

2014 年温州市鹿城城市发展有限公司  
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【709】号 01

债券简称：14 鹿城债/PR  
鹿城债

债券剩余规模：4.8 亿元

债券到期日期：  
2021 年 11 月 03 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，在本期债券存  
续期的第 3-7 年分别按  
照债券发行总额 20%的  
比例偿还债券本金

分析师

姓名：  
张旻烁 秦凤明

电话：  
021-51035670

邮箱：  
[zhangmy@cspengyuan.com](mailto:zhangmy@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](http://www.cspengyuan.com)

## 2014 年温州市鹿城城市发展有限公司公司债券 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 07 月 09 日	2020 年 02 月 17 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”）对温州市鹿城城市发展有限公司（以下简称“鹿城城发”或“公司”）及其 2014 年 11 月 3 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：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于：温州市及鹿城区经济发展水平较高，为公司发展提供了良好基础，公司完工、在建安置房与基础设施项目规模较大，业务持续性较强，鹿城区政府在资本注入及无偿划转股权等方面对公司外部支持力度加大，资本实力持续增强；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，偿债压力有所上升，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 温州市及鹿城区经济发展水平较高，为公司发展提供了良好基础。2019 年温州市实现地区生产总值 6,606.10 亿元，同比增长 8.2%，区域经济保持较快增长；鹿城区作为温州市核心城区，第三产业对经济发展贡献较大，2019 年鹿城区实现地区生产总值 1,137.13 亿元，同比增长 8.6%，为公司的持续发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性较强。截至 2019 年末，公司已竣工未确认收入的基础设施建设项目已投资 37.32 亿元，主要在建基础设施项目已投资 12.60 亿元，存货中土地整理成本 36.45 亿元，主要在建安置房项目已投资 17.02 亿元，主要完工在售的安置房项目剩余可销售面积 80.50 万平方米，公司业务持续性较强。

- **公司获得的外部支持力度加大。**2019年，公司获得鹿城区财政局财政资本性拨款3.77亿元，财政补贴2.2亿元；2020年1-3月，根据鹿城区人民政府文件，公司获得应付鹿城财政局款项转增资本公积、财政局资本性投入及无偿划转股权等合计增加资本公积53.13亿元，有力提升了公司的资本实力和利润水平。

### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以其他应收款、存货为主，截至2019年末，公司其他应收款和存货分别为68.32亿元和179.85亿元，其他应收款主要系应收鹿城区财政局及当地国企工程款和往来款，其他应收款规模较大且回收时间具有不确定性，存货主要为安置房开发成本、基础设施建设成本和土地开发成本，受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2019年底，公司主要在建项目尚需投入资金117.68亿元，作为鹿城区基础设施建设重要主体，公司还需持续投入大量建设资金，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，偿债压力较大。**2020年3月末公司有息债务规模为52.15亿元，2019年EBITDA利息保障倍数下降至0.51，有息债务/EBITDA倍数上升至24.82，偿债压力较大。
- **公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。**截至2020年3月末，公司对外担保余额42.49亿元，占期末净资产的比重为28.99%，担保对象均为温州市鹿城区国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	3,325,694.73	2,753,691.97	2,527,258.16	2,152,767.28
所有者权益	1,465,588.65	934,468.38	877,433.88	802,590.11
有息债务	521,521.63	485,378.72	472,800.46	491,576.08
资产负债率	55.93%	66.06%	65.28%	62.72%
现金短期债务比	1.98	2.20	1.29	2.98
营业收入	274.42	104,328.59	79,144.41	25,474.29
营业外收入	0.00	22,084.06	30,007.23	0.00

利润总额	-177.04	19,339.35	21,476.68	-53,125.70
综合毛利率	27.25%	-0.66%	-0.18%	-57.28%
EBITDA	-	19,552.28	28,219.29	-31,357.93
EBITDA 利息保障倍数	-	0.51	0.76	-0.92
经营活动现金流净额	-23,572.96	98,389.71	32,616.30	-273,694.43
收现比	11.05	1.14	1.42	5.12

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度审计报告，中证鹏元整理

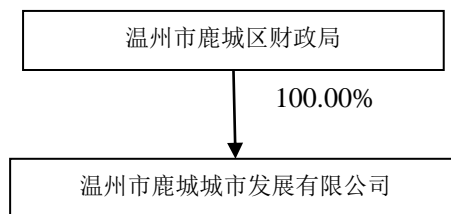
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年11月3日公开发行7年期12亿元的公司债券，募集资金拟全部用于温州市汇昌河葡萄居住区建设项目。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专户余额为81,994.60元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2020年3月末，公司注册资本与实收资本均为10,000万元，控股股东和实际控制人仍为温州市鹿城区财政局。

**图1 截至2020年3月末公司股权结构图**



资料来源：公司提供

2019年公司合并范围未发生变化，2020年1-3月公司合并范围新增1家子公司<sup>1</sup>，截至2020年3月末合并范围子公司20家，具体见附录二。

**表1 2020年1-3月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
温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司	100%	1,000	公园开发投资、建设项目投资、市政建设工程施工	政府划转

资料来源：公司2020年一季度审计报告

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

<sup>1</sup>根据温鹿政发[2020]10号文批复，将温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司（以下简称“西郊森林”）纳入合并范围，取得方式为政府划拨，合并日为2020年3月31日。

