



2016年平阳县国资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



2016年平阳县国资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	2021-06-28	2020-06-28

评级观点

- 中证鹏元对平阳县国资发展有限公司（以下简称“平阳县国资”或“公司”）及其 2016 年 1 月 8 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，继续得到股东和当地政府的大力支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流持续净流出，面临较大的建设资金支出压力，总债务规模进一步攀升，偿债压力较大，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：16 平阳债/PR 平阳债

债券剩余规模：6.00 亿元

债券到期日期：2023-01-08

偿还方式：每年付息一次，自存续期的第 3 年至第 7 年末分别偿还债券发行总额的 20%

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月	2020	2019	2018
总资产	568.82	533.17	391.45	363.93
所有者权益	198.84	198.83	148.81	130.16
总债务	311.69	280.43	188.51	159.09
资产负债率	65.04%	62.71%	61.99%	64.23%
现金短期债务比	1.30	0.69	0.52	0.97
营业收入	3.68	13.58	16.72	9.00
其他收益	1.32	4.33	5.74	2.48
利润总额	-0.02	2.98	3.43	2.18
销售毛利率	-11.89%	9.92%	0.42%	20.71%
EBITDA	-	5.60	4.96	3.15
EBITDA 利息保障倍数	-	0.43	0.52	0.42
经营活动现金流净额	-15.90	-72.51	-32.82	-20.57
收现比	1.07	0.92	0.85	1.53

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

联系方式

项目负责人：龚程晨

gongchch@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞

guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



优势

- **平阳县工业经济发展势头较好，为公司发展提供良好外部基础。**2020 年平阳县经济稳步发展，地区工业经济发展势头较好，进出口总额实现较快增长，区域经济实力进一步增强。
- **安置房销售、土地开发业务可持续性较好。**公司是平阳县重要的土地开发利用、城市基础设施建设投融资主体，主要从事安置房建设、土地开发和基础设施建设等业务，其中安置房销售剩余可售房源较为充足，土地待开发面积较大，主营业务可持续性较好。
- **继续获得较大力度外部支持。**2020 年平阳县人民政府通过向公司及子公司注入财政资金并划拨采砂权、股权等资产，有效提升公司资本实力；同期公司获得的政府补助金额较大，对当期利润总额的贡献程度较大。

关注

- **资产整体流动性较弱。**2020 年公司资产规模继续增长，但应收款项对资金形成了较大的占用，存货主要为土地、代建和房地产开发成本，及时变现能力较弱，同时部分资产使用受限。
- **经营活动现金流持续净流出，面临较大的建设资金支出压力。**2020 年公司经营活动现金流持续净流出，且净流出额进一步加大。截至 2020 年末，公司在建和拟建基础设施建设项目数量较多且规模较大，未来需持续资金投入。
- **总债务规模进一步攀升，公司偿债压力较大。**公司融资规模持续扩大，2020 年新增借款超过上年末净资产的 60%，截至 2020 年末公司总债务规模较大且规模持续攀升，现金短期债务比有所下降且处于较低水平，面临较大的债务偿还压力。
- **面临较大或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额较大，被担保对象主要为地方建设平台以及国有企业，但均未提供反担保措施。

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2016年1月8日发行7年期15亿元公司债券，募集资金原计划全部用于平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目、平阳县昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目、平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目和平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目（以下合称“本期债券募投项目”）。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为10.31万元。

三、发行主体概况

2020年，公司名称、实收资本、控股股东和实际控制人未发生变化。截至2021年4月末，公司控股股东及实际控制人仍为平阳县财政局，注册资本和实收资本仍均为15.00亿元。公司主要从事安置房建设、土地开发、供水（含水表安装）、商品销售、工程施工、客运等业务，主营业务范围亦未发生变化。

2020年公司合并范围新增6家子公司，另有1家子公司不再纳入合并范围，截至2020年末公司合并范围内共有74家子公司，其中一级子公司6家，见附录三。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

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	注册资本	主营业务	纳入合并范围原因
平阳县勤奋机动车驾驶员培训有限公司	51.39%	0.02	机动车驾驶员培训	新设
平阳县长汽机动车驾驶员考试服务有限公司	100.00%	0.06	机动车驾驶人考试场地服务	新设
平阳县长汽旅游服务有限责任公司	100.00%	0.01	旅游业务	公司改制
平阳县民福老年服务有限公司	100.00%	0.01	养老服务	新设
平阳县雁晖景区管理服务有限责任公司	100.00%	0.05	游览景区管理	非同一控制下企业合并
平阳县兴粮资产经营有限公司	100.00%	0.01	国有资产管理服务	非同一控制下企业合并
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	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
平阳县顺溪新农村建设投资有限公司	62.62%	0.1	新农村及政府建设项目的投资及管理	划拨转出

