



2014年温州市鹿城城市发展有限公司公 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
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





2014年温州市鹿城城市发展有限公司¹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	2021-6-29	2020-7-9

评级观点

- 中证鹏元对温州市鹿城区城市发展集团有限公司（以下简称“鹿城城发”或“公司”）及其 2014 年 11 月公开发行公司债券（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：区域经济保持发展，为公司发展提供良好的外部环境，公司在建项目充足，未来业务收入较有保障，得到了较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，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：PR 鹿城债/14 鹿城债

债券剩余规模：2.4 亿元

债券到期日期：2021 年 11 月 3 日

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

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
hanf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

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	348.75	275.37	252.73
所有者权益	152.45	93.45	87.74
总债务	78.01	48.54	47.28
资产负债率	56.29%	66.06%	65.28%
现金短期债务比	0.68	2.20	1.29
营业收入	12.51	10.43	7.91
其他收益	1.93	0.00	0.00
利润总额	1.93	1.93	2.15
销售毛利率	2.61%	-0.66%	-0.18%
EBITDA	1.95	1.96	2.82
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.67	0.76
经营活动现金流净额	-35.30	9.84	3.26
收现比	1.57	1.14	1.42

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2020 年公司名称更为温州市鹿城区城市发展集团有限公司。

优势

- **2020年区域经济保持发展，为公司发展提供良好外部环境。**鹿城区为温州市核心城区，2020年鹿城区实现地区生产总值1,172.32亿元，同比增长3.1%，区域经济保持增长。
- **公司业务持续性较强。**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，截至2020年末公司在建、已完工项目较为充足，未来业务收入较有保障。
- **公司获得外部支持较大。**2020年鹿城区政府继续通过拨入资金、无偿划入资产及财政补贴等方式给予公司较大支持，公司资本实力及利润规模得到提升。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由存货和其他应收款构成，2020年末合计占资产总额的78.13%，其他应收款回收时间存在一定不确定性，对资金形成较大占用；公司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，收入确认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。
- **公司面临较大的资金压力。**2020年公司经营活动现金呈大额净流出状态，且2020年底主要在建项目尚需投资规模较大。
- **公司面临较大的偿债压力。**2020年底公司总债务规模同比增幅大，现金短期债务比低，EBITDA对利息的保障程度较低。
- **公司存在一定或有负债风险。**2020年末公司对外担保金额53.62亿元，占2020年末净资产的比重为35.17%，担保对象为当地国有企业，未设置反担保措施。

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2014年11月发行7年期12亿元公司债券，募集资金全部用于温州市汇昌河葡萄居住区建设项目。截至2021年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为8.22万元。

三、发行主体概况

2020年8月，公司名称由“温州市鹿城城市发展有限公司”变更为现名。2020年11月，为进一步优化鹿城区国有经济布局结构、提升运营效率、统筹调配区属国有企业资金安排，鹿城区政府将公司100%股权划入温州市鹿城区国有控股集团有限公司。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为1亿元，实际控制人仍为温州市鹿城区人民政府国有资产监督管理委员会。

2020年8月，公司法定代表人及董事、监事均有所调整，法定代表人由徐策变更为戴志光，经营范围增加公园开发投资、建设项目投资、市政建设工程施工、房屋租赁服务。2020年，公司主营业务未发生变化。

2020年6月，公司合并范围新增温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司，主营业务有市政建设和房产开发。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意

见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

2020年温州市经济增速回落明显，工业结构继续升级转型，进出口总额增速仍较快，外向经济保持良好发展势头，固定资产投资增速明显下滑

2020年温州市完成地区生产总值6,870.9亿元，按可比价格计算，同比增长3.4%，受疫情影响增速下滑明显，但仍高于全国平均水平。三次产业结构由2019年的2.3:42.1:55.6调整为2020年的2.3:41.3:56.4，第三产业占比小幅提升。2020年，温州市人均地区生产总值71,774元，略低于全国人均水平。

