



2015年丽水市城市建设发展有限公司公 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
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： 梁楷



2015年丽水市城市建设发展有限公司公司债券 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	2021-06-24	2020-06-03

评级观点

- 中证鹏元对丽水市文化旅游投资发展有限公司¹（以下简称“丽水文旅”或“公司”）及其 2015 年 8 月 13 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，公司业务持续性仍然较好，继续得到当地政府的较大支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金支出压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大的外部支持。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：15 丽水债/PR 丽水债

债券剩余规模：2.4 亿元

债券到期日期：2022-08-13

偿还方式：每年付息一次，存续期后 5 年
每年分别偿还本金的 20%

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	173.16	133.52	127.62
所有者权益	88.36	83.85	83.42
总债务	67.91	36.91	28.07
资产负债率	48.97%	37.20%	34.63%
现金短期债务比	0.27	0.85	0.81
营业收入	5.51	5.61	4.91
其他收益	2.30	2.36	2.21
利润总额	1.08	0.92	1.48
销售毛利率	-9.76%	-6.38%	-1.20%
EBITDA	1.98	2.41	2.18
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.48	1.48
经营活动现金流净额	-7.51	-7.36	3.33
收现比	0.61	0.71	0.83

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：杨培峰
yangpf@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

¹ 2020 年 7 月，公司名称由丽水市城市建设发展有限公司变更为丽水市文化旅游投资发展有限公司。



优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础。**丽水市作为“中国生态第一市”，生态旅游资源丰富，以旅游业为主导的第三产业发展良好，2020年丽水市产业结构进一步优化，经济保持稳定增长。
- **公司业务可持续性较好。**公司作为丽水市基础设施建设主体，主要从事城市基础设施建设业务，目前在建、拟建项目较多，投资额较大，业务持续性较好。
- **继续得到外部的较大支持。**2020年丽水市人民政府国有资产监督管理委员会等地方政府单位通过划拨资金、项目资本金转增股本、向公司注入股权等方式给予公司支持，增强了公司资本实力；当期公司收到营运资金专项补贴、购车补贴等政府补贴仍较多，一定程度提升了利润水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项和开发成本为主，应收款项回收时间不确定，对公司资金形成较大占用，开发成本难以短期集中变现，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**2020年公司收现比进一步下降，主营业务回款较慢，同时公司在建项目较多，尚需投资金额较大，公司面临较大的资金支出压力。
- **债务规模持续增长，面临较大的偿债压力。**2020年公司债务大幅增长，整体债务规模较大；当期现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均处于较低水平，面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额规模较大，占当期末所有者权益的比重较高，且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2015年8月13日发行7年期6亿元公司债券，募集资金原计划用于丽水南城小叶、桥亭区块低丘缓坡开发利用工程和丽水市低丘缓坡配套路网及管网工程项目。截至2021年6月16日，本期债券募集资金专项账户余额为4.38万元。

三、发行主体概况

根据丽水市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“丽水市国资委”）于2020年7月9日印发的《丽水市国资委关于同意整合重组市旅投公司和市城发公司进一步理顺管理体制的批复》（丽国资[2020]45号），公司名称由丽水市城市建设发展有限公司变更为丽水市文化旅游投资发展有限公司，同时经营范围等也发生变更，已于2020年11月2日完成工商变更。2020年7月29日，丽水市国资委将持有的公司10%的股权无偿划转至浙江省财务开发有限责任公司；2020年12月30日，丽水市国资委所持有的公司90%股权无偿划转至丽水市国有资本运营有限公司²。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为20,000.00万元，控股股东为丽水市国有资本运营有限公司，实际控制人仍为丽水市国资委。2021年3月，公司法定代表人由叶建平变更为何炯伟，并担任董事长；王荷、季泉泉、叶伟林新任董事，张立衡、陈晶晶新任监事；叶建平不再担任董事长，钟小松不再担任总经理，夏君娇不再担任董事，黄闻世不再担任监事。

2020年公司合并范围新增6家子公司，减少2家子公司，截至2020年末，公司合并范围内共10家子公司（明细见附录四）。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
丽水市瓯江景区开发有限公司	100.00%	旅游投资	股权划拨
丽水市电影有限公司	100.00%	广播、电视、电影制作	股权划拨
丽水银都文化服务有限公司	51.00%	文化交流活动	股权划拨

