代建项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	累计总投资
三门县海塘加固工程	119,792.00	33,059.47
三门县县城新港村区块棚户区改造	79,016.00	22,674.13
三门县海游街道城东村区块和原通用机械厂区块城中村改造一期工程	56,001.00	38,346.22
三门县全域土地综合整治项目	51,000.00	22,930.71
佃石水库移民小区市政配套工程	50,000.00	36,297.55
洋市涂围垦主体工程	45,522.00	35,182.22
小型农田水利重点县建设项目	44,242.00	43,493.92
三门县入城道路城北至晏站	42,000.00	29,240.85
沿海工业城一期市政配套工程	29,680.00	12,331.11
三门县佃石水库工程	36,649.00	16,888.31
三门县滨海新城下银岩山四期爆破及土石方填筑工程	20,457.00	23,077.87
沿海工业城三期工程	20,000.00	13,052.32
小牛山移山工程	16,700.00	16,690.26
<b>合计</b>	<b>611,059.00</b>	<b>343,264.94</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司还承担着土地整理拆迁和保障房建设任务，近年来未形成收入，未来能否实现收入不确定性较大；商品销售、保安服务、自来水销售、道路养护等业务仍为公司收入、利润的有益补充

作为三门县重要的资产运营平台，公司还承担一定的土地整理职能，将其拥有的土地进行开发整理（包括征地、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施）达到净地交付的标准后，政府将土地出让金收入的80%返还给公司用于基础设施建设。截至2020年底，公司无在整理土地。由于土地整理开发业务具有特殊性，公司土地出让收入受国家宏观调控政策、当地政府用地规划及征地拆迁和施工进度影响较大，未来能否形成收入仍存在较大的不确定性。

除了土地开发整理外，公司还承担着一些保障房建设任务。公司保障房业务模式主要是公司下属子公司三门县城市基础设施建设投资有限公司（以下简称“三门城建”）根据政府拆迁计划和安置需要，将建设的房产定向销售给拆迁安置户等，项目销售实行政府指导价（一般是成本价），由于具有一定的

公益性，盈利性不佳。2020年子公司三门城建仍无安置房销售收入。

其他收入主要系商品销售收入、保安服务、自来水销售收入、道路养护收入、监理等其他服务收入等。2020年公司实现其他收入4.41亿元，同比略有下滑，主要系公司当年未实现房产销售收入；毛利率为15.46%，同比提高7.08个百分点，主要系商品销售收入毛利率同比大幅提高所致。

商品销售收入主要由猪肉销售、粮食销售以及石渣销售构成，其中猪肉销售主要由三门县食品有限责任公司负责、石渣销售主要由三门健跳临港型经济开发投资有限公司负责、粮食销售主要由浙江省三门县粮食收储有限公司负责。2020年受毛利率较高的石渣收入大幅增加影响，公司商品销售实现收入1.80亿元，同比增长32.20%，毛利率为27.47%，同比提高25.28个百分点。

**表6 公司商品销售收入构成情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
猪肉销售	8,091.40	44.89%	9,740.05	71.44%
粮食销售	2,670.32	14.82%	2,416.76	17.73%
爆破器材销售	674.38	3.74%	859.94	6.31%
其他产品销售	6,588.08	36.55%	617.35	4.53%
<b>合计</b>	<b>18,024.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>13,634.10</b>	<b>100.00%</b>

注：其他产品销售主要系石渣销售收入

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

保安服务业务由全资子公司三门县保安服务有限公司负责，2020年实现收入0.65亿元，同比增长19.26%，毛利率为15.73%，同比下降5.97个百分点，主要系人力成本增长所致。监理等其他服务收入同比上涨主要系合并范围增加所致。商品房销售业务主要由子公司滨海工贸置业负责，2020年公司无商品房销售收入。2020年底，滨海工贸置业在建项目主要系怡景苑项目二期，已投资0.47亿元，未来可实现一定收入。公司自来水收入主要来自子公司三门县环境有限公司负责，供水区域为三门县；受疫情影响，2020年实现收入0.43亿元，同比下降7.37%，毛利率为17.17%，同比下降11.20个百分点。