2020年温州市实现工业增加值1,106.5亿元，增长3.2%，增速放缓。其中轻工业增加值372.2亿元，下降3.2%，重工业增加值734.3亿元，增长6.3%。温州市工业结构继续升级转型，规模以上工业中，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5.4%、6.6%、8.0%，数字经济核心产业制造业、高端装备、环保、健康制造业增加值分别增长7.5%、7.4%、7.0%、12.4%。

固定资产投资方面，2020年温州市固定资产投资同比增长4.9%，增速下滑明显。其中，工业投资和服务业投资分别增长22.0%和2.1%，工业投资需求旺盛，成为重要支撑。2020年温州市房地产开发投资同比增长1.5%，房地产市场保持稳定。2020年温州市社会消费品零售总额为3,497.8亿元，比上年下降2.7%，整体消费有所下降，但消费升级趋势明显升级类商品消费中，可穿戴智能设备、新能源汽车、计算机及其配套产品零售额分别增长32.1%、29.3%和24.5%，增速较快。

温州市旅游资源丰富，2020年旅游行业受到冲击严重，全年接待海内外游客11,942万人次，实现旅游总收入1,294.10亿元，仅为2019年的87%和83.4%。对外经济态势向好，2020年温州市货物进出口总额2,189.7亿元，同比增长15.1%。其中进口311.7亿元，同比增长43.8%；出口1,878.1亿元，同比增长11.4%，出口占全国10.5%，比上年提高0.7个百分点，外向经济保持良好发展势头。金融方面，2020年温州市金融机构本外币存款余额15,270.4亿元，增长14.1%，本外币贷款余额13,639.1亿元，同比增长17.5%，存贷余额均实现较快增长，地方金融环境较好。

表1 温州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)	6,870.9	3.4%	6,608.0	8.2%
第一产业增加值	159.8	2.3%	151.7	2.1%
第二产业增加值	2,834.5	3.1%	2,811.9	6.1%
第三产业增加值	3,876.6	3.7%	3,642.5	10.1%
工业增加值	1,106.5	3.2%	2,311.0	7.8%
固定资产投资	-	4.9%	-	10.3%
社会消费品零售总额	3,497.8	-2.7%	3,655.9	9.6%
进出口总额	2,189.7	15.1%	1,902.2	26.3%
存款余额	15,270.4	14.1%	13,379.7	11.8%
贷款余额	13,639.1	17.5%	11,608.8	15.5%
人均 GDP (元)		71,774		71,225
人均 GDP/全国人均 GDP		99.07%		100.47%

注：2019年地区生产总值为最终核实数据，2020年地区生产总值为初步核算数据。

资料来源：2019-2020年温州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年温州市实现一般公共预算收入602亿元，同比增长4.0%，其中税收占比84.7%；实现政府性基金收入1,350.6亿元，同比增长19%；同期温州市一般公共预算支出1,027.2亿元，同比增长5.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为58.61%。

2020年鹿城区经济继续保持增长，服务业、金融业较为发达

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89个社区、80行政村，全区土地面积292.8平方公里。2020年末户籍人口79.38万人，全区居民人均可支配收入68,545元，扣除价格因素实际增长2.5%。

鹿城区核心产业为第三产业，服务业、金融业较为发达。2020年鹿城区分别实现地区生产总值1,172.32亿元，按可比价计算，同比增长3.1%。其中，第一产业增加值2.04亿元，第二产业增加值279.89亿元，第三产业增加值890.39亿元。三次产业结构比由2019年的0.2：25.1：74.7调整为0.2：23.8：76.0。

2020年鹿城区实现工业增加值200.45亿元，同比下降0.4%。其中，全区规模以上工业企业310家，实现增加值51.97亿元，下降1.9%。规模以上工业中新动能回升相对较快，战略性新兴产业、数字经济核心产业制造业、装备制造业增加值分别增长11.1%、9.4%、2.4%，增速均高于规模以上工业增加值，占规模以上工业的比重分别达11.9%、6.7%、24.7%。