² 丽水市国有资本运营有限公司于2017年10月18日成立，由丽水市国资委100%控股。



丽水市大花园旅游建设发展有限公司 ³	100.00%	城市基础设施建设	股权划拨
丽水市旅投实业有限公司	100.00%	城市基础设施建设	股权划拨
丽水市智慧旅游发展有限公司	100.00%	旅游投资	股权划拨

2、2020 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
丽水市城乡公共交通有限公司	100.00%	城乡公共交通	注销
丽水绿谷信息实业有限公司	100.00%	信息产业投资、咨询；企业管理；物业管理等	转让

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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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%，自二季度实现转负为正以来，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，全年进出口总额创历史新高，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。2020 年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。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

³ 丽水市旅游投资发展有限公司于 2020 年 9 月更名为丽水市大花园旅游建设投资发展有限公司。



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，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。

2018 年下半年至 2019 年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善。2020 年疫情爆发以来，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

2018 年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，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。10 月，国办发[2018]101 号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，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。

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，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

丽水市经济受新冠疫情影响增速明显放缓, 但仍高于全国水平, 且产业结构持续优化; 旅游产业受疫情冲击较大, 预计后疫情时代丽水市丰富的旅游资源将支撑旅游业实现恢复性增长

丽水市隶属浙江省, 下辖9个县(市、区), 市域面积1.73万平方公里, 是浙江省陆地面积最大的地级市, 2020年末总户籍人口270.74万人。丽水市生态旅游资源丰富, 旅游业为支柱产业, 截至2020年末, 全市共有4A级及以上旅游景区24家, 其中5A级旅游景区1家。产业结构以第三产业为主, 2020年三次产业增加值结构为6.8: 36.0: 57.2。受新冠疫情影响, 丽水市2020年工业和制造业投资下滑明显, 旅游、餐饮等服务消费表现不佳, 拖累经济增长, 全年实现地区生产总值1,540.02亿元, 同比增长3.4%, 增速较上年明显减缓, 但仍好于全国平均水平。

丽水市工业基础相对薄弱, 2020年工业经济发展放缓, 产业结构有所优化。全年规模以上工业增加值同比增长4.5%, 高新技术产业、装备制造业和战略性新兴产业增加值分别同比增长5.5%、11.4%和7.4%, 占规上工业增加值的比重分别为40.3%、29.4%和17.3%, 延续产业转型升级态势。规模以上工业企业实现利润总额102.19亿元, 同比增长15.5%, 工业企业经营效益提升。

从经济增长的驱动因素来看, 固定资产投资仍是拉动经济增长的主要驱动力, 但增速明显放缓, 其中工业和制造业投资明显下滑, 房地产开发投资为主要增长支撑因素, 全年房地产开发投资273.29亿元, 同比增长26.8%, 商品房销售市场景气度较高, 销售面积和销售额分别同比增长18.2%和38.3%。消费受新冠疫情影响整体表现相对疲软, 全年社会消费品零售总额同比增速大幅下降, 其中城镇消费显著下滑, 乡村地区消费韧性较强, 网络零售增长强劲。对外贸易仍保持较快增长态势。

此外, 2020年受疫情影响, 丽水市旅游产业表现较差, 全年实现旅游总收入655.99亿元, 同比下降16.0%。随着疫情防控常态化及新冠疫苗接种率提升, 前期因疫情后置的旅游需求将逐步释放, 预计后疫情时代丽水市旅游产业将迎来恢复性增长。

表2 丽水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）	1,540.02	3.4%	1,476.61	8.3%
第一产业增加值	104.61	2.5%	100.04	2.8%
第二产业增加值	555.19	1.0%	571.34	8.6%
第三产业增加值	880.22	5.4%	805.23	8.7%
规模以上工业增加值	-	4.5%	-	11.9%
固定资产投资	-	6.7%	-	11.5%
社会消费品零售总额	735.11	-0.4%	748.10	9.6%
进出口总额	343.65	16.5%	294.93	19.4%
存款余额	3,549.78	16.8%	3,039.86	18.2%
贷款余额	2,773.68	23.4%	2,247.07	16.1%
人均 GDP（元）		56,882		66,936
人均 GDP/全国人均 GDP		78.52%		94.42%

