

2014 年舟山群岛新区蓬莱国有资产投资  
集团有限公司

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員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



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【332】号 01

债券简称：14 舟山蓬莱  
债/PR 蓬莱债

增信方式：资产抵押

债券剩余规模：5.5 亿元

债券到期日期：2022 年  
10 月 22 日

债券偿还方式：每年付  
息，在债券存续期的第  
3-8 年末分别偿还本金  
的 15%、15%、15%、  
15%、15%、25%

分析师

姓名：  
杨培峰 毕柳

电话：  
021-51035670

邮箱：  
yangpf@cspengyuan.co  
m

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](http://www.cspengyuan.com)

## 2014 年舟山群岛新区蓬莱国有资产投资集团有限公司 公司债券 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 23 日 | 2019 年 06 月 24 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”）对舟山群岛新区蓬莱国有资产投资集团有限公司（以下简称“蓬莱国资”或“公司”）及其 2014 年 10 月 22 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，为公司发展提供了良好基础；公司业务多元化，综合抗风险能力较强，后续业务收入较有保障；持续获得外部支持，提升了公司的盈利能力与资本实力；资产抵押有效提升了本期债券的安全性。同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，近年经营现金回款情况不佳，在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金支出压力；公司有息债务规模较大，偿债指标弱化，面临较大偿债压力和存在一定或有负债风险；另外本期债券抵押资产未进行跟踪评估等不利因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年岱山县重大石油化工项目投资，带动地区生产总值同比增长 22.7%至 248.30 亿元，工业对经济增长的拉动作用大幅提升，考虑到该重大项目二期工程正在建设，三期项目正在筹备，预计短期内仍能够为岱山县经济的快速增长提供支撑，为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务多元化程度较高，综合抗风险能力较强，且已投入的基建及安置房项目规模较大，后续业务收入较有保障。公司作为岱山县重要国有资产经营管理主体，下辖各板块的子公司较多，业务范围涵盖了城市基础设施建设、土地整理、安置

房建设、民爆业务、交通运输业务、安保业务等，业务多元化程度较高，综合抗风险能力较强。此外，公司已投入的基建及安置房项目规模较大，2019 年末存货账面价值达 151.16 亿元，能为后续业务收入提供一定保障。

- **公司持续获得外部的大力支持。**2019 年公司收到财政补贴收入 1.01 亿元，获得岱山县财政局资本性投入 30.47 亿元，提升了公司的盈利水平及资本实力。
- **资产抵押提升了本期债券的安全性。**本期债券抵押物 26 宗国有土地使用权和 5 处房屋建筑物评估价值共计 18.31 亿元（评估基准日 2014 年 5 月 25 日），为本期债券剩余本金及一年利息的 3.11 倍，资产抵押的增信方式提升了本期债券的安全性。

#### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由其他应收款和存货构成，2019 年末占资产总额的比重分别为 9.63%和 63.89%，由于其他应收款主要是与政府部门及下属企业间的往来款项，回收时间不确定，存货以工程开发成本和安置房开发成本为主，且已对外抵押 17.80 亿元，即时变现能力较弱，公司整体资产流动性较弱。
- **公司经营回款情况不佳，且面临较大资金压力。**2019 年公司收现比为 0.66，经营现金回款情况仍欠佳，经营活动现金净流出 6.77 亿元，考虑到截至 2019 年末基建项目与安置房项目尚需投资约 47.55 亿元，后续资金支出压力仍较大。
- **公司有息债务继续上升，面临较大偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务合计 84.38 亿元，同比增长 12.36%，EBITDA 利息保障倍数降至 0.52，有息债务较 EBITDA 比率升至 30.77 倍，面临较大偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司及下属子公司对外担保合计 6.75 亿元，占年末净资产的 5.44%，被担保单位全部是政府下属单位，考虑到均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。
- **公司未对本期债券抵押资产进行跟踪评估。**本期债券设有资产抵押增信，且需要每年对抵押资产进行评估，但截至 2020 年 3 月末，公司未进行跟踪评估。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目    | 2019 年       | 2018 年       | 2017 年       |
|-------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产   | 2,366,074.48 | 2,093,092.27 | 1,517,555.89 |
| 所有者权益 | 1,241,138.81 | 926,251.29   | 808,379.53   |
| 有息债务  | 843,773.05   | 750,986.79   | 578,411.58   |
| 资产负债率 | 47.54%       | 55.75%       | 46.73%       |

|               |            |             |            |
|---------------|------------|-------------|------------|
| 现金短期债务比       | 1.09       | 1.02        | 1.87       |
| 营业收入          | 82,549.68  | 62,460.20   | 88,741.12  |
| 其他收益          | 5,246.07   | 5,811.22    | 4,176.44   |
| 营业外收入         | 4,994.57   | 981.68      | 6,731.43   |
| 利润总额          | 12,942.11  | 11,726.11   | 21,026.14  |
| 综合毛利率         | 26.60%     | 47.35%      | 37.21%     |
| EBITDA        | 27,423.50  | 28,498.99   | 41,416.29  |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.52       | 1.17        | 1.41       |
| 经营活动现金流净额     | -67,700.25 | -158,291.92 | -82,389.59 |
| 收现比           | 0.66       | 0.70        | 0.41       |

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10月22日发行8年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于岱山高亭牛轭至官山公路工程、岱山本岛北部（仇家门二期）促淤堤工程、岱山经济开发区外来民工保障公寓及生活配套设施建设项目及山外新渔村安置房建设项目，根据公司2017年5月26日通过的《舟山群岛新区蓬莱国有资产投资集团有限公司关于“14舟山蓬莱债”变更募集资金用途的公告》，将尚未使用的原计划投资于山外新渔村安置房建设项目的2.00亿元募集资金变更用途为补充营运资金。截至2019年末，本期债券募集资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

公司系由岱山县国有资产管理委员会（以下简称“岱山县国资委”）投资设立的国有独资公司，2019年公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年12月31日，公司注册资本仍为人民币10,000.00万元，唯一股东及实际控制人均为岱山县国资委。

图1 截至2019年12月31日公司股权与实际控制关系



资料来源：公司提供

公司主要从事国有资产投资、经营管理，土地整理、开发，滩涂围垦，港口疏浚、建设等，2019年经营范围新增建筑材料销售，房屋出租，矿产资源开发、经营，园林绿化，基础工程施工。2019年公司新增纳入合并范围子公司1家，未发生不再纳入合并范围情况，年末纳入合并范围子公司共54家，详见附件二。

表1 2019年公司新增纳入合并报表范围子公司情况

| 子公司名称          | 持股比例 | 主营业务         | 合并方式 |
|----------------|------|--------------|------|
| 浙江岱山交投绿化工程有限公司 | 100% | 水利、环境和公共设施管理 | 新设   |

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

## 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**

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建设投资增长较快，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，基础设施建设投资预计将会回暖，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

