



# 2020年第一期、2021年第一期温州市洞 头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：



# 2020年第一期、2021年第一期温州市洞头城市发展有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
20 洞头 01 等级	AAA	AAA
21 洞头 01 等级	AAA	AAA
20 洞头 01 评级日期	2021-06-22	2020-10-16
21 洞头 01 评级日期	2021-06-22	2020-12-17

## 债券概况

### 债券简称:

第一期: 20 洞头 01/20 洞头债 01

第二期: 21 洞头 01/21 洞头债 01

### 债券剩余规模:

第一期: 5.0 亿元; 第二期: 5.0 亿元

### 债券到期日期:

第一期: 2027-11-26; 第二期: 2028-02-01

**偿还方式:** 每年付息一次, 在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末, 分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例提前偿还债券本金

**增信方式:** 保证担保及国有土地使用权抵押

**担保主体:** 温州市交通发展集团有限公司

**土地抵押:** 洞国用(2016)第 004-00466 号、洞国用(2016)第 004-00459 号、洞国用(2016)第 004-00465 号、洞国用(2016)第 004-00269 号、洞国用(2016)第 004-00464 号

## 联系方式

**项目负责人:** 党雨曦

dangyx@cspengyuan.com

**项目组成员:** 徐宁怡

xuny@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对温州市洞头城市发展有限公司(以下简称“洞头城发”或“公司”)及其 2020 年 11 月发行的公司债券(以下简称“20 洞头 01”)和 2021 年 2 月发行的公司债券(以下简称“21 洞头 01”)的 2021 年跟踪评级结果为:“20 洞头 01”)和“21 洞头 01”)的信用等级均维持为 AAA, 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, 公司业务持续性仍有一定保障。此外, 温州市交通发展集团有限公司(以下简称“温州交发”)提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保及公司提供的国有土地使用权抵押担保仍能为“20 洞头 01”)和“21 洞头 01”)的本息偿付提供有效保障; 同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱, 面临一定的资金压力和较大的偿债压力。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性有一定保障, 将持续获得一定外部支持。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标(单位: 亿元)

项目	2020	2019	2018
总资产	144.83	124.28	108.23
所有者权益	56.85	56.67	58.08
总债务	46.59	38.25	32.48
资产负债率	60.75%	54.40%	46.33%
现金短期债务比	1.38	0.58	0.65
营业收入	2.83	1.91	2.28
其他收益	0.11	0.58	0.28
利润总额	0.65	0.52	0.75
销售毛利率	11.22%	12.02%	7.47%
EBITDA	0.77	0.62	0.84
EBITDA 利息保障倍数	0.27	0.26	0.20
经营活动现金流净额	-2.40	-8.06	2.40
收现比	1.09	2.44	1.44

资料来源: 公司 2018-2020 审计报告, 中证鹏元整理

## 优势

- **洞头区经济增速维持在较高水平，仍能为公司发展提供良好基础。**洞头是温州市下辖区，渔农业资源丰富，虽受疫情影响，但 2020 年洞头区地区生产总值增长 6.9%，增速仍维持在较高水平，为公司经营发展提供了良好的基础。
- **公司主要业务持续性仍有一定保障。**截至 2020 年末，公司存货中开发成本和代建成本合计账面价值为 59.37 亿元，待未来完工移交后，能够为公司收入提供一定补充，公司业务持续性仍有一定保障。
- **公司持续获得一定力度的政府支持。**公司是温州市洞头区主要的基础设施建设主体，持续获得政府一定力度的支持。2020 年末公司收到政府补助 0.81 亿元，提升公司利润水平。
- **温州交发提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“20 洞头 01”和“21 洞头 01”的安全性。**经中证鹏元评定，温州交发主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为“20 洞头 01”和“21 洞头 01”的本息偿还提供了有效的保障。
- **国有土地使用权抵押担保为“20 洞头 01”和“21 洞头 01”的本息偿付提供了进一步的保障。**公司以其拥有的 5 宗国有土地使用权为“20 洞头 01”和“21 洞头 01”提供抵押担保，根据浙江博南土地房地产评估规划有限公司出具的相关评估报告（2019 年 7 月 5 日为估价期日），5 宗土地评估总价为 18.30 亿元，为债券的偿付提供了进一步保障。

## 关注

- **公司资产流动性仍较弱。**截至 2020 年末，公司应收款项及存货账面价值分别占总资产的比例为 18.10%和 53.80%。应收款项回款时间存在不确定性，存货以开发成本、代建成本和土地整理成本为主，即时变现能力较弱，且部分土地使用权已抵押，公司整体资产流动性较弱。
- **公司未来面临一定的资金支出压力。**截至 2020 年末，公司主要代建基础设施项目、主要自营工程项目和安置房项目尚需投资规模较大，且公司经营活动现金流表现不佳，公司未来将面临一定的资金支出压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2020 年末，公司总债务规模为 46.59 亿元，总债务快速增长且规模较大，资产负债率上升速度较快，EBTIDA 利息保障倍数仍维持低位，偿债指标表现较弱，公司面临较大的偿债压力。