## 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

**2019年温州市经济增速略有提升，固定资产投资增速较去年有所提升，进出口贸易数据表现良好，地区经济实力进一步增强**

2019年温州市完成地区生产总值6,606.1亿元，增长率较去年进一步提升至8.2%，增速高于全国平均增速。当年温州市常住人口930万人，按常住人口计算的人均GDP为71,225元，同比增长7.7%。分产业看，第一产业增加值151.7亿元，同比增长2.1%；第二产业增加值2,811.9亿元，同比增长6.1%；第三产业增加值3,642.5亿元，同比增长10.1%。三次产业结构由2.4:39.6:58.0调整为2.3:42.6:55.1。

2019年温州市工业持续发展，当年温州市工业增加值为2,311.0亿元，比上年同比增长



7.8%。规模以上工业企业5,336家，实现工业增加值1,109.3亿元，同比增长7.6%。规模以上工业中，高新技术产业、装备制造业和战略性新兴产业增加值分别比上年同比增长7.7%、8.8%和6.8%，占规模以上工业的56.8%、50.3%和18.5%。

固定资产投资方面，2019年温州市固定资产投资同比增长10.3%，增速较去年进一步增长，对区域经济增长贡献明显。当年全市房地产开发投资同比增长2.0%，当年房屋施工面积为5,409.6万平方米，商品房销售面积1,139.9万平方米。2019年温州市社会消费品零售总额3,655.9亿元，比上年增长9.6%。当年温州市新能源汽车、智能家用电器和音像器材类、可穿戴智能设备等新型消费商品零售额分别同比增长705.0%、26.3%和17.9%。对外经济方面，2019年温州货物进出口总额1,902.2亿元，比上年同比增长26.3%。其中进口216.9亿元，同比增长6.0%；出口1,685.3亿元，同比增长29.4%，出口占全国的9.8%，比上年提高1.9个百分点。金融方面，2019年末金融机构本外币存款余额13,379.7亿元，比上年末增长11.8%，年末金融机构本外币贷款余额11,608.8亿元，同比增长15.5%。

**表2 2018-2019年温州市主要经济指标及变化情况（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	6,606.1	8.2%	6,006.2	7.8%
第一产业增加值	151.7	2.1%	141.8	2.0%
第二产业增加值	2,811.9	6.1%	2,379.5	7.6%
第三产业增加值	3,642.5	10.1%	3,484.9	8.2%
工业增加值	2,311.0	7.8%	1,921.2	8.6%
固定资产投资	-	10.3%	-	8.1%
社会消费品零售总额	3,655.9	9.6%	3,337.1	9.0%
进出口总额	1,902.2	26.3%	1,507.2	13.6%
存款余额	13,379.7	11.8%	11,966.0	6.7%
贷款余额	11,608.8	15.5%	10,051.0	16.1%
人均 GDP（元）	71,225		65,055	
人均 GDP/全国人均 GDP	100.47%		100.83%	

资料来源：2018-2019年温州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年温州市实现一般公共预算收入579.0亿元，同比增长12.5%，同期全市一般公共预算支出1,084.1亿元，同比增长24.0%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为53.41%。2019年温州市政府性基金收入1,608.2亿元，增长97.8%。

温州市鹿城区为温州市的政治、经济、文化中心，第三产业为主导产业，经济发展水平较高，2019年鹿城区固定资产投资和对外贸易对经济增长的拉动作用显著，经济实力进一步增强

鹿城区东西狭长，为温州市中心城区，是温州市的政治、经济、文化中心。全区辖 12 个街道、2 个镇，全区共 88 个社区、80 行政村，全区土地面积 292.8 平方公里。2019 年末户籍人口 78.55 万人，全区常住人口为 126.26 万人；城镇化率为 90.54%，比上年提高 0.09 个百分点。2019 年 10 月，成为全国综合实力百强区排行榜（全国百强区）第 48 名。按常住人口计算，2019 年鹿城区人均 GDP 为 90,536 元，与全国人均 GDP 的比为 127.71%。

鹿城区核心产业为第三产业，服务业、金融业较为发达。2019 年，鹿城区实现地区生产总值 1,137.13 亿元，按可比价计算，同比增长 8.6%，增速有所上升。其中，第一产业增加值 1.93 亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值 285.40 亿元，同比增长 5.5%；第三产业增加值 849.79 亿元，同比增长 9.8%。三次产业结构比由上年的 0.2：24.8:75.0 调整为 0.2：25.1：74.7，第三产业增加值比重较上年降低 0.3 个百分点，对经济增长的贡献率为 82.0%，同比提高 17.4 个百分点。

2019 年鹿城区实现工业增加值 208.99 亿元，增长 8.5%。其中，276 家规上工业企业实现增加值 56.99 亿元，增长 8.9%。高新技术产业、装备制造业、战略性新兴产业增加值分别比上年增长 4.0%、6.1%、4.2%，占规模以上工业的 39.5%、23.2%、8.8%。

2019 年鹿城区实现固定资产投资增长 10.0%。工业投资和服务业投资（不含房地产开发）分别增长 28.0%和 11.1%。全年房地产开发投资增长 8.0%，房屋施工面积 831.91 万平方米，增长 27.8%；商品房销售面积 101.28 万平方米，增长 78.6%。2019 年，鹿城区社会消费品零售总额 832.57 亿元，增长 9.5%，较上年提高 0.2 个百分点。

2019 年，温州（鹿城）市场采购贸易方式试点正式启动，2019 年鹿城区全年实现外贸进出口总额 468.45 亿元，增长 92.0%。其中，实现出口总额 452.91 亿元，增长 96.1%。