**受益于重大固定资产投资项目投产，2019 年岱山县经济实力提升明显，工业对整体经济的拉动作用进一步增强，但第三产业发展有所放缓**

岱山县海域资源丰富，渔场水域宽阔，产品种类以蟹类、虾类、带鱼、小黄鱼为主，是全国十大重点渔业县之一。为实现地方经济循环发展，近年岱山县鼓励渔民转产转业，2019 年全县压减渔船 43 艘，改造科技示范船 48 艘，全年实现渔业总产值 79.13 亿元，同比下降 5.9%（按可比价格计算，下同），水产品总产量 38.16 万吨，比上年下降 7.1%。

工业经济方面，岱山县主导产业包括船舶修造、汽配制造、水产品加工、石油化工、土砂石开采和水泥制品制造六大产业，2019年全县规模以上工业总产值为288.21亿元，比上年增长126.0%，实现工业增加值115.47亿元，比上年增长165.0%，其中规模以上工业企业六大主导行业实现总产值275.00亿元，比上年增长138.4%，占规模以上工业总产值的95.4%，主导产业对岱山县地方经济发展的支撑力度仍较大。2019年岱山县工业经济快速发展，主要系浙江石油化工有限公司（以下简称“浙石化”）一期2,000万吨/年炼化一体化项目正式投产，当年原油加工业实现总产值154.02亿元，占规模以上工业总产值的53.4%。考虑到浙石化一期项目系2019年年中投产，预计2020年产值将进一步增加，此外，浙石化二期项目正在建设中，三期项目已在筹备，建成后将形成4,000万吨/年炼化产能，对岱山县地方经济发展形成有力支撑。

2019年岱山县固定资产投资增速为12.2%，较上年下滑明显，主要系前期高基数影响及浙石化一期项目投资接近尾声所致。从投资结构看，以浙石化二期项目为主的第二产业仍是固定资产投资重点，2019年投资增速为17.9%。但第三产业投资同比下滑4.8%，其中交通运输仓储邮政业投资下降16.8%，文教卫体娱乐业下降84.7%，全年房地产开发投资下降9.3%，商品房开发面积87.02万平方米，比上年增长9.7%，但商品房销售面积18.07万平方米，下降36.0%，房地产库存有所上升。

2019年岱山县社会消费品零售总额为89.10亿元，同比增长8.7%，增速保持平稳。同期全县进出口总额96.37亿元，同比增长34.5%，其中出口额70.09亿元，增长38.2%，主要系船舶、汽配、微电机出口大幅增长所致，进口额26.28亿元，增长25.4%。截至2019年末，岱山县存、贷款余额分别为260.91亿元和178.45亿元，其中贷款余额较上年增长46.1%，地方融资活动活跃，为地方经济发展提供了动力。

综合来看，岱山县地方经济实力增强明显，2019年实现地区生产总值248.30亿元，同比增长22.7%，增速同比提升15.7个百分点，经济增长势头较为强劲，三次产业结构由上年的20.0:37.9:42.1调整为15.9:48.5:35.6，第二产业占比大幅提升。2019年岱山县人均地区生产总值为13.98万元，系同期全国人均水平的1.97倍，地方经济发展水平较好。

表2 岱山县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     | 增长率   | 金额     | 增长率  |
| 地区生产总值（GDP） | 248.30 | 22.7% | 215.50 | 7.0% |
| 第一产业增加值     | 39.50  | -6.1% | 43.20  | 3.8% |
| 第二产业增加值     | 120.30 | 52.9% | 81.60  | 7.2% |
| 第三产业增加值     | 88.50  | 6.3%  | 90.70  | 8.1% |

|                 |         |        |         |        |
|-----------------|---------|--------|---------|--------|
| 规模以上工业增加值       | 115.47  | 165.0% | -       | 9.5%   |
| 固定资产投资          | -       | 12.2%  | 389.78  | 36.4%  |
| 社会消费品零售总额       | 89.10   | 8.7%   | 81.97   | 8.8%   |
| 进出口总额           | 96.37   | 34.5%  | 71.55   | -25.9% |
| 存款余额            | 260.91  | 6.8%   | 244.25  | -      |
| 贷款余额            | 178.45  | 46.1%  | 122.13  | -      |
| 人均 GDP（元）       | 139,783 |        | 119,461 |        |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 197.18% |        | 184.80% |        |

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

2019年岱山县实现公共财政收入17.60亿元，同口径增长5.0%，其中税收收入13.85亿元，占公共财政收入比重为78.66%；上级补助收入25.97亿元，其中一般性转移支付收入19.96亿元；实现政府性基金收入17.61亿元，同比增长49.4%；同期岱山县公共财政支出为50.90亿元，同口径增长8.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为34.58%。

## 四、经营与竞争

公司是岱山县城市基础设施和重点项目投资、建设及运营主体，承揽了岱山县大多数市政基建项目，近年公司主要业务包括基础设施建设、土地整理、民用爆炸用品销售与运输、安置房与经济适用房销售等，2019年公司实现营业收入8.25亿元，同比增长32.16%，主要系城市基础设施建设业务确认收入规模增长及新增业务补充所致。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为26.60%，较上年下降20.75个百分点，主要系安置房与经济适用房、交通运输、粮食代储等业务毛利率下滑所致，此外，2019年毛利率相对偏低的城市基础设施建设业务收入占比大幅提升，且安置房类业务盈利下滑，一定程度上拉低了公司综合毛利率。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目          | 2019 年    |         | 2018 年    |        |
|-------------|-----------|---------|-----------|--------|
|             | 金额        | 毛利率     | 金额        | 毛利率    |
| 城市基础设施建设项目  | 25,763.45 | 21.09%  | 2,506.85  | 19.66% |
| 土地整理        | 13,533.40 | 90.76%  | 18,927.19 | 96.05% |
| 安置房与经济适用房销售 | 12,391.79 | -8.01%  | 8,429.14  | 39.24% |
| 民用爆炸用品销售与运输 | 9,868.54  | 35.12%  | 15,946.26 | 36.68% |
| 交通运输业务收入    | 4,599.87  | -20.15% | 3,884.88  | -2.31% |
| 保安服务及安保产品销售 | 4,359.78  | 20.61%  | 0.00      | -      |
| 租金收入        | 1,431.78  | 52.51%  | 3,180.27  | 86.78% |
| 工程检测收入      | 1,414.92  | 76.54%  | 0.00      | -      |

|               |                  |               |                  |               |
|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| 粮食代储          | 1,157.94         | -58.40%       | 1,002.41         | -10.22%       |
| 原水销售          | 697.14           | -41.11%       | 721.05           | -38.71%       |
| 其他            | 689.80           | 35.42%        | 193.81           | 10.89%        |
| <b>主营业务小计</b> | <b>75,908.41</b> | <b>28.03%</b> | <b>54,791.87</b> | <b>55.01%</b> |
| 其他业务          | 6,641.27         | 10.31%        | 7,668.33         | -7.38%        |
| <b>合计</b>     | <b>82,549.68</b> | <b>26.60%</b> | <b>62,460.20</b> | <b>47.35%</b> |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**2019年公司城市基础设施建设业务收入明显增长，毛利率小幅上升，目前该板块在建及拟建项目较多，后续业务有一定可持续性**