整体来看，商品销售、保安服务、自来水销售、道路养护等业务仍为公司收入、利润的有益补充。

### 2020年公司继续获得了较大力度的外部支持

公司为三门县重要的基础设施建设平台，2020年当地政府继续通过政府补助等方式给予公司较大力度的支持。

资产注入方面，2020年公司与三门县财政局前期往来款7,080万元，核实调整为注资款，计入资本公积；收到发改委注资款1,830万元，计入资本公积；划出海域使用权4,849.69万元，中央污染防治专项资金退回3,300.00万元，冲减资本公积。2020年底公司资本公积同比净增加760.31万元。

政府补助方面，2020年公司收到海塘加固工程省拨资金、省拨交通运输局款项等政府补助合计

30,397.37万元（计入其他收益的政府补助28,338.07万元，计入营业外收入的政府补助2,059.30万元），一定程度提升公司盈利水平。

**表7 公司资产划出与注入情况（单位：万元）**

资产注入			
资产类别	出具单位	文件	金额
中央补助资金	三门县人民政府	专题会议纪要[2020]40号	1,830.00
财政局往来款	-	-	7,080.00
<b>合计</b>	-	-	<b>8,910.00</b>
资产划出			
资产类别	出具单位	文件	金额
海域使用权划出	-	-	4,849.69
中央污染防治专项资金退回	-	-	3,300.00
<b>合计</b>	-	-	<b>8,149.69</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020审计报告，报告均采用新会计准则编制。

### 资产结构与质量

公司资产规模保持增长，仍以应收款项、存货为主，应收款项回收时间不确定性较大，存货变现能力欠佳，资产整体流动性较弱

2020年末公司资产规模同比增长11.29%，增长主要集中在存货、货币资金，资产仍以流动资产为主。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.30	8.59%	16.63	8.24%
应收账款	12.26	5.46%	13.38	6.63%
其他应收款	21.87	9.73%	22.49	11.14%
存货	140.57	62.56%	118.21	58.55%
<b>流动资产合计</b>	<b>194.60</b>	<b>86.60%</b>	<b>171.26</b>	<b>84.82%</b>
可供出售金融资产	14.44	6.43%	14.86	7.36%
<b>非流动资产合计</b>	<b>30.10</b>	<b>13.40%</b>	<b>30.64</b>	<b>15.18%</b>

<b>资产总计</b>	<b>224.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>201.91</b>	<b>100.00%</b>
-------------	---------------	----------------	---------------	----------------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告

**表9 公司受限资产情况（单位：亿元）**

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	4.58	2.04%	定期存单、保证金
存货	32.00	14.24%	抵押借款及发行债券
固定资产	0.69	0.31%	抵押借款
无形资产	0.57	0.25%	抵押借款
应收账款	10.14	4.51%	质押借款
浙江台州市沿海开发投资有限公司股权	11.59	5.16%	质押借款
<b>合计</b>	<b>59.57</b>	<b>26.51%</b>	

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末，公司受限货币资金系保证金、质押的定期存单，货币资金受限比例23.70%。应收账款主要系应收三门县交通局、水利局、浙江省三门县县城西区开发建设有限公司的账款，2020年底账面价值10.14亿元的应收账款已用于借款质押。其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，2020年底前五大应收对象均为三门政府单位和国有企业，占比合计65.14%；需关注，公司其他应收款包含部分应收民营企业款项。整体来看，公司应收账款、其他应收款回收风险较为可控，但回收时间不确定性较大，对资金形成较大占用。