注 1：“-”表示数据未公开。

注 2：2020 年人均 GDP 未公开披露，采用 2020 年地区 GDP 与年末户籍人口数计算。

资料来源：丽水市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年丽水市实现公共财政收入 143.86 亿元，同比增长 2.9%，实现政府性基金收入 368.24 亿元，同比增长 27.0%；同期丽水市公共财政支出为 527.10 亿元，同比增长 0.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 27.29%，财政自给水平很低。

五、经营与竞争

公司系丽水市重要的基础设施建设及国有资产经营管理主体，主要从事城市基础设施建设业务、公交营运业务和广告制作业务等，收入主要来源于城市基础设施建设，随着公司业务转型，未来公司作为丽水市文化旅游资源开发主体，也将从事文化旅游项目开发管理和建设业务。2020 年公司营业收入基本保持稳定，毛利率进一步下降，主要受公交营运业务亏损扩大所致。

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
城市基础设施建设	49,992.96	13.04%	49,273.64	13.04%
公交营运	2,365.98	-529.77%	3,821.54	-223.36%
广告制作	420.08	68.25%	543.32	82.63%
其他业务	2,323.61	15.11%	2,468.65	-77.85%
合计	55,102.63	-9.76%	56,107.16	-6.38%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建收入保持稳定，业务持续性较好，但也面临较大的资金压力

跟踪期内，公司代建业务模式未发生变化，具体如下：公司根据丽水市政府规划对指定基础设施项



目进行代建，并根据《丽水市城市基础设施建设工程协议书》（以下简称“《协议书》”）进行具体运作。根据《协议书》约定，公司承担丽水市城市基础设施建设工程任务，项目建设期内的建设资金由公司负责筹措，每年底丽水市人民政府对公司投入情况进行认定，项目竣工后由丽水市人民政府或政府相关部门根据实际投资情况进行回购，并按约定向公司支付回购价款，回购款包括项目建设总成本和公司的收益，公司项目建设收益为项目建设总成本的15%。

2020年公司城市基础设施代建业务确认收入的项目主要包括大猷街、囿山路三期、大众街延伸段、江滨路（中山街-丽青路-中东路）等，收入保持稳定，业务毛利率维持13.04%不变。

截至2020年末，公司主要在建基础设施项目包括丽水市水东综合客运枢纽（一期B地块综合开发）、市生态体育公园及地下停车场项目等，总投资规模较大，公司业务持续性较好，但在建项目尚需投资规模较大，也面临较大的资金支出压力。

表4 截至 2020 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
丽水市水东综合客运枢纽（一期 B 地块综合开发）	180,000.00	57,134.00
市生态体育公园及地下停车场项目	79,986.00	453.00
污水输送干管（中岸圩-腊口）	22,373.00	12,973.00
丽中莲城书院新建工程	21,166.00	1,315.00
（丽水之光）环南明湖夜游景观亮化工程	15,957.11	8,770.00
丽水档案馆二期工程	6,368.13	3,461.00
丽水白云国家森林公园公建项目（一期）	5,382.66	2.00
余庄前配套小区道路	4,520.00	4,408.00
莲都区万象消防站项目工程	4,200.00	598.00
雅溪公交首末站	680.00	223.00
合计	340,632.90	89,337.00

资料来源：公司提供

公司公交营运业务盈利能力仍不佳，广告制作业务、房屋租赁等其他业务规模仍较小，对公司整体盈利贡献有限

公司公交营运业务及广告制作业务主要由子公司丽水市公共交通有限公司负责运营。其中，公交营运业务持续亏损，主要系由公共交通票价由政府统一制定，具有一定公益性质。受新冠疫情影响，2020年公司公交营运业务亏损程度扩大。针对公交营运业务持续亏损，当期公司仍获得较多的公交客运补贴款和购车补贴。广告制作业务收入保持稳定，整体业务规模仍较小。房屋租赁业务收入主要来源于子公司丽水绿谷信息实业有限公司（以下简称“绿谷实业”）的绿谷信息产业园出租收入和自持的房产、商铺、地下室等出租收入，2020年租赁收入基本保持稳定，但绿谷实业公司股权已于 2020 年 5 月划转至丽水市数字经济发展有限公司，公司不再控股。