城市基础设施建设业务主要包括委托代建类基础设施建设业务和市场类基础设施建设业务两类。其中，委托代建类基础设施业务主要是指公司根据政府规划指导，对岱山县内的道路、桥梁、码头、停车场等基础设施项目进行代建的业务。依据公司与岱山县人民政府签订的《城市基础设施代建协议》，公司承担代建岱山县内的道路、桥梁、码头等城市基础设施建设的工作，项目完工后移交政府，并按照项目建设成本加成15%获取相应的代建收入。市场类基础设施建设业务主要由2017年末纳入合并报表范围子公司浙江省岱山交投工程建设有限公司（以下简称“岱山交投”）负责，业务类型主要系交通道路类工程建设业务，目前业务范围主要在舟山市内，所承接的项目均通过市场招投标获取，项目发包方主要为舟山市辖区内相关交通建设管理部门及其他企事业单位，2018年该部分业务收入并入城市基础设施建设业务。

近年公司已完成代建的基础设施项目包括综合配套用房工程、标准厂房、行政大楼、环城北路一期、鱼山大道等。2019年公司城市基础设施建设业务确认收入2.58亿元，其中委托代建类基础设施建设业务实现收入1.08亿元，全部系山砂围填项目确认的收入，市场类基础设施建设业务实现收入1.49亿元，项目收入明细详见下表，综合毛利率为21.09%，较上年提高1.43个百分点。

**表4 2019 年公司城市基础设施建设收入明细（单位：万元）**

| 项目名称                     | 业务类型 | 确认成本     | 确认收入      |
|--------------------------|------|----------|-----------|
| 代建收入（山砂围填项目）             | 委托代建 | 9,040.70 | 10,848.84 |
| 宕渣销售                     | 市场类  | 5,917.28 | 7,276.85  |
| 销售沥青砼                    | 市场类  | 770.96   | 1,226.07  |
| 岱山秀山兰山陆岛交通码头（一期）停车场及附属工程 | 市场类  | 665.48   | 738.17    |
| 砂山项目                     | 市场类  | 676.89   | 673.46    |
| 岱山县农村公路大中修工程             | 市场类  | 474.76   | 526.62    |
| 沥青路面工程                   | 市场类  | 452.20   | 501.59    |
| 岱山县农村公路修复改造工程            | 市场类  | 277.59   | 307.91    |

|             |          |                  |                  |
|-------------|----------|------------------|------------------|
| 岱山县美丽经济走廊工程 | 市场类      | 276.69           | 306.92           |
| 岱山县国省道大中修工程 | 市场类      | 168.91           | 187.36           |
| 其他          | 市场类      | 1,609.01         | 3,169.67         |
| <b>合计</b>   | <b>-</b> | <b>20,330.47</b> | <b>25,763.46</b> |

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司在建的委托代建类基础设施项目主要包括环城北路三期工程、2018年棚改项目大岙闸口地块、岱山县吉祥路延伸段道路工程和岱山县蓬莱公园提升改造工程，计划总投资规模13.98亿元，已投资10.16亿元，尚需投资3.82亿元。此外，公司拟建项目较多，主要包括2019-2020年新老城区纳污管网维护建设工程、高亭城区小区污水零直排二期改造工程、2020年高亭城区排涝能力提升工程等，计划总投资1.45亿元。总体上看，公司城市基础设施建设业务有一定可持续性。

**表5 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要委托在建及拟建基础设施项目情况（单位：万元）**

| 项目类型 | 项目名称                      | 计划总投资             | 已投资               | 尚需投资             |
|------|---------------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| 在建项目 | 岱山县吉祥路延伸段道路工程             | 1,587.71          | 550.00            | 1,037.71         |
|      | 岱山县蓬莱公园提升改造工程             | 2,701.93          | 800.00            | 1,901.93         |
|      | 环城北路三期工程                  | 73,000.00         | 44,839.00         | 28,161.00        |
|      | 2018 年棚改项目大岙闸口地块          | 62,500.00         | 55,365.00         | 7,135.00         |
|      | <b>合计</b>                 | <b>139,789.64</b> | <b>101,554.00</b> | <b>38,235.64</b> |
| 拟建项目 | 2019-2020 年新老城区纳污管网维护建设工程 | 1,000.00          | -                 | 1,000.00         |
|      | 高亭城区小区污水零直排二期改造工程         | 3,000.00          | -                 | 3,000.00         |
|      | 2020 年高亭城区排涝能力提升工程        | 1,000.00          | -                 | 1,000.00         |
|      | 沿港中路立面改造工程                | 3,200.00          | -                 | 3,200.00         |
|      | 人民路立面改造                   | 2,000.00          | -                 | 2,000.00         |
|      | 蓬莱新村一小区改造工程               | 1,600.00          | -                 | 1,600.00         |
|      | 长河路品质二次提升工程               | 2,700.00          | -                 | 2,700.00         |
|      | <b>合计</b>                 | <b>14,500.00</b>  | <b>-</b>          | <b>14,500.00</b> |

资料来源：公司提供

**土地整理业务收入有所下滑，但该业务整体盈利能力仍较强，同时该业务较易受房地产和土地出让市场变动影响，未来收入规模或有一定波动**

土地整理业务是公司营业收入的重要来源，该业务主要由公司本部及子公司岱山县竹屿新区开发建设有限公司负责（以下简称“竹屿开发”），其中公司本部主要负责东沙镇、岱山经济开发区内的土地整理工作，竹屿开发主要负责竹屿新区内的土地整理工作。根据岱政函【2013】70号文和公司与岱山县人民政府签订的《土地整理委托协议》，土地整理业务主要是根据岱山县建设局的开发规划，对指定区域进行整理开发，包括土地征用、转用、拆迁、补偿、安置以及平整开发等工作。土地整理过程中所需要的资金均由公司自筹。

土地整理完毕后移交岱山县国土资源局，由岱山县国土资源局按照国家规定及岱山县相关规定进行招标拍卖。土地出让所得价款全部上交岱山县财政局，公司按照全部土地交易地价款的75%取得土地出让金分成，因此公司土地整理业务毛利率水平较高。

2019年公司实现土地整理收入1.35亿元，收入规模较上年下滑28.50%，全部系DH-01地块土地的出让收入返还，业务毛利率为90.76%。公司土地整理的区域主要系东沙镇和岱山经济开发区，目前该区域可供整理出让的土地仍较多，已投入的土地整理成本为26.70亿元，未来业务收入较有保障。同时需注意，公司整理土地出让收入受政府政策、当地房地产市场等因素影响较大，未来业务收入规模和盈利水平或有一定波动。

#### 安置房业务收入继续增长，但业务毛利率大幅下滑，目前公司在建安置房项目较多，面临较大资金支出压力

公司安置房与经济适用房建设业务主要由子公司岱山县城市建设投资开发有限公司（以下简称“岱山城投”）负责。该业务主要系根据岱山县政府的要求，建设安置房和经济适用房，并通过销售或出租获取收益。即公司负责项目的投融资、方案设计、工程施工，建成后销售给拆迁安置户或出租给符合条件的低收入家庭。