## 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“20洞头01”和“21洞头01”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、债券募集资金使用情况

公司于2020年11月发行7年期5亿元的公司债券（“20洞头01”）和于2021年2月发行7年期5亿元的公司债券（“21洞头01”），两期债券募集资金原计划用于新城一期03-02地块安置房项目的建设、新城一期02-06地块安置房项目的建设、大门镇长沙安置房（长沙农房集聚一期工程）项目的建设、洞头区全域景区化建设项目的建设和补充公司营运资金。截至2021年5月28日，“20洞头01”债券募集资金专项账户余额为0.00元，“21洞头01”债券募集资金专项账户余额为3,900.00万元。

## 三、发行主体概况

2020年，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更，温州市洞头区人民政府国有资产监督管理委员会（原名温州市洞头区国有资产管理办公室）仍持有公司100%的股权，公司股权结构详见附录二。截至2020年末，公司注册资本和实收资本仍为18.80亿元。2020年9月公司新增一名副董事长吴为立。

公司是温州市洞头区内主要的基础设施建设主体，业务范围包括洞头区内基础设施建设及部分安置房建设，此外公司还从事民爆器材和储备粮油销售业务、人才劳务和保安服务等业务。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共27家，较2019年新增3家子公司，具体情况如下。

**表1 截至2020年末公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 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	合并方式
温州洞头安泰危化品运输有限公司	61.58%	101.00	民用爆炸物品的运输	非同一控制下企业合并
温州市海霞文旅培训发展有限公司	100.00%	500.00	教育	新设
温州市洞头城市服务有限公司	50.00%	200.00	公共设施管理业	新设

注：公司董事会的表决权为2/3，对温州市洞头城市服务有限公司享有实际控制权，因此纳入合并范围

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。

## 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。分产业看，第一产业增加值为159.8亿元，增长2.3%；第二产业增加值为2,834.5亿元，增长3.1%；第三产业增加值为3,876.6亿元，增长3.7%。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2 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%。

### 洞头区经济保持快速增长，渔农业资源丰富，但经济体量仍偏小，工业基础较为薄弱

2020年，洞头区地区生产总值增长6.9%至114.42亿元，虽受疫情影响，但仍增速维持在较高水平，考虑到整体经济体量仍较小，综合经济实力仍处于温州市较低水平。分产业看，三次产业增加值增速分别为4.8%、7.8%和6.4%。2020年洞头区人均GDP/全国人均GDP为101.89%，人均经济发展水平较小幅提升。

洞头区是浙江省第二大渔场，依靠优质的自然资源，大力发展渔农业产业。2020年，全区渔业总产量17.43万吨，比上年增长5.0%，其中捕捞产量14.02万吨，同比增长1.8%，养殖产量3.41万吨，同比增长20.8%。洞头区此前大力发展旅游业等第三产业，但2020年受疫情影响较大，旅游业表现不佳。

2020年洞头区规模以上工业增加值实现8.99亿元，增长11.7%。从五大行业产值来看，机械汽配和



水产品加工发展态势良好，分别增长13.5%和16.0%；电子电器、医药化工和建材工业均出现不同程度的负增长。消费方面，2020年当地社会消费品零售总额增速转负，主要系疫情导致零售业表现不佳。2020年末洞头区金融机构存款和贷款规模持续扩张，为区域产业发展提供良好的金融环境。

**表3 洞头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）	114.42	6.9%	107.84	8.8%
第一产业增加值	6.52	4.8%	5.86	-1.0%
第二产业增加值	47.44	7.8%	44.55	11.0%
第三产业增加值	60.45	6.4%	57.44	8.4%
规模以上工业增加值	8.99	11.7%	17.7	73.4%
社会消费品零售总额	29.09	-2.2%	39.49	9.0%
进出口总额	-	-	14.34	-29.7%
存款余额	133.98	27.6%	105.14	11.8%
贷款余额	139.14	22.2%	113.82	34.9%
人均GDP（元）		73,819		69,655
人均GDP/全国人均GDP		101.89%		98.26%

注：人均GDP按照户籍人口计算；2020年人均GDP根据2019年末洞头区户籍人口15.5万人计算

资料来源：洞头区2020年12月月报、洞头区2019年国民经济社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年温州市洞头区实现公共财政收入10.02亿元，同比增长3.2%；公共财政支出31.64亿元，同比下降3.4%，财政自给率为31.67%。

## 五、经营与竞争

公司作为温州市洞头区内主要的基础设施建设主体，主要承担洞头区内公路、河道、渔港和码头等基础设施建设、土地开发整理及部分安置房建设职责，此外公司还从事民爆器材和储备粮油销售以及人才劳务等经营性业务，2020年新增运输服务和培训业务，多元化业务对公司收入形成补充。2020年公司实现主营业务收入2.55亿元，人才劳务和安置房业务为主要的收入来源；公司主营业务毛利率为10.69%，盈利能力较上年小幅下降。