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。

区域经济环境

2020 年平阳县经济稳步发展，工业经济发展势头较好，进出口总额实现较快增长

2020 年平阳县经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值 534.51 亿元，比上年增长 2.1%，增速有所放缓。其中，第一产业增加值 20.59 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 247.74 亿元，增长 3.4%；第三产业增加值 266.18 亿元，增长 1.0%；国民经济三次产业结构由上年的 3.6：44.8：51.5 调整为 3.9：46.3：49.8。按年末户籍总人口计算，2020 年全县人均地区生产总值为 60,533 元，为全国人均 GDP 的 83.55%。

工业方面，2020 年平阳县实现工业增加值 204.66 亿元，同比增长 4.1%。规模以上工业企业 504 家，实现规模以上工业增加值 81.19 亿元，比上年增长 5.0%。规模以上工业中，高新技术产业增加值 46.10 亿元，增长 6.5%，装备制造业增加值 30.30 亿元，增长 9.3%，战略性新兴产业增加值 19.44 亿元，增长 12.0%，新兴产业发展较快，工业经济发展势头较好。

2020 年平阳县投资进度稳步推进，全年固定资产投资同比增长 4.0%，其中，工业投资同比增长 15.0%；高新技术产业投资同比增长 27.3%；生态环保、城市更新和水利设施同比增长 10.4%；交通投资下降 12.4%。全年完成房地产开发投资比上年降低 4.9%，其中住宅投资同比下降 1.0%；商品房销售面积 173.67 万平方米，同比下降 23.3%。2020 年平阳县社会消费品零售总额 233.23 亿元，同比下降 2.4%。此外，2020 年平阳县进出口总额 96.79 亿元，增长 22.0%，其中出口总额 93.78 亿元，增长 23.7%，出口市场



继续成长。

表2 平阳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）	534.51	2.1%	510.29	8.9%
第一产业增加值	20.59	2.7%	18.61	3.4%
第二产业增加值	247.74	3.4%	228.84	7.5%
第三产业增加值	266.18	1.0%	262.84	10.3%
规模以上工业增加值	81.19	5.0%	78.84	8.5%
固定资产投资	-	4.0%	-	10.1%
社会消费品零售总额	233.23	-2.4%	239.01	10.2%
进出口总额	96.79	22.0%	79.35	18.4%
存款余额	797.84	20.4%	662.90	14.5%
贷款余额	790.14	19.9%	642.54	24.2%
人均 GDP（元）		60,533		63,528
人均 GDP/全国人均 GDP		83.55%		89.61%

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

2020 年平阳县实现一般公共预算收入 36.49 亿元，同比下降 4.0%，其中税收收入 29.45 亿元，同比下降 3.5%，占一般公共预算收入的比重为 80.7%；同期一般公共预算支出 91.75 亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 39.77%。

五、经营与竞争

公司作为平阳县重要的土地开发利用、城市基础设施建设投融资、国有资产运营主体，主要从事安置房建设、土地开发、供水（含水表安装）、商品销售、工程施工、客运等业务。2020 年，公司安置房销售收入较上年有所下降，但仍为公司主要收入来源，土地开发和水务板块收入亦有所下降，其他业务板收入包括租金、水表安装、停车费、广告收入和培训收入等，2020 年收入增长较快，对公司营业收入带来一定补充。整体来看公司 2020 年营业收入较上年有所回落。

毛利率方面，受政策影响安置房销售的利润空间有限，安置房销售业务仍处亏损状态，土地开发及工程施工业务获利能力有所下滑，但仍保持较好水平，水务及燃料销售业务获利能力显著提升，其他业务获利能力较好且相对稳定，公司整体获利能力较上年明显改善。

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
安置房销售板块	60,441.10	-4.98%	104,256.87	-11.94%
土地开发	17,941.50	21.16%	21,077.13	29.94%



水务板块	17,601.50	21.10%	19,317.46	9.35%
工程施工	9,548.13	19.05%	3,471.99	28.92%
交通运输	3,241.85	-208.88%	3,604.08	-73.88%
燃料销售板块	10,643.69	40.53%	7,624.25	27.10%
其他业务板块	16,369.92	58.69%	7,873.42	58.77%
合计	135,787.69	9.92%	167,225.20	0.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020 年公司安置房项目交付面积减少致收入有所下降，且仍处于亏损状态，但剩余可售房源较为充足，未来收入较有保障

安置房开发及销售业务主要由子公司平阳县城市建设投资有限公司（以下简称“平阳城投”）负责运营，建成后采用自行销售的模式。公司在售的项目主要包括本期债券募投项目、鳌江镇旧城改造五期、下桥小区、下垵小区、嘉禾花苑等安置房建设项目，剩余可售房源较为充足，截至 2020 年末，公司已完工安置房账面价值为 63.24 亿元。2020 年受疫情影响交付面积减少致当期安置房销售收入下降至 6.04 亿元，业务毛利率持续为负，主要系当年竣工并交付使用的安置房项目中市场化销售及商业设施部分尚未完成销售，无法覆盖其成本所致。

截至 2020 年末，公司主要的在建安置房项目为平阳县昆阳镇城东新区 28 地块安置房建设项目等 3 个项目，主要在建项目计划总投资 18.56 亿元，扣除投资已超预算项目，其余项目未来尚需投资 3.68 亿元。整体来看，公司已完工安置房项目较多，未来收入较有保障，但受政策影响安置房销售的利润空间有限。