2019年公司销售的安置房主要包括育才安置房项目、沿港西路安置房、海口安置房、长岙安置房、闸口经济适用房等，实现收入1.24亿元，同比增长47.01%，业务毛利率为-8.01%，较上年下降47.25个百分点，主要系当年销售的安置房价格较低所致，此外，2019年公司新增销售闸口经济适用房，其销售价格较低，拉低了平均毛利率，年末在售的项目后续剩余可供销售面积合计1.40万平方米。

截至2019年12月31日，公司在建的安置房和经济适用房主要包括岱山县城城中村拆迁安置小区、安居家园二期工程、东海安置房、顺峰家园二期等，预计总投资约37.37亿元，已投资21.77亿元，尚需投资15.60亿元。

表6 截至2019年12月31日公司主要在建安置房项目情况（单位：万元）

| 项目名称          | 总投资        | 已投资        | 尚需投资       |
|---------------|------------|------------|------------|
| 岱山县城城中村拆迁安置小区 | 258,000.00 | 180,600.00 | 77,400.00  |
| 东海安置房         | 84,286.00  | 24,075.07  | 60,210.93  |
| 顺峰家园二期        | 28,331.00  | 10,381.18  | 17,949.82  |
| 安居家园二期工程      | 3,037.00   | 2,611.85   | 425.15     |
| 合计            | 373,654.00 | 217,668.10 | 155,985.90 |

资料来源：公司提供

#### 民爆业务收入受下游需求萎缩同比下滑，毛利率同比基本保持稳定

公司民爆业务由子公司岱山县物产民爆器材专营有限公司和岱山县顺安民爆物品运输有限公司经营，两家子公司具有民爆器材销售和经营性危险货物运输（爆炸品类）、配

送的业务资质。岱山县区域内民用爆炸用品销售与运输业务基本由公司独家经营，主要产品为采矿及基础建设所需的民用爆破炸药和雷管，该业务主要利润来源系通过民爆物品贸易赚取价差以及服务费等。2019年公司销售炸药0.84万吨，销售雷管45.06万束，加上民爆用品运输收入，全年该业务实现收入0.99亿元，较上年下滑38.11%，主要系下游需求下降所致，业务毛利率为35.12%，毛利率水平保持稳定。

**表7 2019 年公司民爆业务收入明细**

| 产品名称      | 销售数量（吨、万束） | 确认成本（万元）        | 确认收入（万元）        |
|-----------|------------|-----------------|-----------------|
| 炸药        | 8,381.74   | 5,486.76        | 7,786.95        |
| 雷管        | 45.06      | 376.1           | 475.44          |
| <b>小计</b> | -          | <b>5,853.86</b> | <b>8,262.39</b> |
| 民爆用品运输    | -          | 549.12          | 1,606.15        |
| <b>合计</b> | -          | <b>6,402.98</b> | <b>9,868.54</b> |

资料来源：公司提供

**公司零星业务种类较多，部分业务盈利能力较好，对营业收入及利润构成有益补充**

交通运输业务主要由子公司浙江省岱山交投汽车运输有限公司、岱山县蓬莱出租汽车有限责任公司和浙江省岱山交投客运服务有限公司负责，业务类型主要系公交客运、出租客运以及港口管理等货运，2019年实现业务收入0.46亿元，毛利率为-20.15%，主要系客运是具有一定公益性，盈利能力较弱。

安保服务及安保产品销售业务主要由子公司岱山县蓬莱保安服务有限公司负责，业务内容包括向客户提供安保服务及销售安保产品，全年该业务实现收入0.44亿元，主要以安保服务收入为主，业务毛利率为20.61%。

公司还有较大规模租赁业务，该业务主要系公司本部、浙江省岱山县临港经济开发有限公司、岱山城投等子公司自有房屋出租，2019年实现租赁收入0.14亿元，由于该业务成本主要系房屋折旧及少量管理费，业务整体盈利能力较强，毛利率达52.51%。

此外，公司经营业务还包括房屋租赁业务、粮食代储、原水销售、屠宰及加工服务等，但部分业务具有一定半公益性，盈利能力偏弱。整体上看，公司零星业务种类较多，部分业务盈利能力较好，对公司营业收入及利润构成有益补充。

除上述已产生收入的业务外，公司在建工程科目中还包括高亭中心菜场、兴昌肉食品厂工程、绿洲食品厂工程等项目，2019年末已投入11.63亿元，均为公司自营类项目，建成投产后预计能产生一定运营收益，公司收入来源有望进一步丰富。

**股东给予的大力支持有效提升了公司的盈利能力和资本实力**

公司系岱山县国资委下属企业，为支持和保障公司稳步发展，公司股东持续给予了大

力支持。

2019年，公司收到财政补助1.01亿元，主要包括基础设施建设补助、经营补助、处理地方粮食相关补贴等，较大规模的财政补贴收入有效弥补了经营亏损，提升盈利水平。同期，公司对岱山海莱云智科技有限公司投资0.07亿元，该投资由财政补偿，计入资本公积；子公司岱山城投接受财政专项工程项目资金11.73亿元，计入资本公积；子公司岱山交投、浙江省岱山县临港经济开发有限公司接受财政专项工程项目资金18.67亿元，计入资本公积，合计增加公司资本公积30.47亿元，大幅增强了公司的资本实力。

## 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中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告和经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2019年公司新增纳入合并报表范围子公司1家，详见表1。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模稳步增长，资产构成以流动资产为主，但整体流动性偏弱

在政府的资产划拨等支持下，截至2019年末，公司资产总额为236.61亿元，同比增长13.04%，主要系存货规模大幅增加所致，资产结构仍以流动资产为主，年末流动资产占公司资产总额比例为82.33%。

截至2019年末，货币资金账面余额为12.47亿元，其中银行存款11.77亿元，其他货币资金0.70亿元，其他货币资金主要是定期存单，使用受限。公司应收账款主要是对岱山县财政局的应收土地整理款、应收城市基础设施项目款，2019年末账面价值为7.85亿元，同比下降16.37%，考虑到应收对象为政府单位，未来回收时间存在一定不确定性，对公司资金形成占用。其他应收款主要是公司与政府部门及其下属企业间的往来款项，2019年末账面价值为22.78亿元，考虑到应收对象主要是政府单位，款项回收时间存在较大不确定性，加大了公司的资金周转压力。存货是公司主要资产构成，主要包括工程开发成本和安置房开发成本，2019年末账面价值为151.16亿元，同比增长17.46%，主要系在建项目持续投入所致，占年末公司资产总额的比例上升至63.89%，其中已对外抵押17.80亿元，考虑到工

程开发成本难以在短期内集中变现，存货整体流动性较弱。

**表8 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           | 124,708.73          | 5.27%          | 118,943.86          | 5.68%          |
| 应收账款           | 78,532.71           | 3.32%          | 93,908.69           | 4.49%          |
| 其他应收款          | 227,809.95          | 9.63%          | 237,764.82          | 11.36%         |
| 存货             | 1,511,602.52        | 63.89%         | 1,286,872.61        | 61.48%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>1,947,935.63</b> | <b>82.33%</b>  | <b>1,742,901.95</b> | <b>83.27%</b>  |
| 可供出售金融资产       | 64,459.15           | 2.72%          | 64,459.15           | 3.08%          |
| 固定资产           | 118,695.51          | 5.02%          | 110,970.07          | 5.30%          |
| 在建工程           | 116,268.08          | 4.91%          | 92,403.93           | 4.41%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>418,138.85</b>   | <b>17.67%</b>  | <b>350,190.32</b>   | <b>16.73%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,366,074.48</b> | <b>100.00%</b> | <b>2,093,092.27</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