存货为公司核心资产，主要系招拍挂买入的土地资产，以及代建项目建设成本。随着代建项目建设推进以及合并范围增长，2020年底公司代建工程同比增长34.41%。2020年底公司土地资产同比无变动，仍为8宗土地，面积合计515.60万平方米，土地用途包括商业、城镇混合住宅、住宅及商业等，其中账面价值32.00亿元的土地已用于借款抵押。整体来看，公司代建工程成本结算时间存在一定不确定性，土地抵押比例较高，存货变现能力欠佳。公司可供出售金融资产主要系对浙江台州市沿海开发投资有限公司（以下简称“台州沿海开投”）、浙江浙能台州第二发电有限责任公司等企业的投资，均按成本法计量，2020年底公司持有的台州沿海开投股权已全部用于借款质押。

**表10 公司存货构成情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
代建工程	80.60	57.34%	59.97	50.73%
待开发土地	55.53	39.50%	55.53	46.97%
库存商品	2.32	1.65%	0.78	0.66%
开发成本	1.98	1.41%	1.92	1.63%
原材料	0.14	0.10%	0.01	0.01%
周转材料	0.01	0.00%	0.00	0.00%
<b>合计</b>	<b>140.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>118.21</b>	<b>100.00%</b>

注：库存商品、开发成本主要系完工、在建保障房建设成本



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，2020 年底公司资产规模继续保持增长，资产中应收款项、存货占比仍较高，应收款项回收时间不确定性较大，对公司资金形成一定占用；存货主要系土地资产、代建工程，变现能力欠佳。公司资产整体流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 2020 年公司主业盈利能力仍偏弱，政府补助对利润总额贡献仍较大

2020 年公司营业收入、毛利率同比变动不大。代建工程收入仍为公司营业收入的主要来源；其他收入主要系商品销售收入、保安服务收入、道路养护、监理等其他服务收入等，仍为公司营业收入、利润的有益补充。毛利率方面，2020 年公司代建工程业务毛利率同比下降 7.31 个百分点，商品销售业务毛利率同比提高 25.28 个百分点，综合影响下，公司销售毛利率为 11.19%，同比下降 1.67%。2020 年公司收现同比提升，业务资金回笼情况仍较好。

2020 年公司主营业务盈利能力仍偏弱，管理费用、财务费用仍对利润形成较大侵蚀。政府补助对利润总额贡献仍较大，2020 年公司收到政府补助合计 3.04 亿元，占利润总额的 300.15%。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

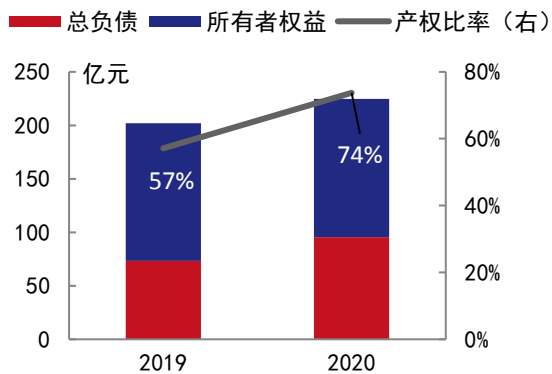
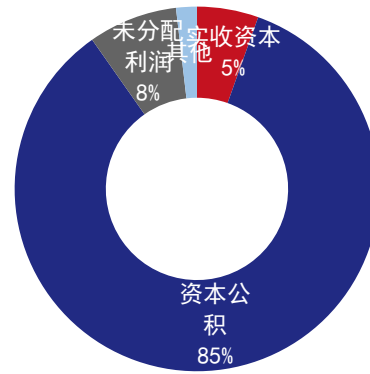
指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	10.30	10.18
收现比	1.43	1.15
营业利润	0.85	-0.98
其他收益	2.83	0.65
营业外收入	0.21	1.97
利润总额	1.01	0.85
销售毛利率	11.19%	12.86%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