表4 截至 2020 年末公司在建安置房工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
平阳县昆阳镇城东新区 28 地块安置房建设项目	8.74	7.04
平阳县昆阳镇城东新区 B43 地块安置房建设项目	6.18	4.20
平阳县金星小区三期（二号地块）农房集聚工程	3.64	3.79
合计	18.56	15.03

注：随着项目实际建设推进，部分项目累计总投资额已超过预计总投资额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地开发收入与毛利率均较上年有所下滑，滨海新区和城东新区待开发的土地面积较大，公司有望持续获得土地开发业务

公司土地开发业务主要由下属子公司平阳县滩涂围垦开发建设有限公司（以下简称“平阳滩涂围垦”）和平阳城投负责经营。平阳滩涂围垦根据浙江省海洋与渔业局的总体规划，主要负责平阳县滨海新区的土地围垦开发工作。平阳城投根据当地政府的开发规划，主要负责对平阳县城东新区规划出让的土地进行整理（包括征地、拆迁、安置、补偿、场地平整及适当的城市配套设施），以达到净地的出让标准。土地开发完毕后，通过“招、拍、挂”程序进行出让（滨海新区开发完毕的土地由平阳县海洋与渔业局和平阳县国土资源局联合出让，城东新区开发土地由平阳县国土资源局出让），在扣除必要规化

费、市政配套费及相关税收后按一定比例给予返还，公司根据当年度收到的土地出让金按成本加成比例确认土地开发收入。

2020年出让的地块为B-62-2地块，公司实现土地开发业务收入1.79亿元，由于出让地块的价格和成本不同，每年土地开发业务的毛利率存在一定波动，2020年公司土地开发业务毛利率较上年有所下降，但毛利率水平仍保持较高水平，获利能力仍较好。截至2020年末，公司主要在整理的土地项目9个，总面积394.81万平方米，预计总投资33.04亿元，累计已投资22.38亿元，尚需投入资金10.66亿元。

表5 2019-2020 年公司土地开发业务经营情况（单位：亩、万元/亩）

项目	2020	2019
出让面积	49.28	104.74
出让单价	555.38	566.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，滨海新区围垦规划为12,500亩，城东新区规划开发面积为9.25平方公里，待开发土地面积较大，公司有望持续获得土地开发业务。但考虑到土地开发业务受当地出让规划及政策性影响较大，未来仍需关注公司土地开发业务收入及毛利率状况。

近年公司基础设施建设业务未实现收入，在建和拟建项目数量较多且规模较大，面临较大建设资金支出压力

公司基础设施建设业务由公司本部及下属子公司平阳县交通投资集团有限公司（以下简称“平阳交投”）负责运营，建设内容主要包括市政工程、道路桥梁等。公司承接的大部分基础设施项目与政府签订了相关协议，约定由公司负责项目资金筹措和项目建设，待项目工程竣工决算后，由政府按照经审计确认的竣工决算金额拨付建设款或者加成一定比例进行结算；少部分项目建成后由公司自主运营，近年来公司未确认该项收入。2020 年末已完工和在建的代建项目账面成本合计 193.40 亿元，但近年政府未对完工项目进行结算，公司未实现相关收入，未来收益和资金回收方式存在不确定性。自建项目中，平阳县停车场建设项目收入主要来源于车位和配套商业用房销售、停车费，实现的停车费收入计入其他收入。

截至2020年末，公司主要在建基础设施项目包括瑞安仙降至平阳萧江段改建工程、榆垟至鳌江段公路工程、平阳文化中心项目、万鳌公路工程、昆宋公路工程和万锦公路工程等，计划总投资104.17亿元，未来预计尚需投资13.42亿元；截至2020年末，公司主要拟建基础设施项目共2项，分别为平阳县麻步小微园和平阳县城东新区智慧城市项目，预计需投资32.28亿元，公司在建和拟建基础设施项目数量较多，尚需持续投入资金，面临较大建设资金压力。

表6 截至 2020 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目类型	项目	预计总投资	累计已投资
在建	104 国道西过境瑞安仙降至平阳萧江段改建工程	21.67	19.17
	228 国道榆垟至鳌江段公路工程	12.48	9.68



	文化中心建设项目三期工程	10.87	8.88
	顺溪水利工程	10.69	10.69
	万全至鳌江公路工程	9.28	9.21
	鳌江基础设置建设	8.4	8.4
	昆阳至宋埠公路工程	6.9	4.32
	万全至瑞安锦湖道路	5.81	3.78
	昆鳌快速通道	5.66	5.66
	水头镇中元村至凤卧镇垟头村方虹通道农村道路改造提升工程	3.76	2.94
	农污治理工程	2.72	2.72
	鳌江干流水头段防洪工程	2.13	2.13
	闹村乡上南至贡后村农村道路改造提升工程	1.97	1.55
	水头镇蒲潭垟村至蒲玲村农村道路改造提升工程	1.55	1.34
	平阳县怀溪镇垟边村至石城村农村道路改造提升工程	0.28	0.28
	小计	104.17	90.75
拟建	平阳县城东新区智慧城市项目	30.48	-
	平阳县麻步小微园	1.80	-
	小计	32.28	-
	合计	136.45	90.75