可供出售金融资产主要是公司对舟山海洋综合开发投资有限公司、舟山市北部促淤围涂投资有限公司、浙江舟山群岛新区海洋产业投资有限公司等单位的股权投资，其中被投资单位中基日造重工有限公司因经营不善面临破产，公司计提0.30亿元投资减值，2019年末可供出售金融资产账面价值合计6.45亿元，较上年无变化。固定资产主要是公司及其子公司拥有的房屋建筑物资产，2019年末账面价值增至11.87亿元，同比变化不大，其中已对外抵押0.06亿元。在建工程主要包括高亭中心菜场、兴昌肉食品厂工程、绿洲食品厂工程等，随着项目建设的持续投入，2019年末账面价值合计11.63亿元，同比增长25.83%，年末在建工程对外抵押规模为0.50亿元。

综合来看，2019年公司资产规模继续增长，资产结构基本稳定，以货币资金、其他应收款、存货等流动资产为主，但其他应收款主要是与政府单位间的往来款项，回收时间不确定性较大，存货主要是土地开发成本及工程开发成本，难以短期集中变现，公司资产整体流动性较弱。

## 盈利能力

**2019年公司业务种类进一步扩充，营业收入增长明显，但综合毛利率有所下滑，企业盈利仍主要来源于政府补助**

公司营业收入来源较多，包括基础设施建设、土地整理、民爆用品销售及运输、安置房与经济适用房销售、保安服务及安保产品销售、粮食代储等，全年实现营业收入合计8.25

亿元，同比增长32.16%，主要系城市基础设施建设业务确认收入规模增长及新增业务补充所致。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为26.60%，较上年下降20.75个百分点，主要系安置房与经济适用房、交通运输、粮食代储等业务毛利率下滑所致，此外，2019年毛利率相对偏低的城市基础设施建设业务收入占比大幅提升，一定程度上拉低了公司综合毛利率。

盈利方面，虽然2019年公司营业收入增长明显，但综合毛利率大幅下滑，导致同期营业利润同比下降21.20%至0.86亿元。为弥补部分业务亏损，2019年地方政府财政补贴力度有所加大，全年公司收到政府补助1.01亿元，较上年增长明显，占同期利润总额的78.03%，有效扩充了公司的利润规模。

**表9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目    | 2019 年    | 2018 年    |
|-------|-----------|-----------|
| 营业收入  | 82,549.68 | 62,460.20 |
| 营业利润  | 8,637.93  | 10,961.90 |
| 其他收益  | 5,246.07  | 5,811.22  |
| 营业外收入 | 4,994.57  | 981.68    |
| 利润总额  | 12,942.11 | 11,726.11 |
| 综合毛利率 | 26.60%    | 47.35%    |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营回款情况不佳，经营活动及投资活动现金流持续为负，对外部融资依赖性较高，且目前公司在建项目较多，仍面临较大资金压力**

2019年公司收现比为0.66，经营现金回款情况仍表现不佳。公司在建项目较多，随着项目建设的持续投入，近年公司经营活动现金流缺口较大。同时，公司作为地方基础设施类项目建设主体，收到与政府单位间的往来款项较多，较大程度填补了经营活动现金流缺口。但整体上看，公司经营活动持续表现为现金净流出，面临较大资金压力。

投资活动方面，2019年公司投资活动产生的现金流量净额为-3.64亿元，投资活动支出主要是用于长期资产建设支出及理财、股权投资、资金拆借等支出，收到的现金主要系拆借资金回款。整体上看，为维持公司经营活动所需，扩大经营规模，近年公司在购建长期资产及并购方面持续有现金流出活动，但公司投资活动现金流入来源较少，使得投资活动持续净流出。

筹资活动方面，由于经营活动持续现金净流出，近年公司整体现金净流入主要来源于

筹资活动，2019年公司通过银行借款融资等渠道取得的现金为33.20亿元，通过资金拆借取得的现金为6.52亿元。扣除用于偿还债务及利息支付的现金，2019年公司筹资活动产生的现金流量净额为10.99亿元，有效弥补了公司整体现金流缺口。

整体上看，近年公司经营活动收现能力较弱，经营活动现金流缺口主要依赖于外部融资弥补，考虑到公司目前在建项目较多，后续公司资金支出压力较大。

**表10 公司现金流情况（单位：万元）**

| 项目              | 2019 年     | 2018 年      |
|-----------------|------------|-------------|
| 收现比             | 0.66       | 0.70        |
| 销售商品、提供劳务收到的现金  | 54,411.01  | 43,871.16   |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 289,078.71 | 172,722.88  |
| 经营活动现金流入小计      | 343,489.72 | 217,727.93  |
| 购买商品、接受劳务支付的现金  | 291,804.71 | 288,327.91  |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 101,070.74 | 73,064.19   |
| 经营活动现金流出小计      | 411,189.97 | 376,019.84  |
| 经营活动产生的现金流量净额   | -67,700.25 | -158,291.92 |
| 投资活动产生的现金流量净额   | -36,395.09 | -41,070.10  |
| 筹资活动产生的现金流量净额   | 109,930.20 | 178,278.88  |
| 现金及现金等价物净增加额    | 5,834.86   | -21,083.13  |

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

**2019年公司资本实力有所增强，但有息债务规模进一步增长，仍面临较大偿债压力**

2019年公司收到政府资本性注入30.47亿元，净资产增至124.11亿元，同比增长34.00%，同期负债规模变化不大，年末负债总额为112.49亿元，综合影响下，2019年公司产权比率降至90.64%，所有者权益对负债的保障程度有所提高。

**表11 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 指标名称  | 2019 年       | 2018 年       |
|-------|--------------|--------------|
| 负债总额  | 1,124,935.67 | 1,166,840.98 |
| 所有者权益 | 1,241,138.81 | 926,251.29   |
| 产权比率  | 90.64%       | 125.97%      |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款余额为5.91亿元，同比增长40.42%，其中抵押借款0.48亿元、保证借款4.60亿元、信用借款0.57亿元、抵押及保证借款0.26亿元。其他应付款主要是公司与政府单位的往来款项及代收代付款，2019年该款项账面余额降至21.57亿元，