公司有息债务规模持续增长、且规模较大，短期债务占比仍较高，面临一定的短期偿债压力较大

受益于政府补助，2020 年底公司所有者权益同比略有增长；同期，公司银行借款、债券融资大幅增加，专项应付款亦同比增长，2020 年底总负债同比增长 29.89%，产权比率同比提高 16.60 个百分点，所有者权益对负债保障程度下降。

**图 1 公司资本结构**

**图 2 2020 年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年底公司负债仍以非流动负债为主。公司短期借款主要系保证借款；预收款项主要系滨海科技城颐养项目预收款；其他应付款主要为应付台州沿海开投等单位的往来款。公司长期借款主要系保证借款、质押借款，质押物主要系应收账款、台州沿海开投股权、公路项目收益等，保证人主要系当地国有企业，2020 年底公司长期借款同比增长 47.00%。2020 年公司发行“20 三门 01”<sup>1</sup>、偿付了“17 融资债”<sup>2</sup>以及部分本期债券本金，2020 年底公司应付债券系应付本期债券、“20 三门 01”。长期应付款全部系专项应付款，2020 年底同比增长 28.28%，主要系新增海游港北岸综合整治工程等专项应付款所致。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.15	17.98%	14.58	19.86%
应付票据	1.70	1.78%	1.48	2.02%
预收款项	4.40	4.62%	1.22	1.67%
其他应付款	11.05	11.59%	12.14	16.54%
一年内到期的非流动负债	2.64	2.77%	4.36	5.94%
<b>流动负债合计</b>	<b>39.22</b>	<b>41.13%</b>	<b>35.70</b>	<b>48.62%</b>
长期借款	24.33	25.51%	16.55	22.54%
应付债券	10.58	11.09%	5.33	7.26%
长期应付款	18.29	19.18%	14.26	19.42%
<b>非流动负债合计</b>	<b>56.14</b>	<b>58.87%</b>	<b>37.73</b>	<b>51.38%</b>
<b>负债合计</b>	<b>95.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>73.42</b>	<b>100.00%</b>

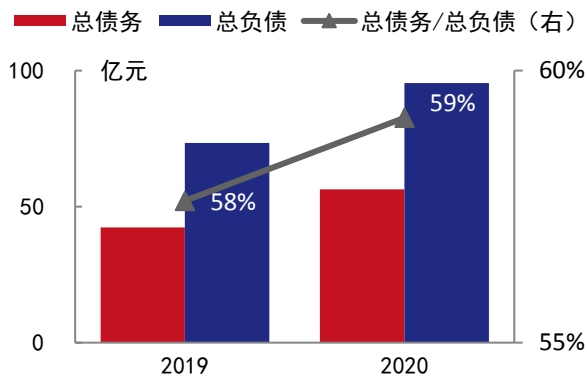
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

<sup>1</sup> “20 三门 01” 发行金额 10 亿元，期限 3 年，利率 4.6%。

<sup>2</sup> 2018 年公司在北金所成功挂牌发行债权融资计划，债券期限 3 年前，利率 5.80%。

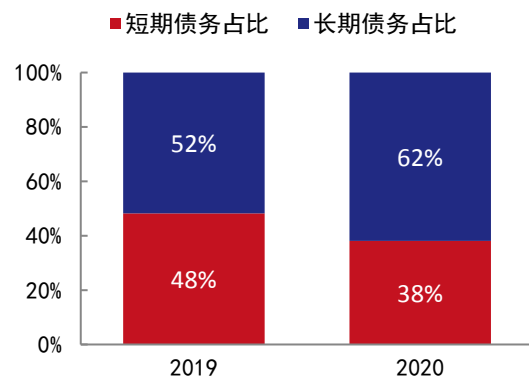
公司总债务主要系短期借款、长期借款、应付债券等，2020年底规模56.39亿元，同比增长33.33%，占总负债的59.13%，其中短期债务占比38.11%，长短期债务结构有所改善但仍欠佳，公司仍面临一定的短期偿债压力。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年底，随着项目建设推进，公司对外融资加大，财务杠杆同比大幅提升。受益于“20三门01”发行的资金到账，2020年底公司现金短期债务比有所提升，但表现仍欠佳。受政府补助增长，以及利息支出费用化占比提高影响，公司EBITDA利息保障倍数同比有所提升，表现尚可。公司资产受限比例较高，自身可用于抵质押融资资产规模较小；考虑到公司为三门县重要的基础设施建设平台，政府支持力度较大，公司整体再融资弹性尚可。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	42.44%	36.36%
现金短期债务比	0.90	0.81
EBITDA 利息保障倍数	1.48	0.91