截至 2019 年末鹿城区金融机构本外币各项存款余额 4,306.59 亿元，增长 9.0%。年末金融机构本外币各项贷款余额 3,725.31 亿元，增长 11.2%。

**表3 2018-2019 年温州市鹿城区主要经济指标（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	金额	金额	增长率
地区生产总值	1,137.13	8.6%	1,024.31	5.60%
第一产业增加值	1.93	2.7%	1.77	1.30%
第二产业增加值	285.40	5.5%	254.29	-1.00%
第三产业增加值	849.79	9.8%	768.25	8.00%
规模以上工业增加值	56.99	8.9%	51.24	-0.70%
全年固定资产投资	-	10.0%	336.36	-2.10%

社会消费品零售总额	832.57	9.5%	812.68	9.60%
进出口总额	468.45	92.0%	249.22	5.00%
存款余额	4,306.59	9.0%	4,133.76	-2.37%
贷款余额	3,725.31	11.2%	3,367.76	2.67%
人均 GDP (元)		90,536		82,429
人均 GDP/全国人均 GDP		127.71%		127.51%

资料来源：鹿城区 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据鹿城区财政体制安排<sup>2</sup>，鹿城区公共财政收入相对地区生产总值水平较低，2019 年鹿城区实现公共财政收入 34.39 亿元，同比增长 13.5%，其中税收收入 27.0 亿元，占公共财政收入比重为 78.5%，同比有所下降；同期温州市公共财政支出为 68.19 亿元，同比增长 32.7%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 50.43%。2019 年鹿城区全区政府性基金预算收入 184.08 亿元，同比增长 75.4%，占温州市市级政府性基金收入的 53.17%。

#### 四、经营与竞争

公司为温州市鹿城区的综合性建设、经营和投融资主体之一，负责鹿城区基础设施建设、土地开发整理和安置房建设等各项业务。2019 年公司收入规模大幅上升，同比增长 31.82%，主要系安置房销售收入上升所致。毛利率方面，由于近年确认收入的安置房项目工期拖延较长，致使房产销售收入不能覆盖相应成本，毛利率持续为负。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
安置房销售收入	135.22	0.17%	103,895.35	-0.94%	76,167.70	-0.14%
土地开发收入	-	-	-	-	2,928.00	-2.91%
其他业务 <sup>3</sup>	139.20	53.54%	433.25	67.77%	48.71	100.00%
合计	274.42	27.25%	104,328.59	-0.66%	79,144.41	-0.18%

资料来源：公司提供

公司在售、在建房产项目规模较大，业务持续性较好，但资金缺口较大，面临较大的资金压力

公司受政府委托实施温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区内

<sup>2</sup> 根据温州市人民政府文件（温政发【2014】8号），驻温中央、省属单位和市级行政事业单位、银行、及非银金融单位、公用事业单位、市级投资的重点项目和单位缴纳的各项税收和附加收入、契税收入、市级各项非税收入归市级所有；市区共享收入划分计算方法：市级和鹿城区按 4.9:5.1 比例分成市区共享收入，市级和龙湾区、瓯海区、温州经济技术开发区按 2:8 比例分成。

<sup>3</sup> 出租固定资产收入、出租无形资产收入、临时农贸市场摊位租金、临时停车场停车费。

的拆迁安置房等保障性住房建设和运营。具体运营模式为：公司通过自行开发、拆迁安置方式取得土地使用权，根据温州市统一规划，自筹资金进行鹿城区内的城中村改造、拆迁安置房等保障性住房项目建设，根据政府确定的安置结算指导价格，将安置房定向销售给拆迁户（拆迁户旧房折价抵消，并支付一定差价），拆迁户支付的货币资金为差价部分；公司以实际安置房销售收入（旧房折价+差价）确认收入，以实际发生的征地拆迁和房屋建设成本确认房产开发成本。但在现金流方面，公司仅收到安置户补缴房款差价，低于公司安置房销售收入，旧房折价部分由项目中拆迁整理后的未用于安置房建设的地块出让取得的收益补偿，该部分收益不能弥补公司成本部分由政府补贴。

2019年公司实现安置房销售收入103,895.35万元，主要为方达嘉园、葡榕景苑、甲里家园一期、甲里家园二期等项目的销售收入，均为本期债券募投项目“汇昌河葡萄居住区建设项目”。截至2019年末，公司完工在售的房产项目主要为藤桥镇新社区（藤园景园）工程、横渎河西A-37a-1地块、温州市鹿城区藤桥镇新家园（青藤家园）工程、庄头地块（滨州景园）、葡榕景苑、甲里家园一组团等项目，可售面积为143.34万平方米，已售面积为62.84万平方米，剩余可售面积80.50万平方米，剩余可售面积较大，收入持续性较好。

**表5 截至 2019 年底公司主要完工在售的安置房项目情况（单位：万平方米）**

项目名称	可售面积	已售面积
藤桥镇新社区（藤园景园）工程	11.70	10.56
横渎河西 A-37a-1 地块	10.94	0.00
温州市鹿城区藤桥镇新家园（青藤家园）工程	9.93	9.08
庄头地块（滨州景园）	8.99	0.00
葡榕景苑	8.65	8.24
甲里家园一组团	8.49	7.00
横渎河西 A18-1 地块	7.81	0.00
永川路一期	7.72	0.00
方达嘉园	7.54	6.55
安置房一期工程（牛岭 1-3、牛岭 11-13）	7.09	2.48
安置房-18、19 号	6.97	5.62
永川路二期	6.92	0.00
七都千亩征地安置房	6.36	5.2
东立景园四组团	5.13	0.00
藤桥镇双临片 B-05c 地块横山村农房集聚建设工程项目	5.13	0.53
甲里家园二组团	4.04	3.51
农房改造德政集聚点工程	2.78	2.10
东立景园三组团	2.54	0.00