2020年公司业务转型发展，未来定位于丽水市文化旅游资源开发主体，业务发展更趋多元化

2020年公司合并丽水市大花园旅游建设发展有限公司、丽水市瓯江景区开发有限公司等旅游公司，公司名称和经营范围也发生变化。根据公司十四五战略规划，公司在原有基础设施建设产业基础上，整合市本级优质文旅资源，逐步将业务重点拓展至文化、旅游、教育、体育、医养等产业领域，主要包括文化基础设施整合、文创IP资源争取、瓯江沿线资源获取等。整体而言，随着公司名称及经营范围等变更，公司除负责丽水市部分城市基础设施项目建设外，将逐步开展丽水市文化旅游类项目的投融资与建设，未来定位于丽水市文化旅游资源开发主体，业务发展更趋多元化。

公司继续获得外部的较大支持

公司作为丽水市重要的城市基础设施建设主体，在资产注入和财政补贴方面仍可获得外部的较大支持。资产注入方面，2020年丽水市国资委等地方政府单位通过资金划拨、将项目资本金转增资本公积及向公司注入股权方式，增加公司资本公积合计14.45亿元，增强了公司资本实力。财政补贴方面，2020年公司共收到营运资金专项补贴、公交客运业务补贴款及购车补贴等财政补贴2.30亿元，一定程度提高了公司盈利水平。但中证鹏元关注到，公司资本公积减少10.66亿元，主要系地方政府收回前期注入的土地所致。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的中审众环会计师事务所（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，报告均采用新会计准则编制。2020年合并范围内新增6家子公司，减少2家子公司（详见表1）。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但主要为应收款项及工程施工成本，整体资产流动性仍较弱

随着政府资产注入及业务规模的扩大，2020年公司资产规模持续增长，结构上仍以流动资产为主。

流动资产方面，2020年末货币资金主要为银行存款，无使用受限情形。公司应收账款主要为应收丽水市财政局的代建应收工程结算款，其他应收款主要为应收国有企业和政府单位的往来款，账龄基本在1年以上，上述应收款项回收期限存在不确定性，对公司资金占用严重。存货主要为代建的基础设施工程建设成本，随着项目投入增加，2020年末存货增长较多，期末公司存货中无土地资产，主要系政府收回莲都区中区路与水东路交叉西南侧地地块等3块地块所致。

非流动资产方面，公司可供出售金额资产为对丽水市广通公路经营有限责任公司等企业的股权投资。

投资性房地产主要为房屋及建筑物，其中有2.13亿元因借款抵押而受限，2020年有所减少主要系绿谷实业转让所致。

整体来看，公司资产以应收款项和开发成本为主，应收款项主要应收对象为政府单位和国有企业，但回收时间不确定，对公司资金形成较大占用，开发成本难以短期集中变现，整体资产流动性仍较弱。

表5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	43,614.68	2.52%	61,704.79	4.62%
应收账款	193,832.17	11.19%	172,990.59	12.96%
其他应收款	533,778.46	30.83%	280,069.46	20.98%
存货	841,755.33	48.61%	621,865.54	46.57%
流动资产合计	1,647,967.56	95.17%	1,172,991.49	87.85%
可供出售金融资产	30,131.35	1.74%	36,357.15	2.72%
投资性房地产	33,244.11	1.92%	88,867.49	6.66%
非流动资产合计	83,672.73	4.83%	162,216.83	12.15%
资产总计	1,731,640.30	100.00%	1,335,208.32	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入保持稳定，但盈利能力仍较弱且主营业务回款表现欠佳，整体收入质量一般

2020年营业收入基本保持稳定，收入仍主要来源于城市基础设施代建业务。受公交营运业务持续亏损且亏损程度扩大影响，2020年公司销售毛利率进一步下降，整体盈利水平较低。当期公司收现比仍处于较低水平，主营业务回款表现欠佳，整体收入质量一般。但公司作为丽水市重要的基础设施建设主体，仍获得政府较大的支持，2020年公司确认购车补贴、运营亏损补贴及营运资金补贴等财政补贴较多，有效提升了公司整体利润水平。