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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2020年1月1日至报告查询日（2021年6月10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年底，公司对外担保余额为27,059.73万元，占期末净资产的2.09%。被担保方主要系三门县人民政府及相关政府单位实际控制的公司，但均未采取反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

**表14 截至 2020 年底公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
	3,000.00	2021/11/10	否
	600.00	2021/6/22	否
	1,300.00	2021/11/4	否
	3,000.00	2021/12/2	否
	2,000.00	2021/9/11	否
	1,000.00	2021/4/29	否
	2,000.00	2021/4/29	否
三变科技股份有限公司	780.00	2021/6/22	否
	780.00	2021/5/4	否
	1,200.00	2021/5/2	否
	106.62	2021/6/18	否
	238.13	2021/6/18	否
	214.35	2021/6/18	否
	74.08	2021/6/18	否
	200.00	2021/6/18	否
三门县农信融资担保有限公司担保责任余额	2,402.56	-	否
三门县企业经济融资担保有限责任公司担保责任余额	8,164.00	-	否
<b>合计</b>	<b>27,059.73</b>		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### 土地使用权抵押担保有效提升了债券的信用水平，但跟踪期公司未对抵押资产做跟踪评估

根据公司签署的《2014年三门县国有资产投资控股有限公司公司债券国有土地使用权抵押协议》（以下简称“《抵押协议》”）和《2014年三门县国有资产投资控股有限公司公司债券抵押资产监管协议》（以下简称“《抵押资产监管协议》”），公司以其全资子公司三门县晏站涂建设有限公司合法拥有的三门县四宗国有土地使用权为债券还本付息提供抵押担保。目前四宗土地抵押手续已经办理完毕。

根据北京中企华资产评估有限责任公司评估出具的中企华评报字（2013）第3442号土地使用权项目评估报告，公司抵押的两宗国有土地使用权（土地证号：三国用（2013）第003659号、三国用（2013）第003661号）2013年的评估价值共计14.63亿元，抵押物价值为“14三门债01”剩余本金和一年利息的17.12倍，为“14三门债01”还本付息提供了充分保障。公司抵押的另外两宗国有土地使用权（土地证号：三国用（2013）第003662号、三国用（2013）第003664号）评估价值共计11.69亿元，抵押物价值

为“14三门债02”剩余本金和一年利息的18.24倍，为“14三门债02”还本付息提供了充分保障。

根据《抵押资产监管协议》及《抵押资产承诺函》，在本期债券存续期间，公司持续聘请资产评估机构对抵押资产的价值进行年度评估，截至本报告出具日，公司尚未对抵押资产进行跟踪评估。抵押的土地评估价值受土地市场行情影响，存在一定不确定性。

**表15 公司抵押资产情况（单位：万元）**

抵/质押资产名称	最新评估价值	评估基准日	是否办妥抵押登记手续	
14 三门债 01	三国用(2013)第 003659 号	96,968.52	2013 年 8 月 25 日	是
	三国用(2013)第 003661 号	49,362.78	2013 年 8 月 25 日	是
	<b>小计</b>	<b>146,331.30</b>		
14 三门债 02	三国用(2013)第 003662 号	57,885.11	2013 年 8 月 25 日	是
	三国用(2013)第 003664 号	58,972.40	2013 年 8 月 25 日	是
	<b>小计</b>	<b>116,857.51</b>		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级AA，维持评级展望为稳定，维持“14三门债01”、“14三门债02”债券信用等级为AA+。