注：公司部分基础设施建设项目已竣工，因项目尚未办理结算，仍列示上表中。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供水业务获利能力有所改善，为公司收入提供有益补充

公司供水业务主要由下属子公司平阳县公用事业投资有限公司（以下简称“平阳公投”）负责运营，平阳公投是平阳县境内的供水单位，向鳌江镇、昆阳镇、麻步镇、水头镇、肖江镇、万全镇及海西镇等区域供应生活用水和工业用水。截至 2020 年末，公司供水业务服务人口达 79.50 万人，日供水量 22.00 万吨，管网长度达 851.00 公里。2020 年公司供水总量较上年有所增加，但受疫情影响，业务收入小幅下降，但仍对公司收入提供有益补充；毛利率方面，受益于开展农饮工程，立户费有所增加，致毛利率上升显著，业务获利能力有所改善。

表7 2019-2020 年公司供水业务经营情况

项目	2020 年	2019 年
服务人口（万人）	79.50	76.50
日供水量（万吨）	22.00	21.20
供水总量（万吨）	7,804.00	7,280.00
售水总量（万吨）	5,099.00	4,657.00
管网长度（公里）	851.00	800.10
水质综合合格率（%）	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除供水业务外，平阳公投还负责新增供水用户的水表安装业务和平阳县区域内的供水工程安装业务。



2016年开始，平阳公投对下属子公司业务进行调整，将水表安装业务和供水工程安装业务进行整合，统一由平阳县通泉市政安装工程有限公司（以下简称“平阳通泉”，系平阳公投子公司）负责经营，供水工程安装业务属于外部招标业务。平阳通泉对相关业务的收入统计口径进行调整，部分水表安装费收入计入工程施工收入。

受高铁通车的影响，公司客运收入持续下滑，亏损幅度扩大；受益于石料销售情况较好且价格上涨，燃料销售收入和毛利率提升，公司其他业务收入种类较多，丰富公司收入及利润来源

公司运输业务主要由下属子公司温州长安集团有限公司（以下简称“长安集团”）负责经营，业务范围包括平阳县内公交线路（包括公交车及出租车）、长途客运及货运等，收入来源主要来自车票销售收入，以及对出租车收取管理费等。近年来，随着鳌江站高铁线路通车，全县内客流量逐步减少，部分线路暂停运营，加之受疫情影响出行减少，导致长安集团客运收入逐年减少，2020年运输收入进一步下滑至 0.32 亿元；同时，由于车辆购置成本折旧、燃油费以及人工费用等运营成本仍然较高，营业成本未相应下降，亏损幅度进一步扩大。

公司商品销售业务收入主要包括油气销售收入和石料销售收入。油气销售收入主要来自长安集团经营的加油站，每年销售规模较为稳定；石料销售收入则来自平阳县交通投资集团矿业有限公司（以下简称“矿业公司”，系平阳交投子公司）。2020年受益于石料销售情况较好且价格上涨，公司燃料销售板块收入进一步增长至 1.06 亿元，业务毛利率持续上升，业务获利能力较好。

此外，公司其他业务板收入包括租金、水表安装、停车费、广告收入和培训收入等，2020年收入增长较快，丰富公司收入及利润来源。

2020 年公司继续获得较大力度的外部支持

2020年平阳县人民政府向公司及子公司注入财政资金并划拨采砂权、固定资产及股权，使公司资本公积合计增加 41.50 亿元，通过股权或资产划出合计减少资本公积 0.98 亿元，当年公司资本公积净增加 40.52 亿元。2020 年公司及子公司获得平阳县财政局给予的多项政府补助，合计金额 4.33 亿元，2020 年公司获得的外部支持力度仍较大。

表8 2020 年公司主要资产及股权注入情况（单位：亿元）

变动方向	资产类别	文件名称	增加资本公积
增加	平阳县政府将平阳县管辖范围内 15 条主要干支流有关江道、行洪滩地的砂石资源开采权无偿授予平阳县水利发展投资有限公司	平政发【2020】254 号	15.82
	平阳县政府将乡镇供水管网无偿调拨给平阳县公用事业投资有限公司、将污水管网无偿调拨给平阳县排水有限公司	平政发【2020】239 号	14.49
	平阳县财政局拨付财政资金	-	8.32
	平阳县财政局无偿划入广告经营权	-	1.24
	平阳县财政局对子公司增长，公司按照享有的份额增加资本公积	-	1.20
	将平阳县育强标准厂房投资管理有限公司固定资产专项基建拨款转为资本公积	平财建【2020】687 号	0.23