2020年鹿城区实现固定资产投资增长4.1%，分产业看，第二产业投资增长34.0%，第三产业投资增长2.8%。全区房地产开发投资增长8.9%，房屋施工面积958.86万平方米，增长12.4%；商品房销售面积187.32万平方米，增长85.0%。2020年，鹿城区全年实现社会消费品零售总额744.97亿元，下降3.9%。

鹿城区2020年实现进出口总额475.57亿元，增长1.7%。其中进口总额13.32亿元，下降10.0%；出口

总额462.25亿元，增长2.1%。进出口、出口总额分别占全国的1.48%和2.58%，分别为全省外贸进出口、出口贡献1.4和1.8个百分点。对“一带一路”沿线国家出口285.9亿元，增长27.3%。从“一带一路”沿线国家进口2.6亿元，增长6.3%

截至2020年末鹿城区金融机构本外币各项存款余额4,306.59亿元，同比增长9.0%。年末金融机构本外币各项贷款余额3,725.31亿元，同比增长11.2%。

表2 温州市鹿城区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）	1,172.32	3.1%	1,137.13	8.6%
第一产业增加值	2.04	1.6%	1.93	2.7%
第二产业增加值	279.89	0.3%	285.40	5.5%
第三产业增加值	890.39	4.3%	849.79	9.8%
规模以上工业增加值	51.97	-1.9%	56.99	8.9%
固定资产投资	-	4.1%	-	10.0%
社会消费品零售总额	744.97	-3.9%	832.57	9.5%
进出口总额	475.57	1.7%	468.45	92.0%
存款余额	5,039.05	14.3%	4,306.59	9.0%
贷款余额	4,392.37	20.5%	3,725.31	11.2%
人均 GDP（元）		92,850		90,536
人均 GDP/全国人均 GDP		128.16%		127.71%

注：2020年人均GDP采用2019年底鹿城区常住人口计算；

资料来源：2019-2020年温州市鹿城区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据鹿城区财政体制安排²，鹿城区公共财政收入相对地区生产总值水平较低，2020年鹿城区实现公共财政收入35.29亿元，同比增长2.6%，其中税收收入29.72亿元，占公共财政收入比重为84.21%，同比有所上升；同期公共财政支出为74.57亿元，同比增长9.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为47.32%。2020年鹿城区政府性基金预算收入205.50亿元，同比增长11.64%。

五、经营与竞争

² 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。

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。2020年公司收入规模保持增长，系安置房销售收入上升及新增确认代建收入所致。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，致使房产销售仍不能覆盖相应成本，毛利率持续为负，此外代建收入按项目成本5%进行确认项目管理费，综合影响下，2020年销售毛利率同比上升3.4个百分点至2.46%。

表3 公司主营业务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
安置房销售收入	116,494.61	-4.36%	103,895.35	-0.94%
代建收入	8,145.76	100.00%	-	-
合计	124,640.38	2.46%	103,895.35	-0.94%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司安置房销售业务可持续性较好，资金缺口较大，面临较大的资金压力

公司受政府委托进行保障性住房建设和运营，业务区域主要为温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区。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。

2020年公司实现安置房销售收入11.65亿元，销售收入主要来自横渎河西A18-1地块（横西锦园）、松台街道九山1号地块（九山佳园）和农房改造德政集聚点工程-牛桥底佳苑等项目。截至2020年底，公司已完工、在建安置房成本合计132.94亿元，安置房销售业务可持续性较好。但需关注，截至2020年底，公司主要在建安置房项目尚需投资40.86亿元，面临较大的资金压力。

表4 截至 2020 年底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
中央涂 A-2 安置房	106,734.00	64,362.59	42,371.41
岩门旧村改造 B-18 地块	88,470.00	23,409.64	65,060.36
仰义街道农居房二期	86,311.00	1,114.61	85,196.39
里垟保障性安居工程	80,273.00	2,414.99	77,858.01
牛桥底二期城中村改造工程 工程项目	74,851.00	21,595.50	53,255.50
鹿城区下桥城中村改造工程 E-25、E-29 地块建设项	61,983.00	31,015.87	30,967.13