东立景园五组团	2.52	0.00
丰昌家园（丰收 B-1）地块	2.48	0.00
安置房吴桥路 A2 项目	2.47	0.00
藤桥镇双潮新社区建设项目（一期）工程项目	2.27	1.67
东立景园六组团	2.18	0.00
东立景园二组团	1.87	0.00
藤桥镇临江驿头农房改造建设工程项目	0.82	0.30
<b>合计</b>	<b>143.34</b>	<b>62.84</b>

注：“已售面积”统计口径由“包含已安置尚未确认收入的面积”调整为“已确认收入安置房面积（不包含已安置未确认收入面积）”；

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司主要在建安置房项目计划总投资额为633,589.00万元，已投资额为170,172.11万元，后续仍需投资463,416.89万元，资金缺口较大，公司面临较大的资金压力。

**表6 截至 2019 年底公司主要在建安置房项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
汇昌河葡萄居住区 6-4、8-5 地块城中村改造工程项目	10,200.00	1,063.13	9,136.87
进城口 2#及郑桥广场	31,947.00	19,517.42	12,429.58
里垟保障性安居工程	80,273.00	2,414.99	77,858.01
鹿城区下桥城中村改造工程 E-25、E-29 地块建设项目	61,983.00	20,233.86	41,749.14
牛桥底二期城中村改造工程项目	74,851.00	19,209.65	55,641.35
吴滨巷地块安置房工程	54,133.00	24,576.42	29,556.58
吴桥 C 地块办公房	10,290.00	7,583.52	2,706.48
五马统筹保障房	5,976.00	190.77	5,785.23
岩门旧村改造 B-18 地块	88,470.00	8,425.81	80,044.19
仰义街道农居房二期	86,311.00	1,114.61	85,196.39
永楠地块-安置房	22,421.00	1,589.57	20,831.43
中央涂 A-2 安置房	106,734.00	64,252.35	42,481.65
<b>合计</b>	<b>633,589.00</b>	<b>170,172.11</b>	<b>463,416.89</b>

资料来源：公司提供

**公司基础设施项目暂未产生收入，对公司资金形成一定占用，同时在建基础设施项目尚需投入较多资金，未来公司面临较大资金压力**

公司为鹿城区重要的基础设施开发主体，负责区内基础设施以及重大项目的开发建设。近年来公司以温州鞋都产业园、七都岛城市新区等园区开发为基础，完善各园区的基础设施建设，包括园区道路、桥梁、公用设施等配套建设。

根据温州市鹿城区人民政府《关于同意对温州市鹿城城市发展有限公司及下属子公司基础设施项目进行集中回购的批复》（温鹿政发〔2016〕13号），鹿城区政府同意对公司及下属子公司承建的基础设施项目，自2016年1月1日起办理移交手续的，由鹿城区财政局根据资产移交清单按成本价加成5%的管理费在当年年底进行集中回购。

2019年度，公司基础设施建设项目仍未产生收入及现金流。截至2019年底，公司已竣工未确认收入的主要基础设施项目已投资合计373,213.74万元，对公司资金形成了较大占用；公司主要在建基础设施建设项目总投资为839,382.00万元，已投资金额125,970.42万元，尚需投资713,411.58万元，在建基础设施建设项目规模较大，但项目建设尚需投资金额较大，面临较大资金压力。

综合来看，公司基础设施项目大都为政府回购模式，但何时回购、回购款项具体到账时间受政府资金调度安排具有不确定性，在建基础设施项目尚需投资规模较大使公司面临较大资金压力。

**表7 截至2019年底公司已竣工未确认收入的主要基础设施建设项目情况（单位：万元）**

项目名称	已投资
温州（永嘉）七都大桥工程	66,109.40
温州市七都岛标准堤工程	45,258.91
牛山北路（温州大道-德政路）改建工程	42,530.92
牛山北路拓宽工程	29,792.32
吴桥路拓宽工程	21,149.56
温州市七都大桥七都岛侧接线纬一路一期（七都大桥-经四路）工程	18,495.47
戍浦江河道整治工程	17,860.11
鹿城区七都岛经四路一期工程（环岛南路-纬二路）	15,256.45
温州市广华南路（鹿城段）市政道路工程项目	15,123.98
庄头地块新纺织路市政道路工程	11,891.48
鱼藤道路工程	10,664.24
温州市鹿城区七都岛纬二路一期（经三路-规划支路七）工程	10,251.32
藤桥镇小城镇环境综合整治工程项目	10,063.00
温州市鹿城区七都岛纬二路二期（规划支路七-七都堤塘）工程	9,951.29
滨江区域（瓯江路）亮化示范区块工程	7,983.56
德政东路（牛山北路—六虹桥路）市政工程项目	6,681.91
温州市鹿城区七都岛经三路一期（纬一路-环岛北路）工程	6,630.48
鹿城路（雪山路-过境路）道路综合整治工程	6,616.95
鹿城区翠微大道（鹿城路-景山隧道南口）道路综合整治工程	4,959.44
月落垟路（惠民路-瓯海接壤处）市政工程项目	4,860.56
鹿城区七都街道七都大道西延伸段市政道路工程	4,769.35