	无偿划转萧江镇桔坡山公园至平阳县创新小微园投资有限公司	-	0.19
	合计	-	41.50
减少	无偿划出阳县城市建设投资有限公司持有的平阳县顺溪新农村建设投资有限公司 62.62%股权	平国资产【2020】99 号	-0.08
	无偿划出平阳县古月生态旅游开发服务有限公司 40.00%股权	平国资产【2019】69 号	-0.01
	无偿划出中共省一大陈列馆提升工程项目、南雁游客服务中心项目、腾蛟数字体验馆项目至平阳县文化旅游投资集团有限公司	平国资产【2019】69 号	-0.84
	平阳县万全镇人民政府无偿收回平阳县水利发展投资有限公司万全镇二号土地	万政函【2019】230 号	-0.04
	合计	-	-0.98

注：“-”号表示资本公积减少。

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年新纳入合并范围子公司共6家，不再纳入合并范围子公司1家，详情见表1，年末合并范围内共有74家子公司，其中一级子公司6家，详见附录四。

资产结构与质量

2020年公司资产规模继续增长，但应收款项对资金形成了较大的占用，存货主要为土地、代建和房地产开发成本，且部分资产受限，整体资产流动性较弱

受融资规模扩大和政府注资影响，2020年公司资产规模快速增长，仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金规模较上年增长较快，其中受限资金5.09亿元，受限比例为12.65%，主要为存单质押和保证金等。其他应收款主要为与政府及下属关联单位的往来款，2020年末与平阳县鳌江镇财政局、平阳县新鳌城市建设有限公司、平阳县财政局、平阳县昆阳镇财政局及平阳县东部交通路网工程建设指挥部等单位的往来款合计31.24亿元，合计占其他应收款比为61.09%，账龄大部分在2年内，回收时间不确定性较大，存在一定的资金占用情况。

公司存货主要由工程代建项目、开发成本、开发产品及开发土地等构成，是公司最主要资产。其中，工程代建项目主要系各在建项目的建设成本，2020年末规模为193.40亿元，较上年增长34.60%，主要因项目投入持续增加；开发成本主要系尚未完工的安置房项目和征地拆迁等工程成本，2020年末规模为73.24亿元；开发产品主要为开发完成的安置房项目，由于部分项目完工，开发成本转为开发产品，导致开发产品增长至63.24亿元。开发土地为土地使用权，以出让性质的住宅、商业用地为主，2020年末



账面价值为 8.74 亿元。

公司可供出售金融资产¹主要为对浙江温州沈海高速公路有限公司、温州电力投资有限公司及温州绕城高速公路西南线有限公司等单位投资而持有的股权，2020 年增幅较大主要系当期新增对平阳正威企业管理合伙企业（有限合伙）的 5.00 亿元投资所致。2020 年末公司固定资产较上年增加 15.44 亿元，主要系公司新增 10.47 亿元的供水管网和 4.02 亿元的污水管网。公司在建工程主要为水务设施、标准厂房及客运中心等自用设施，未来将通过运营产生收益及平衡建设成本。公司无形资产主要包括土地使用权、软件使用权、车辆路线使用权和采矿权，2020 年政府注入 15.82 亿元河道砂石开采权，无形资产账面价值增幅较大。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	55.25	9.71%	40.24	7.55%	23.50	6.00%
其他应收款	54.58	9.59%	50.71	9.51%	41.70	10.65%
存货	353.87	62.21%	339.27	63.63%	270.08	68.99%
流动资产合计	493.83	86.82%	437.40	82.04%	340.28	86.93%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	21.74	4.08%	14.93	3.81%
固定资产	22.08	3.88%	22.32	4.19%	6.88	1.76%
在建工程	11.59	2.04%	10.75	2.02%	7.83	2.00%
无形资产	27.27	4.79%	27.35	5.13%	9.60	2.45%
非流动资产合计	74.99	13.18%	95.77	17.96%	51.18	13.07%
资产总计	568.82	100.00%	533.17	100.00%	391.45	100.00%

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

受限资产方面，2020 年末公司受限资产规模为 68.72 亿元，受限比例为 12.89%，其中货币资金 5.09 亿元、存货 60.87 亿元、无形资产 2.76 亿元。整体来看，2020 年公司资产规模继续增长，但应收款项对资金形成了较大的占用，存货主要为土地、代建和房地产开发成本，及时变现能力较弱，且部分资产受限，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2020 年公司营业收入较上年有所下降，但业务获利能力有所改善，公司盈利对政府补助依赖程度较高

¹ 2021 年 3 月末，公司可供出售金融资产科目余额转入交易性金融资产，同期交易性金融资产账面余额为 21.84 亿元。



公司作为平阳县重要的土地开发利用、城市基础设施建设投融资、国有资产运营主体，主要从事安置房建设、土地开发、供水（含水表安装）、商品销售、工程施工、客运等业务。2020年，公司安置房销售收入较上年有所下降，但仍为公司主要收入来源，土地开发和水务板块收入亦有所下降，其他业务板收入包括租金、水表安装、停车费、广告收入和培训收入等，2020年收入增长较快，对公司营业收入带来一定补充。整体来看，公司2020年营业收入较上年小幅下降。毛利率方面，受政策影响安置房销售的利润空间有限，安置房销售业务仍处亏损状态，土地开发及工程施工业务获利能力有所下滑，但仍保持较好水平，水务及燃料销售业务获利能力显著提升，其他业务获利能力较好且相对稳定，公司整体获利能力较上年明显改善。2020年政府继续给与公司较大力度支持，同期政府补助占利润总额的比重为145.30%，公司盈利对政府补助依赖程度较高。