吴滨巷地块安置房工程	54,133.00	26,722.67	27,410.33
进城口 2#及郑桥广场	31,947.00	19,622.63	12,324.37
永楠地块-安置房	22,421.00	15,527.92	6,893.08
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	2,954.78	7,245.22
合计	617,323.00	208,741.21	408,581.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司新增代建收入，但在建市政工程项目尚需投入资金仍较多，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之一，近年以温州鞋都产业园、七都岛城市新区等园区开发为主，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。

2020年，根据温州市鹿城区人民政府文件，公司及下属子公司2011年初以来承建的部分已完工市政工程项目按成本的5%确认代建收入，具体项目包括温州（永嘉）七都大桥工程、温州市七都岛标准堤工程、牛山北路拓宽工程、德政东路（牛山北路-六虹桥路）市政工程项目等。

截至2020年底，公司已完工、在建的基础设施项目成本合计77.37亿元，为未来基础设施收入提供了一定保障。截至2020年底，公司主要在建基础设施项目尚需投资47.25亿元，面临较大资金压力。

表5 截至2020年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
特色轻工业产业园区一期道路、桥梁、绿化	233,173.00	61,607.03	171,565.97
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)	152,684.00	32,636.53	120,047.47
划龙桥西路延伸工程	32,800.00	76.62	32,723.38
七都岛 220 千伏线路“上改下”工程	26,000.00	16,821.20	9,178.80
环城东路（公园路-瓯江路）和道路综合整治工程	25,900.00	15,387.50	10,512.50
康强路	25,476.00	114.27	25,361.73
马坑路	23,016.00	291.35	22,724.65
鹿城区七都街道千亩征地范围内配套滨水公园工程	22,000.00	964.81	21,035.19
建设小学	17,650.00	87.46	17,562.54
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	15,812.00	7,388.27	8,423.73
鹿城区七都街道经六路一期工程（纬一路-纬二路）项目	15,513.00	3,740.84	11,772.16
园区路	13,000.00	1,705.62	11,294.38
汇昌河水上公园“塘河清晓”景区工程 C.D1.D2 段	11,258.00	1,002.30	10,255.70
合计	614,282.00	141,823.78	472,458.22

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地出让收入未来具有一定保障，但受土地市场活跃程度和政府规划影响，未来存在不确定性

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。

截至2020年底，公司土地整理成本合计30.02亿元，为未来收入提供了一定保障。但需关注，受土地市场活跃程度和政府规划影响，公司土地出让收入波动较大，近年公司未确认土地出让收入，预计未来土地出让收入仍存在较大的波动性。

公司获得的外部支持力度较大，有力提升了公司的资本实力和利润水平

根据《关于同意温州市鹿城区城市发展集团有限公司资产整合方案的批复》（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5.07亿元、36.90亿元；非同一控制下合并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”）增加资本公积10.95亿元，截至2020年3月末西郊森林安置房成本合计16.36亿元，带来一定安置房增量项目；温州市鹿城区财政局资本性投入0.20亿元，合计增加资本公积53.13亿元，公司资本实力得到大幅提升。

2020年，公司收到鹿城区财政局1.93亿元财政拨款，计入其他收益，有利提升当期利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司财务报表合并范围新增1家子公司。

资产结构与质量

2020年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2020年末，公司资产总额为348.75亿元，同比大幅上升，主要系存货和预付款项增长所致。

2020年末公司货币资金余额同比有所下降，期末无受限货币资金。2020年末公司预付账款同比增加了49.13亿元，主要系公司预付鹿城区城中村建设改造中心安置性商品房购房款项所致。2020年末公司其他应收款按款项性质分主要为代付款项和关联方往来款、暂借款构成，2020年末其他应收款同比大幅