表6 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	55,102.63	56,107.16
收现比	0.61	0.71
营业利润	10,651.25	9,005.31
其他收益	22,992.61	23,580.84
利润总额	10,831.11	9,203.69
销售毛利率	-9.76%	-6.38%

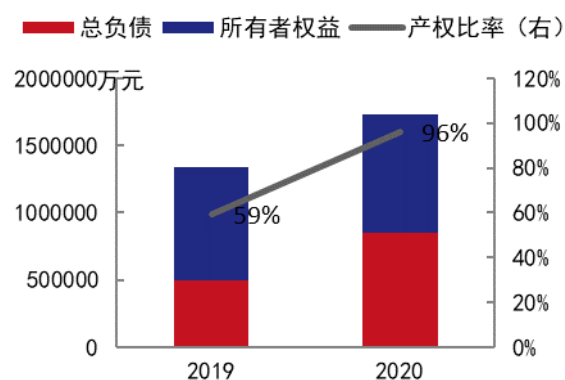
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务大幅增长，整体债务规模较大，偿债压力进一步上升

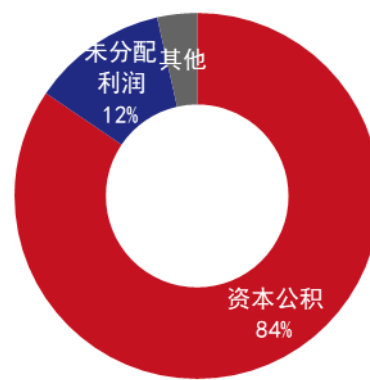
随着外部融资规模增长及合并范围增加，2020年公司总负债大幅增长，但得益于地方政府单位向公司划拨资金、项目资本金转增股本及注入股权，所有者权益亦有所增长。受上述两方面的综合影响，2020年公司产权比率大幅上升，处于较高水平，所有者权益对负债的覆盖程度较低。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债仍以非流动负债为主，受长期借款增加影响，非流动负债占比进一步上升。

流动负债方面，公司短期借款为保证借款、抵押借款和信用借款，借款人主要系公司本部，借款银行主要系地方城商行及股份制银行。公司其他应付款主要为应付政府单位和国有企业的往来款项。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和应付债券，2020年有所增长主要系融资期限调整所致。

非流动负债方面，2020年长期借款规模大幅上升，主要借款银行包括国家开发银行、中国农业银行及杭州银行等9家银行，借款利率在4.45%-5.23%不等。2020年公司新发行1只定向工具，应付债券规模有所上升，截至2020年末，公司已发行7只定向工具、1只理财融资工具和本期债券共9只债券，利率在3.90%-7.00%不等。公司长期应付款为专项应付款，2020年大幅增长主要系新增垟店岭收储地块平整和改造工程（一期）、（丽水之光）环南明湖夜游景观亮化工程等专项资金所致。

表7 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	33,000.00	3.89%	5,000.00	1.01%
其他应付款	48,967.61	5.77%	59,791.64	12.04%
一年内到期的非流动负债	127,910.00	15.08%	67,360.00	13.56%
流动负债合计	244,432.09	28.82%	157,622.20	31.74%
长期借款	311,314.00	36.71%	117,850.00	23.73%
应付债券	206,841.93	24.39%	178,898.27	36.02%

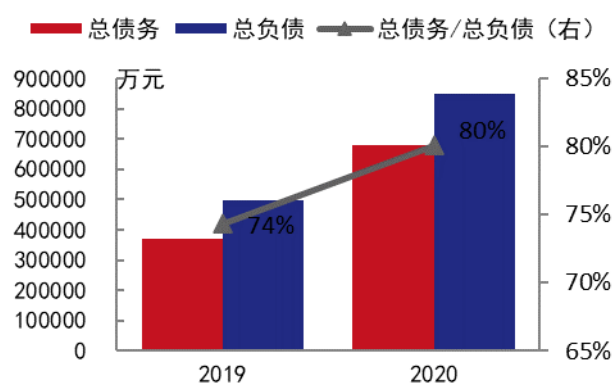
长期应付款	69,208.69	8.16%	30,140.94	6.07%
非流动负债合计	603,608.07	71.18%	339,055.24	68.26%
负债合计	848,040.15	100.00%	496,677.45	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