公司经营回款情况一般，2020年公司经营活动现金流持续为负，且净流出规模扩大，随着公司在建项目的持续推进，公司面临较大的资金压力。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

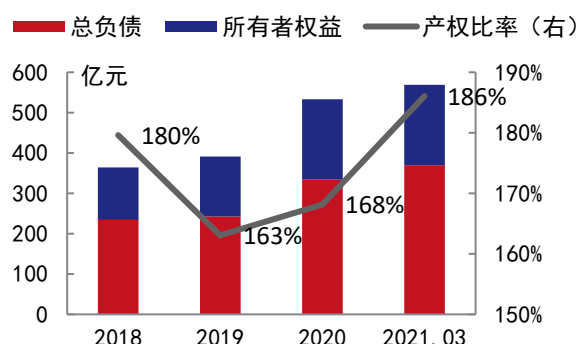
指标名称	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	3.68	13.58	16.72
收现比	1.07	0.92	0.85
营业利润	0.02	3.10	3.47
其他收益	1.32	4.33	5.74
利润总额	-0.02	2.98	3.43
销售毛利率	-11.89%	9.92%	0.42%

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

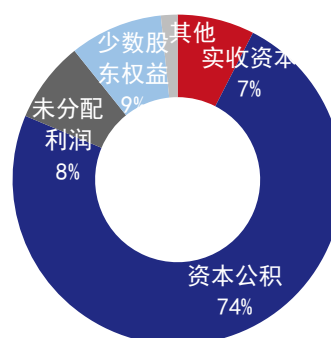
资本结构与偿债能力

公司总债务绝对值较大且规模持续攀升，短期偿债压力较大

受益于股东支持及公司自身利润累积，2020年公司所有者权益规模上涨较快，受公司近年融资规模扩大影响，公司总负债规模亦增加较快且增速快于所有者权益上涨，致2020年公司产权比率小幅上升，公司产权比率继续维持较高水平，所有者权益对负债保障程度较弱。

图1 公司资本结构


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

图2 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年公司负债仍以非流动负债为主。公司短期借款主要用于补充流动资金，以保证借款为主。公司预收款项主要为预收房款，其他应付款主要为与当地国企及政府单位的往来款，账款期限多在两年之内。2020年公司一年内到期的非流动负债有所增加，主要为一年内到期的长期借款24.88亿元、应付债券14.63亿元、长期应付款3.87亿元及其他款项1.48亿元，公司短期偿债压力加大。

2020年公司融资规模持续扩张，保证借款较上年大幅增加，长期借款规模快速上升。2020年公司新发行20平阳国资PPN、20平阳债和20平城01²，期末应付债券规模增长显著，2021年公司新发行债券21平阳国资PPN001及21平阳01³，公司债券偿还期限主要分布在2022-2027年，近年来公司发债次数较多，债务压力不断增大。公司长期应付款包括应付非银金融机构借款52.19亿元和专项应付款11.78亿元，专项应付款主要为项目拨款形成，2020年公司长期应付款增长较快，主要是公司新增多笔融资租赁借款所致。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.75	3.45%	13.15	3.93%	7.88	3.25%
预收款项	12.24	3.31%	11.98	3.58%	12.90	5.32%
其他应付款	24.18	6.54%	22.22	6.64%	24.47	10.08%

² 20 平阳国资 PPN01 发行于 2020 年 1 月 3 日，发行金额 6.00 亿元，债券期限为 3 年；

20 平阳 01 和 20 平阳 02 分别发行于 2020 年 6 月 17 日和 2020 年 11 月 11 日，发行金额共计 20.00 亿元，债券期限为 3 年；

20 平城 01 发行于 2020 年 9 月 18 日，发行金额 12.00 亿元，债券期限为 3 年。

³ 21 平阳国资 PPN001 发行于 2021 年 3 月 26 日，发行金额 5.00 亿元，债券期限为 5 年；

21 平阳 01 发行于 2021 年 6 月 16 日，发行金额 10.00 亿元，债券期限为 5 年。

一年内到期的非流动负债	46.39	12.54%	44.85	13.41%	37.36	15.40%
流动负债合计	100.40	27.14%	98.51	29.46%	88.84	36.61%
长期借款	128.23	34.66%	115.18	34.45%	82.64	34.06%
应付债券	64.77	17.51%	54.82	16.40%	20.69	8.53%
长期应付款	74.53	20.14%	63.97	19.13%	49.85	20.54%
非流动负债合计	269.58	72.86%	235.84	70.54%	153.81	63.39%
负债合计	369.98	100.00%	334.35	100.00%	242.65	100.00%