下降，主要系收回部分款项及账务处理所致，2020年末主要应收对象有温州市鹿城区文旅传媒集团有限公司、温州新鹿城市建设投资有限公司、温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司、浙江省国土资源厅、温州市鹿城区进城口改建工程指挥部。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6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.65	3.91%	14.38	5.22%
预付款项	49.87	14.30%	0.74	0.27%
其他应收款	32.16	9.22%	68.32	24.81%
存货	240.33	68.91%	179.85	65.31%
流动资产合计	338.54	97.07%	265.16	96.29%
非流动资产合计	10.21	2.93%	10.21	3.71%
资产总计	348.75	100.00%	275.37	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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。2020年末公司存货规模同比大幅增长，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，2020年末市政工程项目成本同比有所增加，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，2020年确认代建管理费0.81亿元，相应项目成本合计17.27亿元，待全部项目移交、决算后结转对应成本；土地整理成本主要为公司整理的葡萄地块拆迁项目、鱼藤特色园区、瓯浦垟项目等，同比有所下降；安置房成本主要为公司开发的水心旧村改造（巷底西洋片）、江滨路鹿城段永川路地块安置房建设工程、庄头地块安置房工程等，同比增幅较大，主要系新增西郊森林安置房成本、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7 公司存货构成情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
市政工程成本	77.37	68.51
安置房成本	132.94	74.88
土地整理成本	30.02	36.45
合计	240.33	179.85

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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、对营运资金形成较大占用，资产整体流动性仍较弱。

收入质量与盈利能力

2020年公司新增确认代建收入，收入规模同比有所上升，外部支持对利润总额形成支撑

受益于安置房销售收入上升及新增确认代建收入，2020年公司营业收入规模保持增长，主营业务回款情况尚可，公司已竣工未确认收入基础设施建设项目、土地开发成本及安置房成本规模较大，且在建项目充足，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，收入确认仍存在较大不确定性。

2020年公司收到温州市鹿城区政府补贴收入1.93亿元，占当期利润总额的100%，对当期利润形成重要支撑。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
营业收入	12.51	10.43
收现比	1.57	1.14
营业利润	1.93	-0.27
其他收益	1.93	0.00
营业外收入	0.00	2.21
利润总额	1.93	1.93
销售毛利率	2.61%	-0.66%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

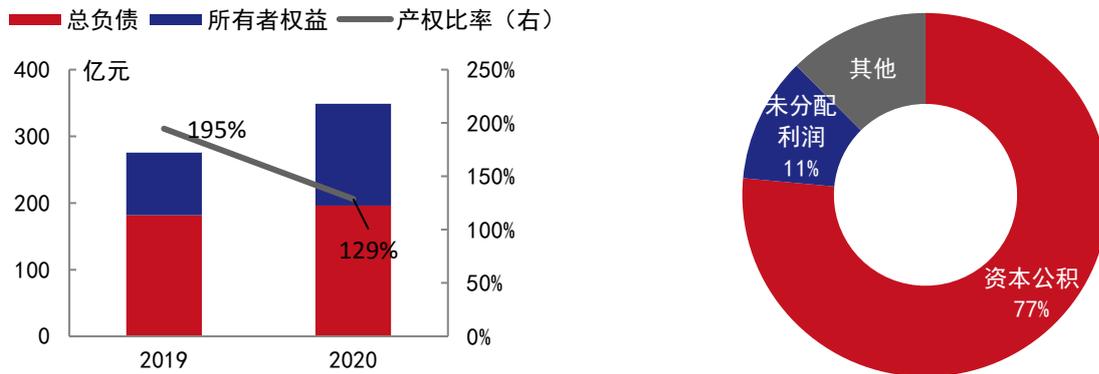
资本结构与偿债能力

2020年公司总债务规模同比大幅上升，面临较大的偿债压力

2020年受益于鹿城区政府部门的资产注入及财政拨款，公司所有者权益同比大幅增长，产权比率有所下降，权益对债务的保障程度有所上升。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