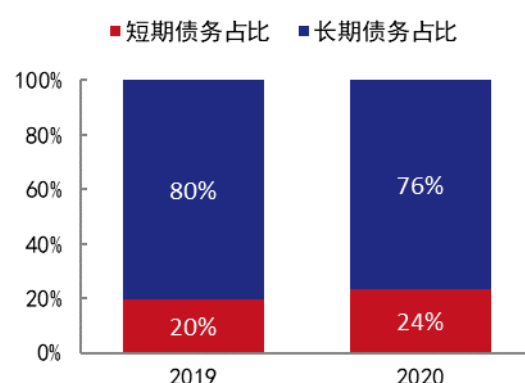
2020年末公司总债务大幅增长，占总负债的比重进一步上升，整体债务规模较大，面临较大的偿付压力。从债务结构来看，公司债务仍以长期债务为主，但短期债务占比上升，短期偿债压力亦有所增加。

图 3 公司债务占负债比重

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



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司总债务增长较快，资产负债率上升明显。受短期借款增加及融资期限结构调整影响，2020年公司现金短期债务比大幅下降，现金类资产对短期债务的保障较差。当期EBITDA利息保障倍数大幅下降，利润对利息的保障程度有所弱化。

表8 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	48.97%	37.20%
现金短期债务比	0.27	0.85
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.48

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2018年1月1日至报告查询日（2021年6月16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年末，公司对外担保金额较大，占期末所有者权益的7.92%，被担保方为国有企业，上述担保事项均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表9 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
丽水市交通投资发展有限公司	10,000.00	2021-5-20	否
丽水机场开发建设有限责任公司	4,000.00	2023-6-24	否
丽水机场开发建设有限责任公司	3,000.00	2023-11-27	否
丽水机场开发建设有限责任公司	3,000.00	2023-6-15	否
丽水市港航建设开发有限公司	50,000.00	2026-12-25	否
合计	70,000.00	-	-

资料来源：公司提供

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。



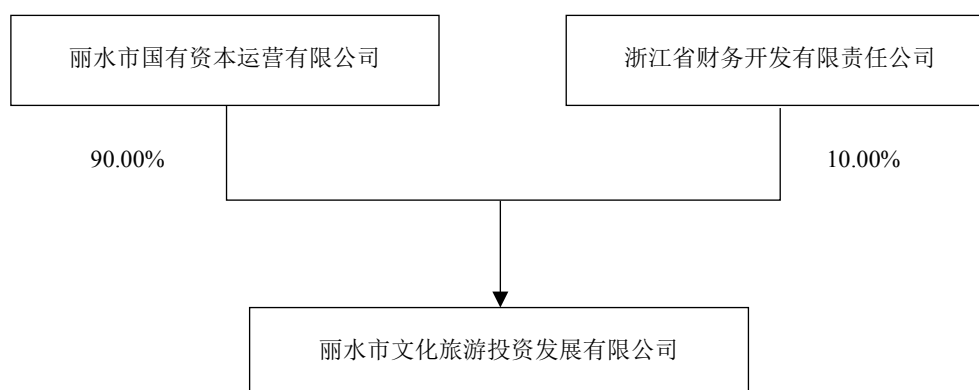
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	43,614.68	61,704.79	50,548.86
应收票据及应收账款	193,832.17	172,990.59	155,011.44
应收账款	193,832.17	172,990.59	155,011.44
其他应收款	533,778.46	280,069.46	233,366.32
存货	841,755.33	621,865.54	656,321.18
流动资产合计	1,647,967.56	1,172,991.49	1,128,781.57
非流动资产合计	83,672.73	162,216.83	147,396.71
资产总计	1,731,640.30	1,335,208.32	1,276,178.28
短期借款	33,000.00	5,000.00	0.00
一年内到期的非流动负债	127,910.00	67,360.00	62,650.00
流动负债合计	244,432.09	157,622.20	211,801.75
长期借款	311,314.00	117,850.00	142,210.00
应付债券	206,841.93	178,898.27	75,825.55
长期应付款	69,208.69	30,140.94	0.00
非流动负债合计	603,608.07	339,055.24	230,136.90
负债合计	848,040.15	496,677.45	441,938.65
总债务	679,065.93	369,108.27	280,685.55
所有者权益	883,600.14	838,530.87	834,239.63
营业收入	55,102.63	56,107.16	49,074.57
营业利润	10,651.25	9,005.31	14,670.35
其他收益	22,992.61	23,580.84	22,142.98
利润总额	10,831.11	9,203.69	14,791.84
经营活动产生的现金流量净额	-75,072.30	-73,576.25	33,288.18
投资活动产生的现金流量净额	19,167.93	-15,966.34	-15,912.78
筹资活动产生的现金流量净额	37,814.26	131,198.51	-40,050.72
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	-9.76%	-6.38%	-1.20%
收现比	0.61	0.71	0.83
资产负债率	48.97%	37.20%	34.63%
现金短期债务比	0.27	0.85	0.81
EBITDA（亿元）	1.98	2.41	2.18
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.48	1.48