**表4 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
人才劳务	11,416.02	3.70%	9,435.63	4.18%
安置房收入	5,177.06	22.85%	2,646.10	16.75%
旅游收入	2,487.05	3.06%	2,668.00	5.66%
民爆器材	2,043.31	18.96%	1,326.69	20.07%

储备粮油	1,237.39	-22.29%	738.98	-17.59%
保安服务	1,224.05	29.85%	1,019.26	33.56%
租金	1,097.89	13.34%	1,200.54	66.21%
运输服务	615.06	47.44%	-	-
培训收入	211.97	53.07%	-	-
拍卖佣金	19.84	100.00%	19.93	100.00%
其他	1.88	3.19%	11.18	100.00%
<b>合计</b>	<b>25,531.51</b>	<b>10.69%</b>	<b>19,066.31</b>	<b>12.02%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 公司代建业务持续性有一定保障，但2020年该业务仍未实现收入，未来需关注项目结算情况和资金投入压力

公司受托负责温州市洞头区内的基础设施建设工作，按项目与委托单位签订代建协议，约定由公司本部负责前期资金筹措并进行工程项目的建设，委托单位每年进行项目审核并按当年发生成本的108%支付代建工程款。收入确认方面，公司按年将当期工程实际投资额上报至委托方，以收到的收入确认函确认当年工程代建收入。目前公司委托单位包括洞头县城市建设开发指挥部、洞头县工业区建设指挥部、洞头县海涂围垦工程建设指挥部、洞头县交通工程建设指挥部、洞头县交通运输局、洞头县渔港工程建设指挥部和洞头县中心渔港开发有限公司。

2020年公司代建业务仍未实现收入，主要受政府资金安排，代建工程项目结算进度受到影响所致。2020年末公司存货中已投资尚未结算的代建成本账面价值为17.85亿元，待未来移交后，公司业务持续性有一定保障。截至2020年末，公司主要在建基础设施项目预计总投资31.76亿元，累计已投资20.16亿元，尚需投资12.69亿元，公司面临一定的资金支出压力。

**表5 截至 2020 年末公司主要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
职教中心迁建工程	11,232.39	11,004.91
南塘水产品贸易加工园区	15,200.00	12,354.17
便民中心工程	11,419.00	11,748.23
大门海洋经济示范区交通基础设施改造提升工程	74,120.00	4,561.98
新垄隧道建设工程（含市政隧道）	15,317.50	15,811.78
北岙后二期围垦工程	11,314.00	9,568.02
新城二期市政道路工程	57,901.00	37,920.37
新城二期河道护岸工程	56,000.00	27,401.38
海霞中学迁建建设工程项目	22,983.04	19,040.68
洞头县霓屿义务学校工程	10,171.68	12,043.97
洞头区殡仪服务中心工程	5,558.30	10,600.82
洞头区交通运输局农村公路改造提升工程(一期)	9,174.77	10,378.16

鹿西渔港工程	17,247.84	19,205.93
<b>合计</b>	<b>317,639.52</b>	<b>201,640.40</b>

注：1.洞头区殡仪服务中心工程的累计总投资包含 4,693.87 万元的土地费用；

2.截至 2020 年末，累计总投资超预计总投资的项目接近完工但尚未完工，之后将会有较少的资金投入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建工程中的项目主要以自营模式为主，项目前期资金由公司自行垫付，待未来在建工程完工后，通过项目自主运营实现投资的收入。截至2020年末，公司主要在建项目仍为望海楼等景区项目、旅游文体项目、水利管网项目工程和蓝色海湾综合整治项目，其中水利管网项目工程建设完成后主要通过供水和政府补贴的形式实现资金平衡，望海楼等景区项目、旅游文体项目和蓝色海湾综合整治项目则通过景区运营产生收益，但项目运营存在不达预期风险。截至2020年末，公司主要在建自营项目预计总投资27.46亿元，尚需投资金额为5.26亿元，未来面临一定的资金压力。

**表6 截至 2020 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	累计总投资
望海楼等景区	18,572.84	18,293.17
旅游文体项目	23,138.07	20,835.19
水利管网项目工程	84,304.72	78,452.19
蓝色海湾综合整治项目	103,480.54	94,469.82
蓝色海湾综合整治项目（二期）	45,112.00	9,980.92
<b>合计</b>	<b>274,608.17</b>	<b>222,031.29</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2020年公司安置房业务持续性有一定保障，土地开发整理的未来收益确认方式尚不明确

公司承担了洞头区部分安置房建设任务，相关安置房项目采取“定向建设、定向销售”的业务模式，前期由公司自行筹集资金进行项目建设，建设完成后以政府指导价格将安置房定向销售给相应地块拆迁户。2020年公司安置房业务收入主要来自兴港家园、沙港家园以及和港家园等项目，收入规模较上年实现大幅增长，且盈利能力也有所提升。