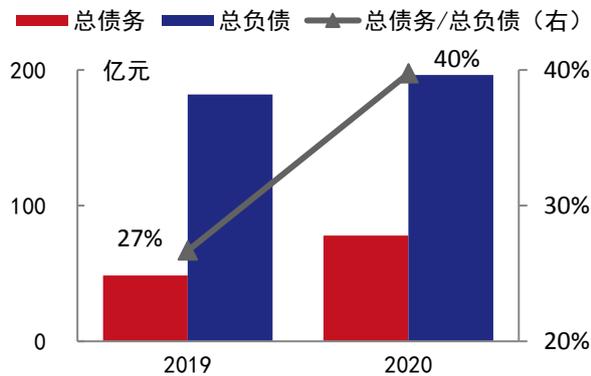
2020年末预收款项同比增幅较大，主要系预收房款增加所致。其他应付款主要由代收代付款、工程资金监管、往来款构成，2020年末余额同比有所减少。长期借款主要由保证借款和信用借款构成，借款单位主要由民生银行和温州银行构成，2020年末长期借款余额同比有所下降，一年内到期的长期借款余额增加。应付债券主要由“14鹿城债”、“20鹿城01”和2020年债权融资构成，年利率在5.50%-5.82%之间。公司长期应付款主要为政府债置换代偿款、专项应付款和应付温州市国有金融资本管理有限公司、平安国际融资租赁(天津)有限公司、博时资本管理有限公司借款，2020年末长期应付款余额同比有所增长，主要系新增借款所致。专项应付款为中央拨付工程建设专项资金款。

表9 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

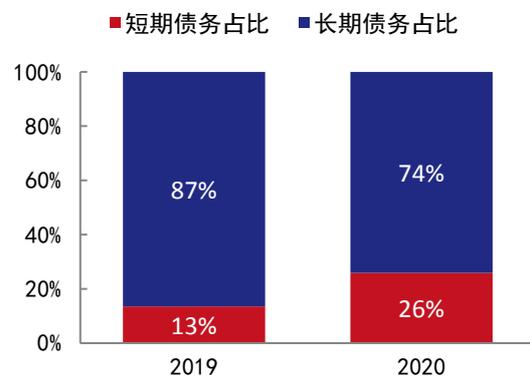
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.50	0.27%
应付账款	1.84	0.94%	7.91	4.35%
预收款项	22.83	11.63%	15.93	8.76%
其他应付款	73.64	37.52%	87.56	48.13%
一年内到期的非流动负债	20.16	10.27%	6.05	3.32%
流动负债合计	125.07	63.72%	123.72	68.00%
长期借款	15.84	8.07%	23.15	12.72%
应付债券	21.94	11.17%	2.38	1.31%
长期应付款	33.45	17.04%	32.68	17.96%
非流动负债合计	71.23	36.28%	58.21	32.00%
负债合计	196.30	100.00%	181.92	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着债券的发行成功及其他金融机构借款规模的上升，2020年公司总债务规模同比大幅上升，占总债务比例大幅上升；债务期限结构以长期债务为主，短期债务占比有所上升，货币资金规模相对较小，面临较大的偿债压力。

图3 2020年6月末公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

受益于鹿城区政府支持，2020年底公司资产负债率有所下降，但现金短期债务覆盖程度较低，且 EBITDA 对利息的保障程度仍较低，整体偿债压力较大。

表10 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	56.29%	66.06%
现金短期债务比	0.68	2.20
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.67

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17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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计53.62亿元，占公司同期所有者权益中的35.17%，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11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起止日	是否有反担保
温州新鹿城市建设投资有限公司	4.00	2018.03.23-2027.12.20	否
	4.00	2018.12.03-2021.12.03	否