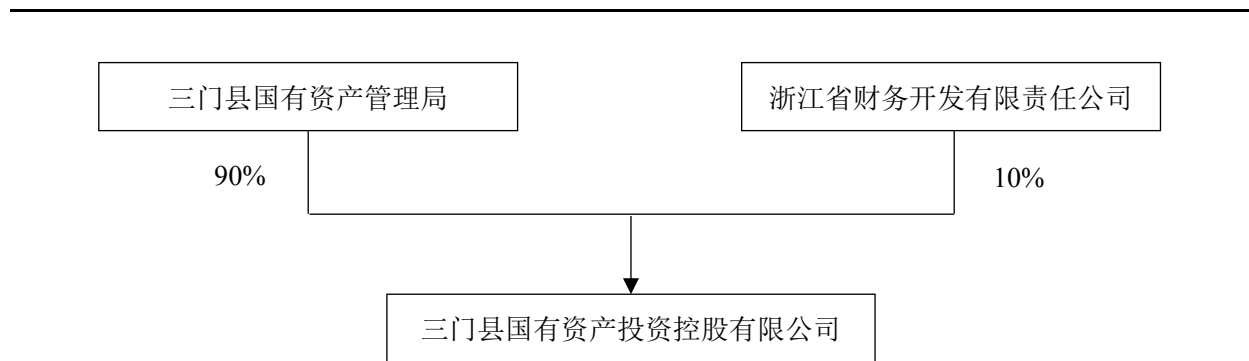


## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年	2019年
货币资金	19.30	16.63
存货	140.57	118.21
<b>流动资产合计</b>	<b>194.60</b>	<b>171.26</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>30.10</b>	<b>30.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>224.70</b>	<b>201.91</b>
短期借款	17.15	14.58
其他应付款	11.05	12.14
一年内到期的非流动负债	2.64	4.36
<b>流动负债合计</b>	<b>39.22</b>	<b>35.70</b>
长期借款	24.33	16.55
应付债券	10.58	5.33
长期应付款	18.29	14.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>56.14</b>	<b>37.73</b>
<b>负债合计</b>	<b>95.37</b>	<b>73.42</b>
总债务	56.39	42.30
所有者权益	129.33	128.48
营业收入	10.30	10.18
营业利润	0.85	-0.98
其他收益	2.83	0.65
利润总额	1.01	0.85
经营活动产生的现金流量净额	-12.55	1.46
投资活动产生的现金流量净额	-0.09	0.53
筹资活动产生的现金流量净额	11.24	6.43
财务指标	2020年	2019年
销售毛利率	11.19%	12.86%
收现比	1.43	1.15
资产负债率	42.44%	36.36%
现金短期债务比	0.90	0.81
EBITDA（亿元）	4.31	3.24
EBITDA 利息保障倍数	1.48	0.91

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
三门县交通发展集团有限公司	16,072.00	100.00%	交通基础设施建设;房地产开发
三门县旅游开发投资有限公司	10,000.00	100.00%	旅游投资
三门县科技创新投资有限公司	10,000.00	100.00%	科技投资;国有股权投资管理,国有资产的经营管理
三门县环境有限公司	9,577.00	100.00%	供水
台州市北部湾区经济开发集团有限公司	50,000.00	100.00%	基础设施投资
三门健跳临港型经济开发投资有限公司	2,000.00	100.00%	建设开发
浙江省三门县粮食收储有限公司	236.50	100.00%	粮食收储
三门县水利基础设施投资有限公司	10,000.00	77.28%	水利建设

资料来源：公司 2020 年审计报告、全国企业信息查询系统，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。