沿河北路戴宅南路	3,165.00
蛟凤北路（炬光园北路—牛山北路）市政道路工程项目	3,148.04
<b>合计</b>	<b>373,213.74</b>

资料来源：公司提供

**表8 截至 2019 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	项目已投资	尚需投资	是否回购
特色轻工业产业园区一期道路、桥梁、绿化	233,173	60,890.53	172,282.47	是
温州金融科技文化中心 ppp 项目	225,100	20,863.25	204,236.75	是
瓯江路道路及景观改造提升工程鹿城段(目前含跨线桥项目和市政、景观、建筑立面 2 个大项目)	152,684	12,470.11	140,213.89	是
划龙桥西路延伸工程	32,800	76.62	32,723.38	是
七都岛 220 千伏线路“上改下”工程	26,000	16,821.20	9,178.80	是
环城东路（公园路-瓯江路）和道路综合整治工程	25,900	2,599.63	23,300.37	是
康强路	25,476	114.27	25,361.73	是
马坑路	23,016	279.8	22,736.20	是
鹿城区七都街道千亩征地范围内配套滨水公园工程	22,000	607.93	21,392.07	是
建设小学	17,650	87.46	17,562.54	是
七都岛 220 千伏线路“上改下”二期（跨瓯江电力隧道延伸段）土建工程项目	15,812	5,643.52	10,168.48	是
鹿城区七都街道经六路一期工程（纬一路-纬二路）项目	15,513	2,978.46	12,534.54	是
园区路	13,000	1,581.96	11,418.04	是
汇昌河水上公园“塘河清晓”景区工程 C.D1.D2 段	11,258	955.68	10,302.32	是
<b>合计</b>	<b>839,382.00</b>	<b>125,970.42</b>	<b>713,411.58</b>	-

资料来源：公司提供

公司已整理土地规模较大，未来收入具有一定保障，但受土地市场活跃程度和政府规划的影响，收入确认时点存在较大不确定性

公司为鹿城区土地开发的重要主体之一，受鹿城区政府委托，主要对温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区及相关街道的土地进行整理开发。公司自行筹措资金对区内各园区进行拆迁安置和土地整理，土地拆迁整理完毕后，由政府进行招拍挂出让。根据政府计划通过国土资源局公开招拍挂出让，政府将招拍挂出让所得收入按一定比例返还给公司，公司以政府实际交付土地给受让方的时间节点确认土地出让收入、成本。根据《温州市人民政府关于印发市区土地出让收入分配暂行办法的通知》（温发改【2014】

148号)规定,公司按照土地出让金额的60%确认收入。公司土地出让收入回款进度受当地财政资金预算安排影响较大,回款时间存在较大的不确定性。

2019年及2020年一季度,公司未确认土地开发收入。截至2019年末,公司土地整理成本账面价值为364,549.32万元,受鹿城区土地市场活跃程度和政府规划等因素影响,公司未来土地开发项目收入确认时点存在较大不确定性。

### **2019年及2020年一季度公司获得的外部支持力度加大,有力提升了公司的资本实力和利润水平**

公司是温州市鹿城区综合性建设、经营和投融资主体之一,在资本注入、政府补贴方面获得了地方政府的较大力度的支持。2019年,公司获得温州市鹿城区财政局37,733.89万元财政资本性拨款;2020年一季度,根据温州市人民政府文件(温鹿政发[2020]10号)将长期应付款、其他应付款中应付鹿城区财政局款项转为资本公积,金额分别为50,726.00万元、369,003.16万元;非同一控制下合并西郊森林增加资本公积109,530.04万元;温州市鹿城区财政局资本性投入2,043.29万元,合计增加资本公积531,302.50万元。

此外,根据温州市鹿城区财政局文件,2019年公司获得财政补贴22,000.00万元,补贴规模较大。整体看来,公司获得地方政府较大力度支持,有力提升了公司的资本实力和利润水平。

## **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2018-2019年及2020年一季度审计报告,报告采用新会计准则编制。2019年合并范围无变化,2020年1-3月合并范围新增1家。

### **资产结构与质量**

#### **公司资产规模持续增长,存货和应收款项占比仍较高,资产流动性仍较弱**

截至2019年末公司资产规模为2,753,691.97万元,同比增加8.96%,2020年3月末公司资产规模达3,325,694.73万元,较2019年末增长20.77%。从资产结构来看,公司流动资产占比较高,截至2020年3月末,流动资产占比为96.93%。

公司货币资金由银行存款和少量库存现金构成,2019年末公司货币资金余额为



143,755.58万元，同比增长63.11%，期末无受限货币资金。2019年末公司其他应收款按款项性质分主要为代付款项（占比63.17%）和关联方往来款（占比19.62%），2019年末其他应收款账面价值为683,211.02万元，同比有所下降。2020年3月末其他应收款余额为721,195.49万元，较2019年末上升5.56%，前五大应收对象明细见下表。公司应收款项整体回收风险较小，但回收时间不确定，对公司的营运资金形成较大的占用。

**表9 截至2020年3月末公司前五大其他应收款情况（单位：万元）**

单位名称	企业性质	款项性质	账龄	占期末余额合计数的比例	期末余额
温州新鹿城市建设投资有限公司	国企	关联方往来款	1-2年	0.37%	2,806.90
			2-3年	6.96%	52,382.62
			3-4年	2.64%	19,863.79
温州市鹿城区水利建设投资有限公司	国企	关联方往来款	1年以内	0.11%	819.00
			1-2年	0.10%	755.00
			2-3年	5.97%	44,946.12
温州市鹿城区文旅传媒集团有限公司	国企	关联方往来款	1-2年	0.00%	4.61
			2-3年	3.02%	22,706.44
			3-4年	12.46%	89,889.65
温州市鹿城区进城口改建工程指挥部	政府部门	暂借款	1-2年	0.07%	510.98
			3-4年	2.54%	19,117.58
温州市鹿城区藤桥镇人民政府	国企	暂借款	2-3年	0.66%	5,000.00
			3-4年	1.11%	8,355.00
<b>合计</b>	-	-	-	<b>36.01%</b>	<b>267,157.69</b>