截至2020年末，公司本部主要在建安置房项目包括洞头区工务局02-01地块安置房工程专户、元觉街道旧村搬迁安置房工程，计划总投资3.72亿元，已投资1.58亿元，尚需投资2.13亿元。截至2020年末，公司存货中的开发成本主要为公司在建的安置房项目，账面价值为41.52亿元，待未来项目完工移交后，公司安置房业务具备一定持续性。

**表7 截至 2020 年末公司本部主要在建安置房项目情况（单位：万元、万平方米）**

项目名称	预计总投资	累计总投资	建筑面积
洞头区工务局 02-01 地块安置房工程专户	19,845.00	9,910.17	3.90
元觉街道旧村搬迁安置房工程	17,317.00	5,914.38	3.90
<b>合计</b>	<b>37,162.00</b>	<b>15,824.55</b>	<b>7.80</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地开发整理方面，公司目前仍从事状元南片及环岛西片土地开发整理工作，截至2020年末，上述两项目已累计投入资金17.81亿元，但尚未确认相关收入，未来收益确认方式仍存在不确定性。

### **2020年公司人才劳务收入仍为公司第一收入来源，但盈利能力较弱，对利润补充有限**

公司人才劳务业务仍由下属子公司温州市洞头人才发展有限公司（以下简称“人才发展公司”）负责，客户主要为事业单位和政府部门及国有企业，业务范围主要为洞头区。人才劳务业务模式主要分两种：一种为劳务业务外包模式，客户将部分工作以劳务业务项目的形式发包给人才发展公司，人才发展公司组织相关人员按照相关劳务外包业务的目标和考核要求等完成工作并收取外包承揽费用，相关人员管理主要由人才发展公司负责；另一种为劳务派遣模式，客户将所需劳务派遣的用工数量、用工要求、劳务报酬等情况提供给人才发展公司，人才发展公司按要求提供派遣服务并按照派遣人数按月收取劳务管理费用，相关人员管理由客户负责。

2020年公司人才劳务收入增长至1.14亿元，系根据《温州市洞头区机关事业单位编外用工综合改革实施方案》文件调整编外用工薪酬福利待遇，并规定统一纳入人才公司发放或办理，公司该业务规模增长；该业务盈利能力较弱，毛利率下降至3.7%。考虑到公司人才劳务业务受委托方业务发展需求影响较大，未来该业务收入存在波动性。

公司还从事民爆器材和储备粮油销售以及保安服务等经营性业务，运营主体较上年无变化，收入较上年持续增长但规模仍相对较小。此外，2020年公司新增运输服务和培训业务，运营主体分别为温州市洞头捷鹿船务有限公司和温州市海霞文旅培训发展有限公司，业务规模较小，为公司收入提供一定补充。

### **公司继续获得一定力度的政府支持**

公司作为温州市洞头区内主要的基础设施建设主体，持续获得政府一定力度的支持。2020年末公司收到政府补助0.81亿元，提升公司利润水平。

## **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。公司2020年纳入合并范围子公司共27家，较2019年新增3家子公司，合并范围变动情况详见表1。

### **资产结构与质量**

**公司资产结构仍以存货和应收款项为主，应收款项对公司营运资金形成较大占用且存货即时变现能力不强，整体资产流动性较弱**

2020年公司资产规模持续增长，资产结构仍以流动资产为主。截至2020年末，公司货币资金无受限资金。截至2020年末，公司应收账款规模有所下降，主要应收对象为温州市洞头区工务局（4.51亿元）和温州市洞头区交通工程建设指挥部（1.61亿元），合计占应收账款余额的99.15%，且帐龄偏长，主要集中在3-5年；其他应收款持续增长，主要系政府性质的往来款增加，其中前五大对象的其他应收款占比为41.44%，账龄集中在1-2年。综合而言，公司应收款对象以当地政府机构及其下属机构和企业为主，回收风险相对可控，但占用资金规模较大，回收期存在一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用。截至2020年末，存货仍为公司主要的资产构成，规模较上年小幅增长，主要包含开发成本、土地整理成本和代建成本，其中开发成本主要为新城一期、新城二期、状元南片等地块，开发成本中包含受限资产价值6.65亿元<sup>1</sup>。

截至2020年末，长期股权投资规模较上年无太大变化，主要投资对象仍为温州大小门岛投资开发有限公司，间接持股比例为30%，新增投资温州市洞头管道燃气有限公司。截至2020年末，公司在建工程账面价值增长，主要系新增蓝色海湾综合整治项目（二期）以及继续增加对水利管网项目工程、鹿西渔港工程、旅游文体项目和望海楼等景区等的投资所致。