	1.99	2018.08.07-2022.08.07	否
	1.75	2018.03.23-2027.12.23	否
	0.70	2018.2.27-2027.08.31	否
	0.96	2018.02.12-2028.02.11	否
	1.90	2018.02.02-2028.02.02	否
	4.38	2018.04.04-2027.12.03	否
	2.50	2020.06.05-2022.12.30	否
	4.00	2020.05.28-2023.05.28	否
温州市鹿城区文旅传媒集团有限公司	4.00	2020.05.28-2023.05.28	否
	7.55	2020.06.29-2023.06.28	否
	1.50	2020.07.23-2023.12.23	否
	3.40	2020.12.23-2023.12.20	否
	1.50	2020.07.23-2023.12.23	否
	3.40	2020.12.23-2023.12.20	否
	3.30	2020.12.23-2023.12.20	否
	2.30	2020.12.23-2023.12.20	否
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	0.50	2016.05.10-2025.05.09	否
合计	53.62	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

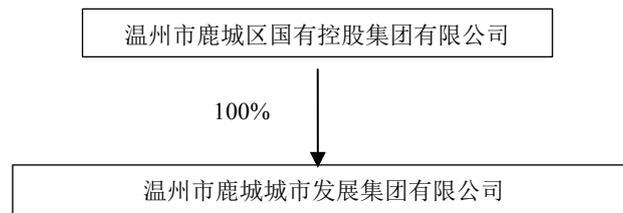
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	13.65	14.38	8.81
预付款项	49.87	0.74	0.75
存货	240.33	179.85	156.40
流动资产合计	338.54	265.16	245.26
非流动资产合计	10.21	10.21	7.47
资产总计	348.75	275.37	252.73
短期借款	0.00	0.50	0.50
预收款项	22.83	15.93	21.94
其他应付款	73.64	87.56	74.59
一年内到期的非流动负债	20.16	6.05	6.33
流动负债合计	125.07	123.72	110.71
长期借款	15.84	23.15	23.75
应付债券	21.94	2.38	4.77
长期应付款	33.45	32.68	25.76
非流动负债合计	71.23	58.21	54.28
负债合计	196.30	181.92	164.98
总债务	78.01	48.54	47.28
所有者权益	152.45	93.45	87.74
营业收入	12.51	10.43	7.91
营业利润	1.93	-0.27	-0.85
其他收益	1.93	0.00	0.00
利润总额	1.93	1.93	2.15
经营活动产生的现金流量净额	-35.30	9.84	3.26
投资活动产生的现金流量净额	-0.01	-2.77	-4.80
筹资活动产生的现金流量净额	34.59	-1.51	-5.47
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	2.61%	-0.66%	-0.18%
收现比	1.57	1.14	1.42
资产负债率	56.29%	66.06%	65.28%
现金短期债务比	0.68	2.20	1.29
EBITDA	1.95	1.96	2.82
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.67	0.76

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 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例 (%)	主营业务
温州市鹿城区双屿城中村改造建设有限公司	0.05	100.00	市政建设
温州市蒲鞋市城市投资有限公司	0.30	100.00	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	0.50	100.00	市政建设
温州鞋都投资开发有限公司	0.30	100.00	市政建设
温州市大南城市投资有限公司	0.30	100.00	市政建设
温州市松台城市投资有限公司	0.05	100.00	市政建设
温州市丰门城市建设有限公司	0.05	100.00	市政建设
温州市五马城市投资有限公司	0.05	100.00	市政建设
温州市鹿城区城市综合开发投资管理有限公司	0.05	100.00	市政建设
温州市鹿城区七都综合建设开发有限责任公司	0.10	100.00	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	0.05	100.00	市政建设
温州市广华城市投资有限公司	0.70	100.00	市政建设
温州市鹿城轻工产业园区建设投资有限公司	0.05	100.00	市政建设
温州市南郊城市投资有限公司	0.80	100.00	市政建设
温州市南汇城市投资有限公司	0.05	100.00	市政建设
温州市鹿城区藤桥镇新农村建设投资有限公司	1.08	92.76	市政建设
温州市鹿城区城改建设有限公司	0.10	51.00	市政建设
温州市鹿城区杭银城中村改造有限公司	0.10	51.00	市政建设
温州市兴银建设投资有限公司	0.10	51.00	市政建设
温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司	0.10	100.00	市政建设

资料来源：公司 2020 年审计报告，公开查询，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。