资料来源：公司2020年一季度审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要由土地整理成本、安置房成本和市政工程项目成本构成。随着公司在建工程项目的持续投入，2019年公司存货余额较上年增长14.99%至1,798,475.67万元，占公司总资产的65.31%；2020年3月末存货余额较2019年末增长29.51%至2,329,127.10万元，主要系西郊森林进入合并范围且在建项目持续投入所致。公司存货中的市政工程项目为受托承建的道路、桥梁等基础设施项目，根据温州市鹿城区人民政府文件，同意对公司承建的已完工尚未移交的基础设施项目由财政局根据资产移交清单进行集中回购，截至2019年末市政工程项目成本合计685,134.15万元；土地整理成本主要为公司在整理的葡萄地块拆迁项目、南塘西片整合规划地块建设工程项目、鱼藤特色园区地块，账面价值合计364,549.32万元，同比有所增长；安置房成本主要为公司在开发的水心旧村改造（巷底西垟片）、BT项目回购、横渎村城中村改造项目、江滨路鹿城段永川路地块安置房建设工程等，账面价值合计为748,792.19万元，2020年3月末安置房成本余额为1,256,474.33万元，较2019年末增长67.80%，主要系新增西郊森林安置房成本163,587.64万元、其他在建安置房项目持续

投入所致。土地整理成本、安置房开发成本、市政工程成本受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，收入确认时点存在较大不确定性。

**表10 2018-2019年及2020年3月末公司存货情况（单位：万元）**

项目	2020年3月	2019年	2018年
市政工程成本	705,075.36	685,134.15	564,353.44
安置房成本	1,256,474.33	748,792.19	652,530.15
土地整理成本	367,577.42	364,549.32	347,110.61
<b>合计</b>	<b>2,329,127.10</b>	<b>1,798,475.67</b>	<b>1,563,994.21</b>

资料来源：公司2018-2019年及2020年一季度审计报告，中证鹏元整理

公司长期股权投资对联营企业温州市七都大桥北汉桥建设有限公司、温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）、温州市瓯江旅游发展有限公司、温州市鹿城区银山实业股份有限公司的股权投资款，2019年末长期股权投资账面余额为101,162.05万元，同比增长36.58%，主要系追加对温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）27,000.00万元投资款所致。

整体来看，公司资产规模持续增长，存货和其他应收款占比较高，存货收入确认时点存在较大不确定性，其他应收款回收时间不确定性较大、对公司营运资金形成较大占用，资产整体流动性较弱。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	143,410.49	4.31%	143,755.58	5.22%	88,132.61	3.49%
其他应收款	721,195.49	21.69%	683,211.02	24.81%	689,224.97	27.27%
存货	2,329,127.10	70.03%	1,798,475.67	65.31%	1,563,994.21	61.89%
<b>流动资产合计</b>	<b>3,223,578.02</b>	<b>96.93%</b>	<b>2,651,577.05</b>	<b>96.29%</b>	<b>2,452,582.44</b>	<b>97.05%</b>
长期股权投资	101,158.65	3.04%	101,162.05	3.67%	74,069.20	2.93%
<b>非流动资产合计</b>	<b>102,116.71</b>	<b>3.07%</b>	<b>102,114.92</b>	<b>3.71%</b>	<b>74,675.71</b>	<b>2.95%</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,325,694.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,753,691.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,527,258.16</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018-2019年及2020年一季度审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司主营业务盈利能力较弱，外部支持大幅提升公司利润水平

受益于安置房项目收入增长，2019年公司营业收入同比增长31.82%至104,328.59万元。截至2019年末，公司已竣工未确认收入主要基础设施建设项目和主要在建基础设施建设项目已投资合计499,184.16万元，土地开发成本364,549.32万元，完工待售安置房剩余可售面

积80.50万平方米，主要在建房产项目已投资170,172.11万元，公司业务收入较有保障。但需关注，近年确认收入的安置房项目工期拖延较长，致使房产销售收入不能覆盖相应成本，毛利率持续为负；基础设施项目受政府资金调度和当地财政资金预算安排等因素影响较大，收入确认时点存在较大不确定性。

2019年公司收到温州市财政局建设资金补助22,000.00万元，外部支持大幅提升公司利润水平。

**表12 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	274.42	104,328.59	79,144.41
营业利润	-177.04	-2,744.44	-8,530.54
营业外收入	0.00	22,084.06	30,007.23
利润总额	-177.04	19,339.35	21,476.68
综合毛利率	27.25%	-0.66%	-0.18%

资料来源：公司2018-2019年及2020年一季度审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流有所好转，但在建项目尚需投入资金规模较大，存在较大的资金压力**

2019年公司收现比为1.14，2020年一季度受益于当期预收房款增加所致，当期收现比为11.05，业务资金回笼情况较好。受益于代收款项增长及往来款净流入的影响，2019年度经营活动净流入98,389.71万元，同比增长201.66%。

投资活动方面，2019年投资活动产生现金净流出27,689.45万元，主要系公司追加对温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）27,000.00万元投资款所致。