总体来看，公司资产规模持续增长，应收款项及存货占比仍较大。考虑到应收款项回款时间存在不确定性；存货以开发成本、土地整理成本和代建成本为主，即时变现能力较弱，且部分存货资产受限，公司整体资产流动性较弱。

**表8 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	72,790.76	5.03%	50,503.17	4.06%
应收账款	61,729.30	4.26%	67,079.47	5.40%
其他应收款	200,470.41	13.84%	146,638.83	11.80%
存货	779,255.94	53.80%	735,417.27	59.18%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,117,193.45</b>	<b>77.14%</b>	<b>1,002,365.35</b>	<b>80.65%</b>
长期股权投资	42,226.32	2.92%	41,760.56	3.36%
在建工程	250,074.09	17.27%	176,253.25	14.18%
<b>非流动资产合计</b>	<b>331,139.21</b>	<b>22.86%</b>	<b>240,417.38</b>	<b>19.35%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,448,332.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,242,782.73</b>	<b>100.00%</b>

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

**2020年公司业务持续性有一定保障，但盈利仍对政府补助有较大的依赖**

<sup>1</sup> 开发成本中受限资产价值 6.65 亿元，该数值不包含为“20 洞头 01”和“21 洞头 01”提供抵押担保的 5 宗土地资产价值

2020年公司营业收入较上年大幅增长，其中人才劳务业务仍为第一收入来源且规模实现较快增长，占主营业务收入的比例为44.71%；截至2020年末，公司存货中已投资尚未结算的开发成本和代建成本合计账面价值为59.37亿元，待未来完工移交后，公司业务持续性有一定保障。2020年公司主营业务获现能力减弱，收现比下降至1.09；公司获得政府补助0.81亿元，占利润总额的比例为124.35%，公司盈利对政府补助存在较大的依赖。

**表9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

指标名称	2020年	2019年
营业收入	28,325.01	19,066.31
收现比	1.09	2.44
营业利润	-507.60	2,890.97
其他收益	1,092.89	5,832.44
利润总额	6,536.86	5,187.63
销售毛利率	11.22%	12.02%

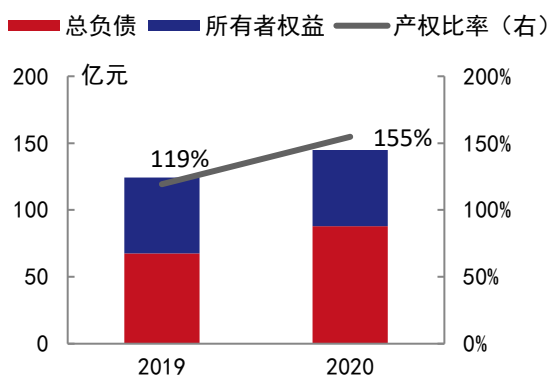
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

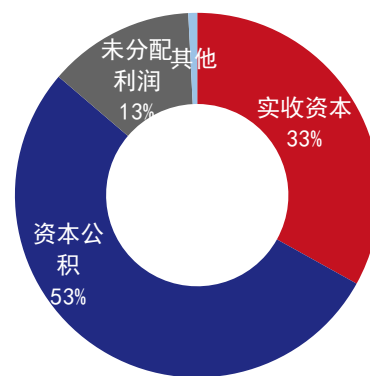
### 2020年公司总债务持续增长且规模较大，未来存在较大的偿债压力

截至2020年末，因在建项目资金需求较大，公司对外筹资力度加大，负债规模实现较快增长，产权比例较上年提升36个百分点至155%，所有者权益对负债的保障程度大幅减弱；公司所有者权益中，资本公积和实收资本占比较大，分别为53%和33%。

**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

截至2020年末，公司短期借款为信用借款和保证借款，规模大幅下降；其他应付款较上年增长，主要系与区域内政府部门及其他单位的暂收款增加，其中主要应付单位为温州市洞头区财政局（12.28亿元）；公司一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。截至2020年末，公司长期借款以保证

借款和质押借款为主，质押借款中的质押物主要为项目收益权和景区收费权。2020年，公司发行“20洞头债01”和“20公司债”，导致应付债券账面价值增至8.34亿元。

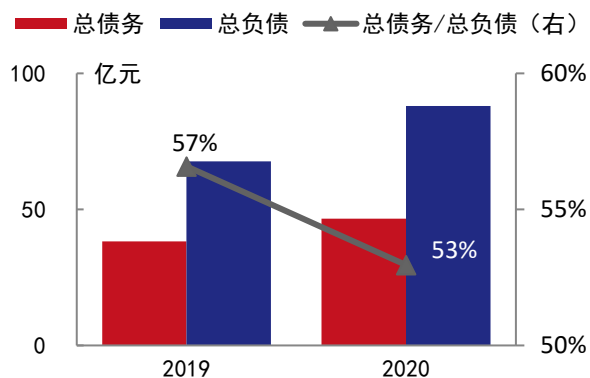
**表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7,220.32	0.82%	52,109.33	7.71%
其他应付款	357,809.94	40.67%	252,071.79	37.28%
一年内到期的非流动负债	45,522.00	5.17%	35,000.00	5.18%
<b>流动负债合计</b>	<b>443,258.25</b>	<b>50.38%</b>	<b>363,643.95</b>	<b>53.79%</b>
长期借款	329,781.00	37.48%	295,426.00	43.70%
应付债券	83,373.67	9.48%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>436,544.58</b>	<b>49.62%</b>	<b>312,426.32</b>	<b>46.21%</b>
<b>负债合计</b>	<b>879,802.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>676,070.27</b>	<b>100.00%</b>