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

2020年，受公司长期借款及应付债券规模增加较多影响，公司总债务规模进一步攀升，总债务占总负债的比重持续上涨，且处于较高水平。公司整体债务结构虽长期债务为主，但因公司债务规模绝对值较大，公司仍面临较大的短期偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

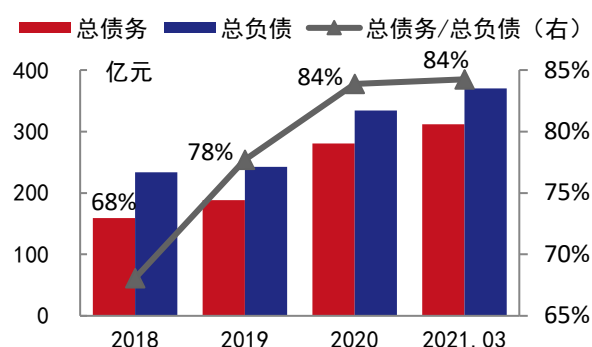
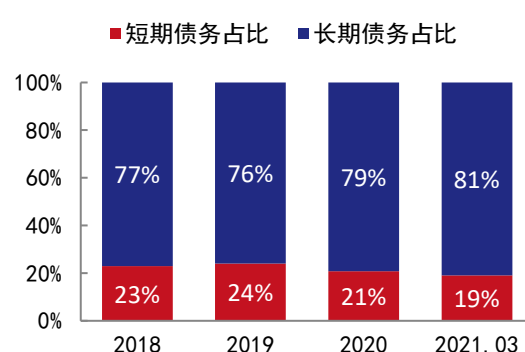


图 4 公司长短期债务结构



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

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

偿债指标方面，2020年公司资产负债率小幅增长，仍维持在偏高水平。2020年末公司现金短期债务比仍处于较低水平，现金类资产对短期债务保障程度较弱。受当期利润总额下降影响，2020年公司 EBITDA 利息保障倍数持续下降，公司盈利对利息的保障程度仍较弱。整体来看，公司融资渠道较多，融资规模较大，2020年新增借款超过上年末净资产的60%，致总债务规模持续攀升，且面临较大的短期偿债压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	65.04%	62.71%	61.99%
现金短期债务比	1.30	0.69	0.52
EBITDA 利息保障倍数	-	0.43	0.52

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

七、其他事项分析



过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月11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，公司对外担保余额为57.98亿元，占期末净资产的比重为29.16%。公司对外担保对象均为地方建设平台以及国有企业，但对外担保规模较大，且无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表13 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
平阳县安居城镇建设有限公司	14,500.00	2021/12/26	否
	9,600.00	2034/4/17	否
平阳县横阳市政园林建设有限公司	98,000.00	2030/5/25	否
	18,000.00	2021/12/20	否
	15,000.00	2024/1/21	否
	8,000.00	2030/5/25	否
	7,000.00	2024/8/5	否
	32,360.00	2021/7/11	否
	10,000.00	2028/3/22	否
浙江萌宠岛投资有限公司	7,000.00	2028/3/22	否
	6,000.00	2028/3/22	否
	4,000.00	2028/3/22	否
	2,000.00	2028/3/22	否
	2,000.00	2028/3/22	否
	1,000.00	2028/3/22	否
	1,000.00	2028/3/22	否
平阳县新鳌城市建设有限公司	66,307.19	2030/1/17	否
	58,500.00	2022/1/25	否
	47,900.00	2021/11/30	否
	40,000.00	2027/10/9	否
	17,048.00	2034/8/30	否
平阳县文化旅游投资集团有限公司	114,600.00	2039/2/18	否
合计	579,815.19	-	-