筹资活动方面，主要由银行借款、还款活动及财政资本性拨款构成，2019年银行借款、还款规模均有所下降，筹资活动产生的现金净流出27,689.45万元。2020年一季度取得银行借款收到现金41,514.53万元，当期筹资活动现金净流入23,251.93万元。

截至2019年末，公司主要在建安置房项目和基础设施建设项目后续仍需投资1,176,828.47万元，整体来看，公司面临较大资金压力。

**表13 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
收现比	11.05	1.14	1.42
销售商品、提供劳务收到的现金	3,031.29	118,937.79	112,738.60
收到的其他与经营活动有关的现金	41,000.98	500,544.33	658,643.66

经营活动现金流入小计	44,032.28	619,482.12	771,382.26
购买商品、接受劳务支付的现金	34,396.97	280,967.87	479,772.83
支付的其他与经营活动有关的现金	32,654.80	237,820.73	257,254.94
经营活动现金流出小计	67,605.23	521,092.41	738,765.96
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-23,572.96</b>	<b>98,389.71</b>	<b>32,616.30</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-24.07</b>	<b>-27,689.45</b>	<b>-48,007.57</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>23,251.93</b>	<b>-15,077.29</b>	<b>-54,655.19</b>
现金及现金等价物净增加额	-345.09	55,622.97	-70,046.46

资料来源：公司 2018-2019 年及 2020 年一季度审计报告，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，偿债压力有所上升

2019年公司收到财政资本性拨款37,733.89万元，2020年一季度受益于政府资本注入及部分长期应付款、其他应付款款项转增资本公积影响，公司所有者权益上升至1,465,588.65万元；受公司其他应付款及长期应付款增长的影响，公司负债规模持续上升。截至2020年3月底，公司产权比率为126.92%，权益对债务的保障程度大幅上升。

**表14 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	1,860,106.08	1,819,223.59	1,649,824.28
所有者权益	1,465,588.65	934,468.38	877,433.88
产权比率	126.92%	194.68%	188.03%

资料来源：公司 2018-2019 年及 2020 年一季度审计报告，中证鹏元整理

公司负债结构以流动负债为主，截至2019年末，公司流动负债规模合计1,237,157.45万元，占公司总负债的68.00%。

截至2019年末短期借款余额为5,000.00万元，均为保证借款。预收款项主要系预收的拆迁安置户差价款，截至2019年末预收款项余额为159,345.79万元，同比下降27.39%。截至2019年末其他应付款余额为875,551.85万元，同比增长17.38%，主要系代收代付温州市白鹿城市建设投资有限公司棚户区改造项目工程款及往来款同比增长所致。截至2019年末一年内到期的非流动负债余额为60,451.00万元，主要系一年内到期的长期借款和应付债券构成。

截至2019年末长期借款余额为231,469.00万元，主要为保证借款、信用借款和质押借款，其中保证借款均为公司为子公司借款提供担保，质押借款为应收账款质押；2020年3月末长期借款余额上升至260,483.53万元，系子公司温州市鹿城区藤桥镇新农村建设投资

有限公司新增保证借款所致。公司应付债券为本期债券，截至2019年末账面价值为23,840.72万元。公司长期应付款主要为政府债置换代偿款、专项应付款和应付温州宁建金科投资管理有限公司、温州市国有金融资本管理有限公司的借款，截至2019年末长期应付款余额为326,756.41万元，同比增长26.85%，主要系温州市国有金融资本管理有限公司借款和专项应付款增加所致。专项应付款为中央拨付工程建设专项资金款，主要为牛山片区改造工程中央专项建设资金和牛桥底地块建设工程项目、牛山片区G-07地块专项建设资金等。

**表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,000.00	0.27%	5,000.00	0.27%	5,000.00	0.30%
预收款项	172,359.07	9.27%	159,345.79	8.76%	219,440.76	13.30%
其他应付款	879,538.74	47.28%	875,551.85	48.13%	745,904.52	45.21%
一年内到期的非流动负债	67,524.00	3.63%	60,451.00	3.32%	63,286.00	3.84%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,269,850.66</b>	<b>68.27%</b>	<b>1,237,157.45</b>	<b>68.00%</b>	<b>1,107,053.40</b>	<b>67.10%</b>
长期借款	260,483.53	14.00%	231,469.00	12.72%	237,461.00	14.39%
应付债券	23,896.10	1.28%	23,840.72	1.31%	47,709.46	2.89%
长期应付款	305,875.79	16.44%	326,756.41	17.96%	257,600.42	15.61%
<b>非流动负债合计</b>	<b>590,255.42</b>	<b>31.73%</b>	<b>582,066.13</b>	<b>32.00%</b>	<b>542,770.88</b>	<b>32.90%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,860,106.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,819,223.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,649,824.28</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息负债	521,521.63	28.04%	485,378.72	26.68%	472,800.46	28.66%

资料来源：公司2018-2019年及2020年一季度审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的有息债务构成，截至2020年3月末规模合计521,521.63万元，占公司负债总额的28.04%。

从偿债指标来看，受益于应付财政局款项转增资本公积，2020年3月末资产负债率下降至55.93%，负债经营程度有所下降；2020年3月末，现金短期债务比为1.98，保障程度较好；2019年受利润总额下降及利息支出上升的影响，EBITDA利息保障倍数下降至0.51，有息债务/EBITDA倍数上升至24.82，EBITDA对利息和有息债务的保障程度有所下降。