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

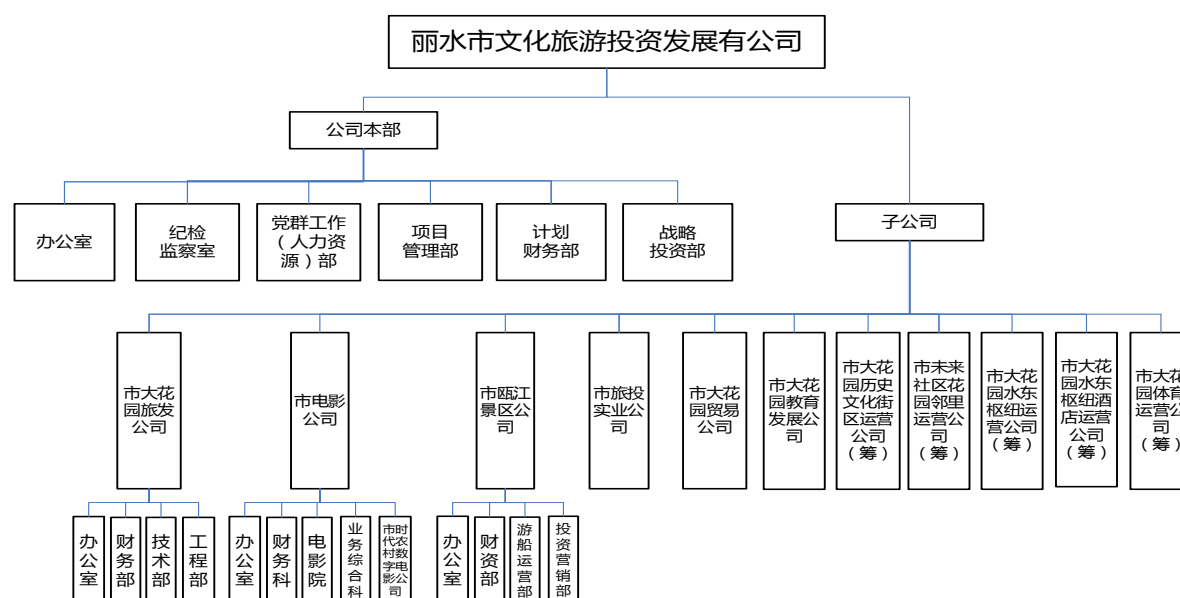


附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
丽水市交通建设开发有限公司	100.00%	交通建设、投资开发
丽水市广通公路经营有限责任公司	100.00%	城乡公共交通
丽水公共交通集团有限公司	100.00%	道路旅客运输
丽水市公交广告有限公司	100.00%	广告设计
丽水市瓯江景区开发有限公司	100.00%	旅游投资
丽水市电影有限公司	100.00%	广播、电视、电影制作
丽水银都文化服务有限公司	51.00%	文化交流活动
丽水市大花园旅游建设发展有限公司	100.00%	城市基础设施建设
丽水市旅投实业有限公司	100.00%	城市基础设施建设
丽水市智慧旅游发展有限公司	100.00%	旅游投资

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。