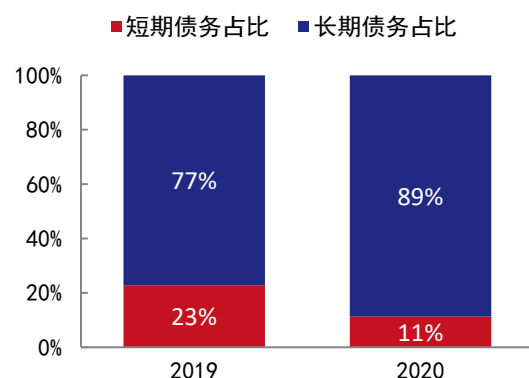
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务规模持续增长，占总负债的比例为53%；债务结构仍以长期债务为主，占比较上年提升。考虑到公司总债务规模较大（46.59亿元），公司盈利对外部支持存在一定依赖，且资产流动性较弱，未来存在较大的偿债压力。

**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，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

偿债指标方面，2020年末公司资产负债率上升至60.75%；公司货币资金增加，现金短期债务升高至1.38，短期偿债能力有较大改善；公司EBTIDA利息保障倍数为0.27，公司盈利对债务利息的保障水平仍较差。

**表11 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	60.75%	54.40%
现金短期债务比	1.38	0.58

## 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4月22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。

## 八、债券偿还保障分析

**温州交发提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“20洞头01”和“21洞头01”的安全性**

“20洞头01”和“21洞头01”由温州交发提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为债券持有人因持有“20洞头01”和“21洞头01”而对发行人（指公司）享有的债权本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。温州交发承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日（包括发生《担保协议》约定的变更后的到期日）起二年。

温州交发是温州市本级重大交通基础设施项目投资建设的主体企业，承担市政府下达的以高速公路为主的交通基础设施的投融资、建设、运营管理工作，以及高速公路等交通基础设施相关延伸产业的经营开发和管理。温州交发营业收入主要来自于高速线车辆通行费用，2020年收入微增至20.26亿元，毛利率下降至4.39%。

**表12 温州交发营业收入及毛利率构成（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
温州大桥通行费	38,913.09	78.29%	56,428.12	74.17%
绕城高速西南线通行费	20,825.06	-46.23%	24,596.81	-9.73%
绕城高速北线一期高速通行费	17,070.00	-77.84%	22,539.96	7.14%
绕城高速北线二期高速通行费	3,213.01	-242.87%	3,170.51	-137.11%
甬台温复线灵昆至阁巷段高速通行费	6,308.57	-212.29%	672.01	-105.02%
甬台温复线南塘至黄华段高速通行费	5,740.81	-24.87%	2,019.86	-178.29%
甬台温复线瑞安至苍南段高速通行费	9,765.02	-180.13%	1,420.82	-37.65%
泽雅水库原水费收入	3,913.52	5.67%	4,702.21	11.10%
监理监测收入	18,870.58	33.21%	15,269.57	27.77%
物业管理收入	12,206.38	13.47%	10,320.50	7.03%



油品销售收入	20,446.19	18.38%	20,692.60	11.23%
土地垦造业务	11,529.19	9.20%	776.03	7.88%
其他	33,749.55	84.78%	33,322.28	77.73%
<b>营业收入合计</b>	<b>202,550.97</b>	<b>4.39%</b>	<b>195,931.28</b>	<b>33.51%</b>

注：因金额单位不同导致表中毛利率与温州交发年报略有差异；“其他”主要包括乐清市雁荡山山庄有限公司酒店业务收入、借款利息收入、温州市高速公路资产经营有限公司的绿化工程收入、温州市高速公路养护中心有限公司的养护工程收入及部分房产出租收入等

资料来源：温州交发 2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，温州交发资产总额为649.61亿元，所有者权益为214.19亿元，资产负债率为67.03%。2020年温州交发利润总额亏损13.57亿元，主要系高速公路运营后固定资产折旧产生费用以及高速公路运营后借款利息不再资本化导致财务费用增加。

**表13 温州交发主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2020年	2019年
总资产	649.61	617.94
所有者权益	214.19	209.77
总债务	-	335.87
资产负债率	67.03%	66.05%
现金短期债务比	-	1.66
营业收入	20.26	19.59
其他收益	0.14	0.10
利润总额	-13.57	0.12
销售毛利率	4.39%	33.51%
EBITDA	-	14.17
EBITDA 利息保障倍数	-	0.98
经营活动现金流净额	6.82	5.66
收现比	0.97	0.82