**表16 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	55.93%	66.06%	65.28%
现金短期债务比	1.98	2.20	1.29
EBITDA利息保障倍数	-	0.51	0.76

有息债务/EBITDA	-	24.82	16.75
-------------	---	-------	-------

资料来源：公司 2018-2019 年及 2020 年一季度审计报告，中证鹏元整理

## 六、或有事项分析

### （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6月18日），公司本部及子公司温州市鹿城区藤桥镇新农村建设投资有限公司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

截至2020年3月末，公司对外担保余额合计424,900.00万元，占公司同期所有者权益中的28.99%，担保对象均为温州市鹿城区国有企业。由于公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，公司仍存在一定的或有负债风险。

**表17 截至 2020 年 03 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保起止日	是否有反担保
温州市鹿城交通投资有限公司	50,000.00	2016.06.17-2021.06.16	否
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	24,000.00	2016.05.10-2025.05.09	否
	70,000.00	2015.02.17-2022.02.17	否
	2,000.00	2015.09.08-2027.09.07	否
	3,000.00	2015.12.11-2027.12.10	否
	8,000.00	2016.04.20-2028.04.19	否
	11,000.00	2016.12.21-2020.12.21	否
温州新鹿城市建设投资有限公司	40,000.00	2018.03.23-2027.12.20	否
	33,000.00	2018.12.03-2021.12.03	否
温州市鹿城区文旅传媒集团有限公司	50,000.00	2018.08.07-2022.08.07	否
	20,000.00	2018.03.23-2027.12.23	否
	8,000.00	2018.12.27-2027.08.31	否
	11,000.00	2018.02.12-2028.02.11	否
	19,000.00	2018.02.02-2028.02.02	否
	75,900.00	2018.12.20-2021.12.20	否
<b>合计</b>	<b>424,900.00</b>	-	-

资料来源：公司 2020 年一季度审计报告

## 七、评级结论

2019年，温州市和鹿城区经济持续发展，为公司发展提供了良好基础。公司已完工、在建项目规模较大，且完工在售的安置费项目剩余可销售面积较多，业务收入较有保障。此外，2019及2020年1-3月公司获得鹿城区财政局、鹿城区人民政府资本注入分别增加资本公积3.77亿元和53.13亿元，有力提升了公司的资本实力。

同时中证鹏元也关注到，公司资产以其他应收款、存货为主，公司资产整体流动性较弱。公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。公司有息债务规模较大，偿债压力有所上升。公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元上调本期债券信用等级为AA+，将公司主体长期信用等级上调为AA+，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	143,410.49	143,755.58	88,132.61	158,189.44
其他应收款	721,195.49	683,211.02	689,224.97	438,594.43
存货	2,329,127.10	1,798,475.67	1,563,994.21	1,283,919.55
资产总计	3,325,694.73	2,753,691.97	2,527,258.16	2,152,767.28
短期借款	5,000.00	5,000.00	5,000.00	18,112.29
其他应付款	879,538.74	875,551.85	745,904.52	421,796.63
一年内到期的非流动负债	67,524.00	60,451.00	63,286.00	35,000.00
长期借款	260,483.53	231,469.00	237,461.00	237,747.00
应付债券	23,896.10	23,840.72	47,709.46	95,522.78
负债合计	1,860,106.08	1,819,223.59	1,649,824.28	1,350,177.17
所有者权益	1,465,588.65	934,468.38	877,433.88	802,590.11
营业收入	274.42	104,328.59	79,144.41	25,474.29
营业利润	-177.04	-2,744.44	-8,530.54	-53,124.26
利润总额	-182.23	19,300.61	21,476.66	-53,125.70
经营活动产生的现金流量净额	-23,572.96	98,389.71	32,616.30	-273,694.43
投资活动产生的现金流量净额	-24.07	-27,689.45	-48,007.57	-12,762.27
筹资活动产生的现金流量净额	23,251.93	-15,077.29	-54,655.19	88,977.42
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	27.25%	-0.66%	-0.18%	-57.28%
收现比	11.05	1.14	1.42	5.12
产权比率	126.92%	194.68%	188.03%	168.23%
资产负债率	55.93%	66.06%	65.28%	62.72%
现金短期债务比	1.98	2.20	1.29	2.98
EBITDA（万元）	-	19,552.28	28,219.29	-31,357.93
EBITDA 利息保障倍数	-	0.98	0.76	-0.92
有息债务/EBITDA	-	24.82	16.75	-15.68

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年一季度审计报告，中证鹏元整理



## 附录二 截至2020年3月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式	主营业务
温州市南汇城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州鞋都投资开发有限公司	3,000.00	100.00	划转	市政建设
温州鹿城区七都综合建设开发有限责任公司	1,000.00	100.00	划转	市政建设
温州市鹿城区藤桥镇新农村建设投资有限公司	10,780.00	92.76	划转	市政建设
温州市鹿城区塘河改造与建设开发有限责任公司	500.00	100.00	划转	市政建设
温州市鹿城区双屿城中村改造建设有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市五马城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市松台城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市南郊城市投资有限公司	8,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区大南城市投资有限公司	3,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市广华城市投资有限公司	7,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城轻工产业园区建设投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市丰门城市建设有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市蒲鞋市城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区城市综合开发投资管理有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区城改建设有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市兴银建设投资有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市鹿城区杭银城中村改造有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市鹿城区山福镇美丽乡村建设投资有限公司	5,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司	1,000.00	100.00	划转	市政建设

资料来源：公司 2020 年一季度审计报告

### 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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ or $(\text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金})$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息负债}$

## 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。