其中代收代付款为预收安置房款，由于房屋尚未达到销售条件，该款项计入其他应付款，2019年该款项减少至5.34亿元，往来款增至14.69亿元。公司一年内到期的非流动负债全部系即将到期的有息债务，2019年末账面余额合计5.49亿元，其中一年内到期的长期借款3.99亿元，一年内到期的应付债券1.50亿元。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目             | 2019 年              |                | 2018 年              |                |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
|                | 金额                  | 占比             | 金额                  | 占比             |
| 短期借款           | 59,083.05           | 5.25%          | 42,076.97           | 3.61%          |
| 其他应付款          | 215,708.82          | 19.18%         | 295,554.70          | 25.33%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 54,850.00           | 4.88%          | 75,000.00           | 6.43%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>354,222.59</b>   | <b>31.49%</b>  | <b>434,803.48</b>   | <b>37.26%</b>  |
| 长期借款           | 488,712.00          | 43.44%         | 437,520.00          | 37.50%         |
| 应付债券           | 241,128.00          | 21.43%         | 196,389.82          | 16.83%         |
| 长期应付款          | 37,731.57           | 3.35%          | 95,083.99           | 8.15%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>770,713.08</b>   | <b>68.51%</b>  | <b>732,037.50</b>   | <b>62.74%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,124,935.67</b> | <b>100.00%</b> | <b>1,166,840.98</b> | <b>100.00%</b> |
| 其中：有息债务        | 843,773.05          | 75.01%         | 750,986.79          | 64.36%         |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

长期借款系公司外部融资的重要渠道，借款类型包括质押借款、抵押借款、保证借款、信用借款、抵押并保证借款和质押并保证借款等，并以保证借款、质押借款、质押并保证借款为主，截至2019年末，公司长期借款余额为48.87亿元，同比增长11.70%。应付债券是公司分别于2014年、2016年、2018年及2019年发行的四只债券，即“14舟山蓬莱债”、“16舟蓬01”、“18舟山蓬莱债01”和“19舟山蓬莱债01”，发行规模分别为10.00亿元、4.30亿元、10.00亿元和8亿元，票面利率分别为6.98%、6.00%、7.00%和7.5%，期限分别为8年、5年、8年和8年，截至2019年末，应付债券账面余额为24.11亿元。长期应付款主要是政府前期拨付公司的项目建设专项资金，2019年账面余额为3.77亿元，同比大幅下降，主要系转增资本公积所致。

近年公司外部融资力度不断提升，有息债务规模增长明显，2019年末为84.38亿元，同比增长12.36%，有息债务占总负债的比重为75.01%，较上年上升10.65个百分点。从有息债务偿还期限分布看，2020年公司即将到期的有息债务规模为11.39亿元，2021年到期规模为20.86亿元，2022年及以后到期规模为52.12亿元。

**表13 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

| 项目          | 2020 年     | 2021 年     | 2022 年及以后  |
|-------------|------------|------------|------------|
| 短期借款        | 59,083.05  | -          | -          |
| 一年内到期的非流动负债 | 54,850.00  | -          | -          |
| 长期借款        | -          | 156,580.00 | 332,132.00 |
| 应付债券        | -          | 52,035.65  | 189,092.34 |
| 合计          | 113,933.05 | 208,615.65 | 521,224.34 |

资料来源：公司提供

受益于大规模的资本注入，2019年公司资产负债率同比下降8.21个百分点至47.54%。短期偿债能力方面，2019年末公司货币资金及短期有息债务规模同比均变化不大，现金短期债务比保持稳定，货币资金对短期有息债务的覆盖尚可。综合偿债能力方面，随着有息债务规模的不断增长，利息负担持续加重，2019年公司EBITDA利息保障倍数下滑至0.52，利润对债务利息的保障不足，同期有息债务较EBITDA倍数升至30.77倍，公司经营债务负担进一步加重。

**表14 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2019 年 | 2018 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 47.54% | 55.75% |
| 现金短期债务比       | 1.09   | 1.02   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.52   | 1.17   |
| 有息债务/EBITDA   | 30.77  | 26.35  |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 公司提供的资产抵押担保一定程度提升了本期债券的信用水平

为保障本期债券持有人的利益，公司以其合法拥有的26宗国有土地使用权和5处房屋建筑物为本期债券本息提供抵押担保。经中京民信（北京）资产评估有限公司评估（评估基准日：2014年5月25日），公司用于抵押的土地使用权<sup>5</sup>面积合计2,856,656.93平方米，评估价值合计165,213.36万元；公司用于抵押的房屋建筑物<sup>6</sup>面积合计6,312.43平方米，评估价值合计17,915.57万元，土地使用权和房屋建筑物总评估价值183,128.93万元，为本期债

<sup>5</sup>根据中京民信（北京）资产评估有限公司出具的京信评报字（2014）第 103 号《资产评估报告书》，公司用于抵押的 26 宗国有土地使用权评估值合计为 165,213.36 万元，且该些土地均未设定抵押，亦无其他权利限制情形。

<sup>6</sup>根据中京民信（北京）资产评估有限公司出具的京信评报字（2014）第 103 号《资产评估报告书》，公司用于抵押的 5 处房屋建筑物评估值合计为 17,915.57 万元，且该些房屋建筑物均未设定抵押，亦无其他权利限制情形。

券剩余本金和一年利息的3.11倍，详见下表。

表15 公司用于抵押的土地使用权和房屋建筑物明细（单位：平方米、万元）

用于本期债券抵押的土地使用权

| 证号                   | 土地用途 | 证载类型 | 土地面积         | 评估价值       |
|----------------------|------|------|--------------|------------|
| 岱国用（2011）01602435 号  | 工业用地 | 出让   | 170,817.00   | 6,525.21   |
| 岱国用（2011）01501173 号  | 工业用地 | 出让   | 8,405.00     | 196.68     |
| 岱国用（2011）01601105 号  | 工业用地 | 出让   | 371,504.00   | 10,142.06  |
| 岱国用（2011）01601093 号  | 工业用地 | 出让   | 36,155.00    | 1,381.12   |
| 岱国用（2011）01601094 号  | 工业用地 | 出让   | 70,003.00    | 2,674.11   |
| 岱国用（2011）01701003 号  | 住宅用地 | 出让   | 58,286.00    | 3,485.50   |
| 岱国用（2011）01701002 号  | 住宅用地 | 出让   | 244,361.00   | 14,637.22  |
| 岱国用（2011）016-00936 号 | 旅游用地 | 出让   | 53,766.00    | 3,037.78   |
| 岱国用（2011）016-00935 号 | 旅游用地 | 出让   | 16,462.00    | 930.10     |
| 岱国用（2011）01602590 号  | 工业用地 | 出让   | 69,957.00    | 2,672.36   |
| 岱国用（2011）01602795 号  | 工业用地 | 出让   | 30,989.00    | 1,183.78   |
| 岱国用（2011）01602805 号  | 工业用地 | 出让   | 114,177.00   | 4,007.61   |
| 岱国用（2011）01602811 号  | 工业用地 | 出让   | 14,461.00    | 552.41     |
| 岱国用（2011）01602835 号  | 工业用地 | 出让   | 20,667.00    | 789.48     |
| 岱国用（2011）01402539 号  | 工业用地 | 出让   | 350,313.00   | 5,710.10   |
| 岱国用（2011）01402530 号  | 工业用地 | 出让   | 42,013.00    | 882.27     |
| 岱国用（2012）01303805 号  | 工业用地 | 出让   | 65,082.00    | 1,262.59   |
| 岱国用（2012）01303842 号  | 商住用地 | 出让   | 13,800.00    | 4,305.60   |
| 岱国用（2012）01303843 号  | 商住用地 | 出让   | 48,666.91    | 15,184.08  |
| 岱国用（2012）01303971 号  | 商住用地 | 出让   | 58,000.00    | 17,777.00  |
| 岱国用（2012）01303901 号  | 商住用地 | 出让   | 70,667.00    | 14,458.47  |
| 岱国用（2012）01303950 号  | 商住用地 | 出让   | 155,000.78   | 31,713.16  |
| 岱国用（2011）01602731 号  | 工业用地 | 出让   | 52,302.00    | 1,997.94   |
| 岱国用（2012）020-3214 号  | 商业用地 | 出让   | 14,594.09    | 7,902.70   |
| 岱国用（2012）020-3215 号  | 商业用地 | 出让   | 782.15       | 305.59     |
| 岱国用（2012）020-4218 号  | 工业用地 | 出让   | 705,426.00   | 11,498.44  |
| 合计                   | -    | -    | 2,856,656.93 | 165,213.36 |