资料来源：温州交发 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元评定，温州交发主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了“20洞头01”和“21洞头01”的安全性。

### 国有土地使用权抵押担保为“20洞头01”和“21洞头01”的本息偿付提供进一步的保障

为保障“20洞头01”和“21洞头01”债券持有人的利益，公司以其拥有的5宗国有土地使用权为债券提供抵押担保，分别为位于温州市洞头区状元南片 05-04b-1 地块、05-06b-1 地块、06-10a-1 地块、06-11a-1 地块、06-12b-1 地块土地使用权，均为城镇住宅用地。截至2020年末，抵押担保的5宗国有土地使用权均完成抵押登记手续。根据《抵押资产监管协议》发行人应持续聘请资产评估机构对抵押资产的价值进行年度评估，年度评估报告评估基准日为付息日首日，年度评估报告的出具时间应不迟于债券当年付息日后的三十个工作日；另外抵押资产的抵押率不得低于1.5倍。根据浙江博南土地房地产评估

规划有限公司2019年7月12日出具的土地估价报告，以2019年7月5日为估价期日，该5宗土地的评估总价为18.30亿元，为“20洞头01”和“21洞头01”的本息偿付提供一定保障，但截至2021年5月末公司未对抵押担保的5宗土地做新的资产评估。

**表14 截至 2021 年 5 月末公司抵押资产情况（单位：万元）**

债券简称	抵押资产土地证号	最新评估价值	评估基准日	是否办妥抵/质押登记手
20 洞头 01	洞国用（2016）第 004-00466 号	42,717.34	2019/7/5	是
	洞国用（2016）第 004-00465 号	39,591.15	2019/7/5	是
21 洞头 01	洞国用（2016）第 004-00459 号	39,046.35	2019/7/5	是
	洞国用（2016）第 004-00269 号	30,643.15	2019/7/5	是
	洞国用（2016）第 004-00464 号	30,993.04	2019/7/5	是
	<b>合计</b>	<b>182,991.03</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 九、结论

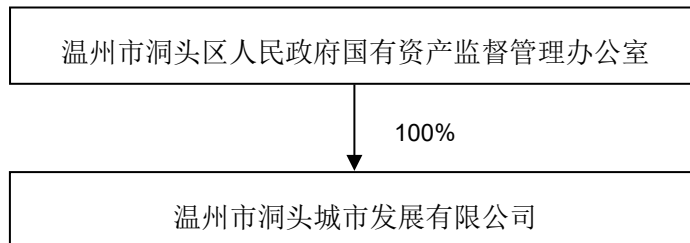
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“20洞头01”和“21洞头01”信用等级为AAA。

## 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	72,790.76	50,503.17	101,132.51
其他应收款	200,470.41	146,638.83	102,565.42
存货	779,255.94	735,417.27	624,953.42
流动资产合计	1,117,193.45	1,002,365.35	930,655.10
在建工程	250,074.09	176,253.25	96,081.50
非流动资产合计	331,139.21	240,417.38	151,657.77
资产总计	1,448,332.66	1,242,782.73	1,082,312.87
短期借款	7,220.32	52,109.33	110,618.65
其他应付款	357,809.94	252,071.79	149,666.59
一年内到期的非流动负债	45,522.00	35,000.00	45,100.00
流动负债合计	443,258.25	363,643.95	331,625.23
长期借款	329,781.00	295,426.00	169,100.00
应付债券	83,373.67	0.00	0.00
长期应付款	23,389.91	16,500.00	642.78
非流动负债合计	436,544.58	312,426.32	169,855.78
负债合计	879,802.83	676,070.27	501,481.01
总债务	465,896.99	382,535.33	324,818.65
所有者权益	568,529.83	566,712.46	580,831.86
营业收入	28,325.01	19,066.31	22,839.74
营业利润	-507.60	2,890.97	675.15
其他收益	1,092.89	5,832.44	2,811.92
利润总额	6,536.86	5,187.63	7,488.84
经营活动产生的现金流量净额	-24,018.31	-80,586.87	23,961.42
投资活动产生的现金流量净额	-62,872.02	-18,232.84	-10,996.97
筹资活动产生的现金流量净额	110,178.73	50,490.37	46,233.40
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	11.22%	12.02%	7.47%
收现比	1.09	2.44	1.44
资产负债率	60.75%	54.40%	46.33%
现金短期债务比	1.38	0.58	0.65
EBITDA（亿元）	0.77	0.62	0.84
EBITDA 利息保障倍数	0.27	0.26	0.20