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

八、结论

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

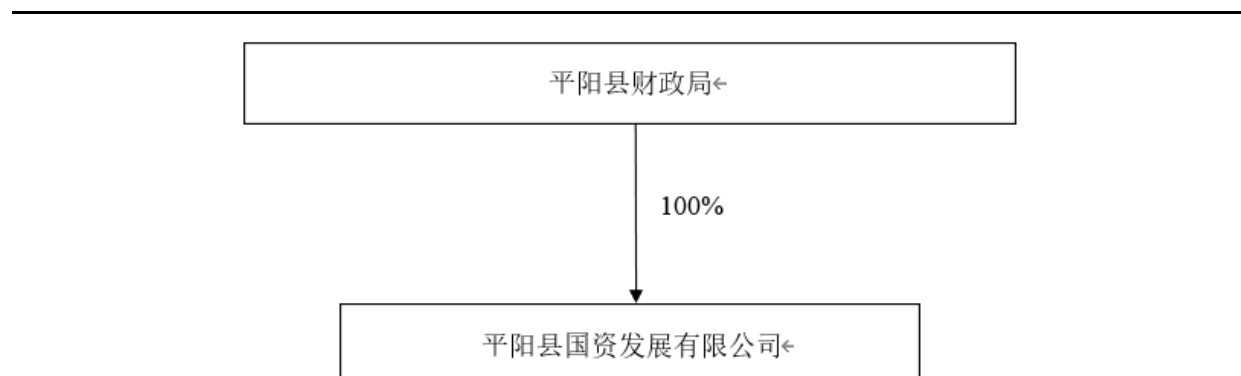


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	55.25	40.24	23.50	35.46
存货	353.87	339.27	270.08	237.93
流动资产合计	493.83	437.40	340.28	320.70
非流动资产合计	74.99	95.77	51.18	43.22
资产总计	568.82	533.17	391.45	363.93
短期借款	12.75	13.15	7.88	7.81
一年内到期的非流动负债	46.39	44.85	37.36	22.90
流动负债合计	100.40	98.51	88.84	94.57
长期借款	128.23	115.18	82.64	73.08
应付债券	64.77	54.82	20.69	20.47
长期应付款	74.53	63.97	49.85	45.38
非流动负债合计	269.58	235.84	153.81	139.20
负债合计	369.98	334.35	242.65	233.77
总债务	311.69	280.43	188.51	159.09
所有者权益	198.84	198.83	148.81	130.16
营业收入	3.68	13.58	16.72	9.00
营业利润	0.02	3.10	3.47	2.20
其他收益	1.32	4.33	5.74	2.48
利润总额	-0.02	2.98	3.43	2.18
经营活动产生的现金流量净额	-15.90	-72.51	-32.82	-20.57
投资活动产生的现金流量净额	-0.99	-13.14	-4.88	-4.05
筹资活动产生的现金流量净额	31.91	102.69	28.88	25.29
财务指标	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	-11.89%	9.92%	0.42%	20.71%
收现比	1.07	0.92	0.85	1.53
资产负债率	65.04%	62.71%	61.99%	64.23%
现金短期债务比	1.30	0.69	0.52	0.97
EBITDA（亿元）	-	5.60	4.96	3.15
EBITDA 利息保障倍数	-	0.43	0.52	0.42

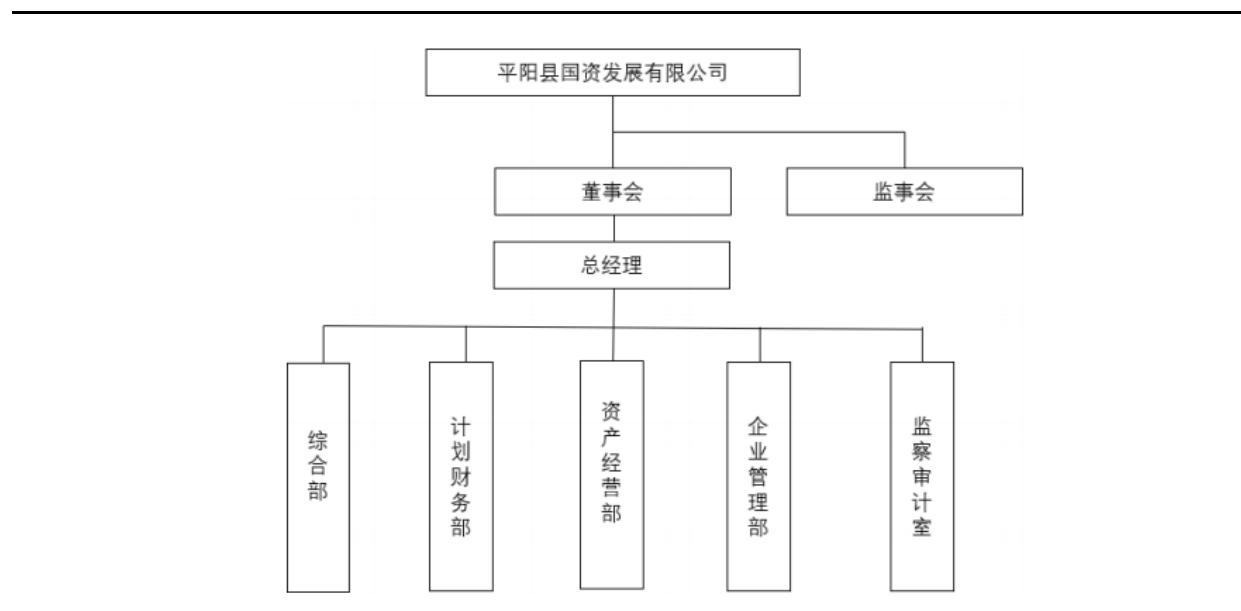
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
平阳县城市建设投资有限公司	4.50	73.33%	城市基础设施的投资、建设；房地产开发等
平阳县交通投资集团有限公司	2.64	37.87%	交通基础设施投资、房地产开发与经营
平阳县公用事业投资有限公司	1.10	100.00%	污水收集与处理的投资
平阳县国有资产投资经营有限公司	0.58	11.00%	国有资产经营
温州长安集团有限公司	0.50	100.00%	交通运输业
平阳县温投航创科技有限公司	0.10	100.00%	无人驾驶汽车、无人智能飞行器、智能电机、多媒体科技领域内的技术研发、技术服务、技术咨询、技术转让、产业推广

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。