用于本期债券抵押的房屋建筑物

| 证号                                     | 建筑物名称     | 房屋类型 | 建筑面积     | 评估价值     |
|----------------------------------------|-----------|------|----------|----------|
| 舟房权证岱高字第 3320431-443 号、第 3320446-450 号 | 蓬莱商都 1 楼外 | 非住宅  | 320.98   | 2,092.47 |
| 舟房权证岱高字第 3320444 号                     | 蓬莱商都 1 楼内 | 非住宅  | 2,608.75 | 6,060.13 |
| 舟房权证岱高字第 3320445 号                     | 蓬莱商都 2 楼  | 非住宅  | 2,911.71 | 6,763.90 |
| 舟房权证岱高字第 3325816 号                     | 安澜路手机大卖场  | 非住宅  | 311.51   | 1,876.22 |

|                   |       |     |                 |                  |
|-------------------|-------|-----|-----------------|------------------|
| 舟房权证岱字第 5001231 号 | 步行街商铺 | 非住宅 | 159.48          | 1,122.85         |
| <b>合计</b>         | -     | -   | <b>6,312.43</b> | <b>17,915.57</b> |

资料来源：公司提供

中国工商银行股份有限公司岱山支行作为抵押资产监管人，对抵押资产进行监管。根据《2013年舟山群岛新区蓬莱国有资产投资集团有限公司公司债券抵押资产监管协议》，当抵押率（抵押率=抵押资产最近一期的评估值/（本期债券未偿还本金余额+本期债券未偿还本金余额的一年利息））低于1.5时，公司须追加抵押资产；当抵押率不低于1.8时，抵押人有权向监管人申请对超过部分的抵押资产进行释放。在本期债券存续期内，公司向资产抵押监管人申请置换抵押资产，置换后抵押率不低于1.5。

2014年11月，公司已办完抵押资产的抵押登记手续。抵押资产需每年评估，其年度评估报告基准日期应为本期债券当年的付息首日，其出具日不应迟于本期债券当年的付息日后的三十个工作日。截至2020年3月31日，公司未对抵押资产进行跟踪评估。

## 七、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4月17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。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司及下属子公司对外担保合计12笔，被担保单位全部是政府下属单位，担保金额合计6.75亿元，占2019年末净资产比重为5.44%，考虑到均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表16 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

| 被担保单位名称       | 企业性质 | 金额        | 担保到期日      | 是否有反担保 |
|---------------|------|-----------|------------|--------|
| 岱山县筑地土地开发有限公司 | 国有企业 | 50,000.00 | 2027/3/12  | 否      |
| 岱山县筑地土地开发有限公司 | 国有企业 | 4,000.00  | 2021/6/7   | 否      |
| 浙江省岱山县第一人民医院  | 事业单位 | 1,500.00  | 2020/12/19 | 否      |
| 浙江省岱山县第一人民医院  | 事业单位 | 2,700.00  | 2020/3/24  | 否      |
| 浙江省岱山县第一人民医院  | 事业单位 | 3,000.00  | 2020/3/21  | 否      |
| 岱山县高亭中医院      | 事业单位 | 500.00    | 2020/7/2   | 否      |

|                 |          |                  |           |          |
|-----------------|----------|------------------|-----------|----------|
| 岱山县秀山乡自来水厂      | 国有企业     | 800.00           | 2020/4/1  | 否        |
| 岱山县衢山自来水厂       | 国有企业     | 500.00           | 2020/8/20 | 否        |
| 浙江省岱山县第二人民医院    | 事业单位     | 290.00           | 2020/7/12 | 否        |
| 岱山县海港建设投资开发有限公司 | 国有企业     | 1,500.00         | 2021/1/20 | 否        |
| 岱山县秀山村镇建设开发有限公司 | 国有企业     | 500.00           | 2020/5/7  | 否        |
| 岱山县衢山工业开发有限公司   | 国有企业     | 2,200.00         | 2020/9/3  | 否        |
| <b>合计</b>       | <b>-</b> | <b>67,490.00</b> | <b>-</b>  | <b>-</b> |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、评级结论

2019年岱山县重大石油化工项目投产，带动地方经济快速增长，考虑到该重大项目二期工程正在建设，三期项目正在筹备，预计短期内仍能够为岱山县经济的快速增长提供支撑，为公司发展提供了良好基础；公司作为岱山县重要国有资产经营管理主体，下辖各板块的子公司较多，业务范围较广，综合抗风险能力较强，且已投入的基建及安置房项目规模较大，后续业务收入较有保障；地方政府在财政补助、资本性注入等方面持续给予公司大力支持，提升了公司的盈利能力与资本实力；资产抵押的增信方式提升了本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到了公司资产以往来款、在建项目及抵押土地为主，整体流动性较弱；近年收现比维持较低水平，经营活动持续现金净流出，且后续面临较大资金支出压力；有息债务规模大幅增加，面临较大偿债压力；对外担保规模较大，存在一定或有负债风险；此外，本期债券抵押资产未进行跟踪评估。

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，维持评级展望为稳定。

## 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          | 124,708.73   | 118,943.86   | 147,203.26   |
| 其他应收款         | 227,809.95   | 237,764.82   | 222,790.76   |
| 存货            | 1,511,602.52 | 1,286,872.61 | 850,814.13   |
| 资产总计          | 2,366,074.48 | 2,093,092.27 | 1,517,555.89 |
| 短期借款          | 59,083.05    | 42,076.97    | 33,906.80    |
| 其他应付款         | 215,708.82   | 295,554.70   | 72,777.45    |
| 一年内到期的非流动负债   | 54,850.00    | 75,000.00    | 44,750.00    |
| 长期借款          | 488,712.00   | 437,520.00   | 387,526.00   |
| 应付债券          | 241,128.00   | 196,389.82   | 112,228.78   |
| 长期应付款         | 37,731.57    | 95,083.99    | 267.20       |
| 负债合计          | 1,124,935.67 | 1,166,840.98 | 709,176.37   |
| 有息债务          | 843,773.05   | 750,986.79   | 578,411.58   |
| 所有者权益         | 1,241,138.81 | 926,251.29   | 808,379.53   |
| 营业收入          | 82,549.68    | 62,460.20    | 88,741.12    |
| 营业利润          | 8,637.93     | 10,961.90    | 14,377.36    |
| 营业外收入         | 4,994.57     | 981.68       | 6,731.43     |
| 净利润           | 11,169.76    | 10,477.13    | 18,854.20    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -67,700.25   | -158,291.92  | -82,389.59   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -36,395.09   | -41,070.10   | -2,001.62    |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 109,930.20   | 178,278.88   | 120,382.01   |
| 财务指标          | 2019 年       | 2018 年       | 2017 年       |
| 综合毛利率         | 26.60%       | 47.35%       | 37.21%       |
| 收现比           | 0.66         | 0.70         | 0.41         |
| 产权比率          | 90.64%       | 125.97%      | 87.73%       |
| 资产负债率         | 47.54%       | 55.75%       | 46.73%       |
| 现金短期债务比       | 1.09         | 1.02         | 1.87         |
| EBITDA（万元）    | 27,423.50    | 28,498.99    | 41,416.29    |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.52         | 1.17         | 1.41         |
| 有息债务/EBITDA   | 30.77        | 26.35        | 13.97        |