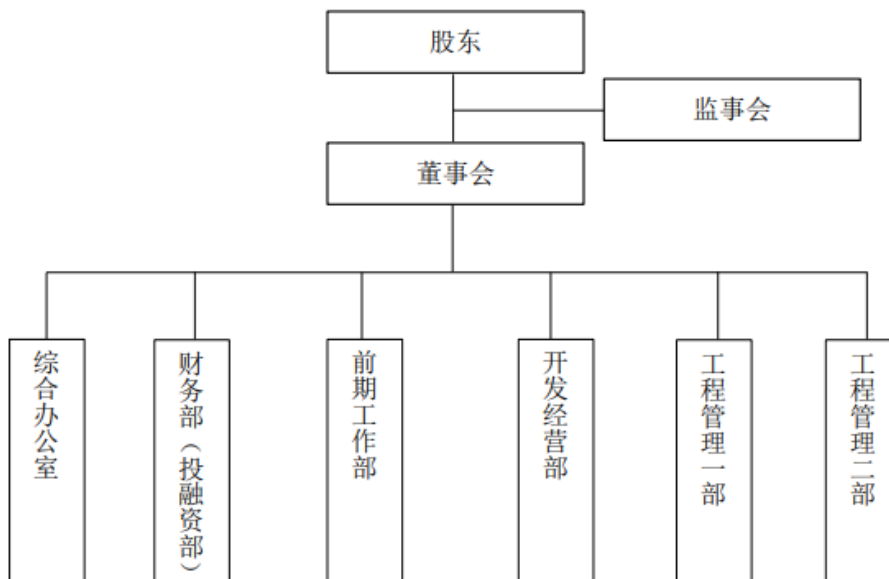
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



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 2020 年末）



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子公司情况

公司名称	主营业务	持股比例	取得方式
温州市洞头旅游文化发展有限公司	旅游基础设施建设	100.00%	划拨
温州市洞头全域旅游管理服务有限公司	旅游管理服务	100.00%（间接）	设立
温州市洞头捷鹿船务有限公司	岛际渡运服务	100.00%（间接）	设立
温州市洞头中心渔港开发有限公司	土地收储、出让开发利用和配套设施建设	100.00%（间接）	划拨
洞头县海霞文化旅游有限公司	旅游项目开发	100.00%（间接）	划拨
浙江海霞旅游文化投资股份有限公司	旅游项目的投资、开发、建设	100.00%（间接）	设立
温州市洞头交通发展股份有限公司	交通相关项目的投资	100.00%（间接）	设立
温州市海霞文旅培训发展有限公司	教育	100.00%（间接）	设立
温州市洞头水利发展有限公司	水利工程项目的建设	100.00%	划拨
温州市洞头新城开发有限公司	建筑用地前期房产的开发	100.00%	划拨
温州市洞头旧城改造发展有限公司	旧城拆迁改造	100.00%（间接）	划拨
温州市洞头新城房地产有限公司	房地产开发	100.00%（间接）	划拨
温州市洞头新农村建设发展有限公司	新农村及政府建设项目的建设	92.94%	划拨
温州市洞头元觉新农村建设发展有限公司	新农村及政府建设项目的建设	92.94%（间接）	设立
温州市洞头北岙新农村建设发展有限公司	新农村及政府建设项目的建设	92.94%（间接）	划拨
温州市洞头东屏新农村建设发展有限公司	新农村及政府建设项目的建设	92.94%（间接）	划拨
温州市洞头东屏生态陵园管理有限公司	陵园建设工程建设	51.00%（间接）	设立
温州市洞头城建国有资产投资经营有限公司	公用设施建设项目的投资及咨询	100.00%	划拨
洞头县状元南片围涂建设开发有限责任公司	围涂造地及围垦区内配套设施建设开发	100.00%（间接）	划拨
温州市洞头保安服务有限公司	保安服务	100.00%（间接）	划拨
温州市洞头人才发展有限公司	劳务派遣业务	100.00%（间接）	划拨
温州市洞头市场发展有限公司	商品交易市场及摊位出租	100.00%（间接）	划拨
温州洞头拍卖行有限公司	国家法律法规允许拍卖的物品	100.00%（间接）	划拨
温州市洞头民爆器材专营有限公司	民用爆炸物品的销售	100.00%（间接）	划拨
温州洞头安泰危化品运输有限公司	民用爆炸物品的运输	61.58%（间接）	非同一控制下企业合并
温州市洞头粮食收储有限公司	粮食收购、调拨、仓储	100.00%（间接）	划拨
温州市洞头城市服务有限公司	公共设施管理业	50.00%	设立

注：1. 2017年9月方正证券股份有限公司投资温州市洞头城建国有资产投资经营有限公司21,800万元，占注册资本比例为27.60%。但因其投资协议明确其为固定收益回报，不参与公司经营管理，判断其实质为债权，调整为负债列示。

2. 温州市洞头城市服务有限公司持股比例50%，持股半数仍控制被投资单位的依据为，董事会表决权为2/3，对公司享有实质控制权，因此纳入合并范围。

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。