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

| 子公司名称                  | 注册地 | 业务性质  | 持股比例 | 取得方式 |
|------------------------|-----|-------|------|------|
| 岱山县中心渔港开发有限公司          | 岱山县 | 制造业   | 100% | 划拨   |
| 浙江省岱山县博海经济开发有限公司       | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 划拨   |
| 浙江秀山岛风景旅游开发有限公司        | 岱山县 | 旅游业   | 100% | 设立   |
| 浙江岱衢港开发有限公司            | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 设立   |
| 岱山县岱北经济开发有限公司          | 岱山县 | 房地产业  | 100% | 设立   |
| 浙江省岱山蓬莱交通开发有限公司        | 岱山县 | 交通业   | 100% | 划拨   |
| 岱山县蓬莱出租汽车有限责任公司        | 岱山县 | 交通运输业 | 100% | 设立   |
| 浙江省岱山东方港口开发有限公司        | 岱山县 | 建筑业   | 60%  | 划拨   |
| 岱山县灯塔博览园开发有限公司         | 岱山县 | 旅游业   | 100% | 设立   |
| 岱山县物产民爆器材专营有限公司        | 岱山县 | 零售业   | 100% | 设立   |
| 岱山县顺安民爆物品运输有限公司        | 岱山县 | 交通运输业 | 100% | 设立   |
| 岱山县海蓝城市建设开发有限公司        | 岱山县 | 房地产业  | 100% | 划拨   |
| 岱山县竹屿新区开发建设有限公司        | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 设立   |
| 浙江省舟山市蓝箭检测有限公司         | 岱山县 | 服务业   | 50%  | 设立   |
| 岱山县众益市场开发经营有限公司        | 岱山县 | 服务业   | 100% | 划拨   |
| 岱山县金源水利水务投资有限公司        | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 划拨   |
| 岱山县绿源海水淡化有限公司          | 岱山县 | 制造业   | 100% | 划拨   |
| 岱山瀛洲远洋渔业有限公司           | 岱山县 | 海洋捕捞业 | 100% | 划拨   |
| 浙江省岱山蓬莱远洋渔业有限公司        | 岱山县 | 海洋捕捞业 | 100% | 划拨   |
| 浙江省岱山县临港经济开发有限公司       | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 划拨   |
| 浙江省岱山经济开发区环海经济开发有限公司   | 岱山县 | 房地产业  | 100% | 设立   |
| 浙江省岱山环海物流有限公司          | 岱山县 | 交通运输业 | 100% | 设立   |
| 舟山市中新水利有限公司            | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 设立   |
| 浙江省岱山县江南山投资开发有限公司      | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 划拨   |
| 浙江省岱山县官山投资开发有限公司       | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 划拨   |
| 岱山县粮食收储有限公司            | 岱山县 | 仓储业   | 100% | 划拨   |
| 岱山县蓬莱旅游开发建设建设有限公司      | 岱山县 | 旅游业   | 100% | 划拨   |
| 岱山县海潮商贸有限公司            | 岱山县 | 旅游业   | 100% | 设立   |
| 岱山县促淤围涂投资有限公司          | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 设立   |
| 岱山县蓬莱保安服务有限公司          | 岱山县 | 服务业   | 100% | 设立   |
| 浙江省岱山县秀山投资开发有限公司       | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 设立   |
| 舟山海宏港口投资开发有限公司         | 岱山县 | 建筑业   | 100% | 划拨   |
| 岱山县存德永福陵园有限公司          | 岱山县 | 服务业   | 100% | 设立   |
| 舟山群岛新区岱山中屹城市建设综合发展有限公司 | 岱山县 | 房地产业  | 100% | 设立   |
| 岱山县绿洲肉食品厂              | 岱山县 | 零售业   | 100% | 划拨   |

|                     |     |              |      |    |
|---------------------|-----|--------------|------|----|
| 岱山县兴昌肉食品厂           | 岱山县 | 零售业          | 100% | 划拨 |
| 浙江省岱山县鱼山大桥投资开发有限公司  | 岱山县 | 建筑业          | 100% | 设立 |
| 浙江省岱山交投工程建设有限公司     | 岱山县 | 建筑业          | 100% | 并购 |
| 浙江省岱山交投客运服务有限公司     | 岱山县 | 客运业          | 100% | 并购 |
| 浙江省岱山交投汽车运输有限公司     | 岱山县 | 交通运输         | 100% | 并购 |
| 岱山交通旅行社             | 岱山县 | 服务业          | 100% | 并购 |
| 浙江省岱山交投机动车检测有限公司    | 岱山县 | 技术服务业        | 100% | 并购 |
| 浙江自由贸易试验区衢北围垦开发有限公司 | 岱山县 | 建筑业          | 100% | 并购 |
| 岱山交投客运联营实业有限公司      | 岱山县 | 服务业          | 100% | 并购 |
| 岱山县环岛商贸有限公司         | 岱山县 | 批发和零售业       | 100% | 并购 |
| 岱山县瀛泰小城市建设开发有限公司    | 岱山县 | 建筑业          | 100% | 设立 |
| 浙江省岱山交投资源开发有限公司     | 岱山县 | 建筑业          | 100% | 设立 |
| 岱山县蟹产业园建设有限公司       | 岱山县 | 建筑业          | 100% | 设立 |
| 浙江省岱山环城建设投资开发有限公司   | 岱山县 | 房地产业         | 100% | 设立 |
| 浙江省岱山交投港口物流有限公司     | 岱山县 | 交通运输         | 100% | 设立 |
| 岱山交投资产经营有限公司        | 岱山县 | 房地产业         | 100% | 设立 |
| 舟山市岱衢洋商贸园区有限公司      | 岱山县 | 交通运输         | 100% | 设立 |
| 舟山市舟岱客运有限公司         | 岱山县 | 交通运输         | 50%  | 设立 |
| 浙江岱山交投绿化工程有限公司      | 岱山县 | 水利、环境和公共设施管理 | 100% | 设立 |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 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         | $\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$                                     |
| 有息债务          | $\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$                |

## 附录四 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。 |