



温州市洞头城市发展有限公司及相关债券 2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

温州市洞头城市发展有限公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
20 洞头 01/20 洞头债 01	AAA	AAA
21 洞头 01/21 洞头债 01	AAA	AAA

评级日期

2022年6月16日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：徐铭远
xumy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持温州市洞头城市发展有限公司（以下简称“洞头城发”或“公司”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“20 洞头 01/20 洞头债 01”和“21 洞头 01/21 洞头债 01”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到，多元化经营性业务对公司收入形成重要补充，2021 年获得政府较大力度支持。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为“20 洞头 01/20 洞头债 01”和“21 洞头 01/21 洞头债 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代建项目和土地开发整理项目结算进度较慢，资产流动性较弱，面临一定的资金压力和较大的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计多元化业务将持续对公司收入进行补充，公司将持续获得外部支持。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	2021	2020	2019
总资产	166.52	144.83	124.28
所有者权益	65.79	56.85	56.67
总债务	61.51	46.59	38.25
资产负债率	60.49%	60.75%	54.40%
现金短期债务比	1.02	1.38	0.58
营业收入	2.93	2.83	1.91
其他收益	0.12	0.11	0.58
利润总额	0.42	0.65	0.52
销售毛利率	14.86%	11.22%	12.02%
EBITDA	0.54	0.77	0.62
EBITDA 利息保障倍数	0.15	0.27	0.26
经营活动现金流净额	0.67	-2.40	-8.06
收现比	276.04%	109.24%	244.24%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **多元化经营性业务对公司收入形成重要补充。**公司代建和安置房收入较小，人才劳务、民爆器材、旅游及储备粮油销售等多元化经营性业务对公司收入形成重要补充。
- **2021 年公司获得较大力度的政府支持。**公司是温州市洞头区主要的基础设施建设主体，2021 年政府通过注入资产和使用一般债券资金对公司进行资本投入，公司资本实力增强；并获得政府补助，提升利润水平。
- **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本期债券的安全性。**温州交发主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券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本期债券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本期债券提供抵押担保，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，5 宗土地评估总价为 19.34 亿元，为本期债券的偿付提供了进一步保障。

关注

- **代建项目和土地开发整理项目结算进度较慢。**受政府资金安排影响，公司代建工程项目结算进度放缓，2021 年仍未实现代建收入，同期末，公司存货中已投资尚未结算的代建成本规模较大，未来需关注代建项目结算进度；此外，公司负责状元南片围涂及环岛西片围涂项目的土地整理工作，截至 2021 年末，上述两项目投入资金规模较大，但尚未确认相关收入。
- **资产流动性较弱。**公司应收款项及存货占总资产的比例较高，应收款项回款时间存在不确定性，对营运资金占用明显；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，且部分存货受限。
- **面临一定的资金支出压力。**公司主要在的基础设施建设、安置房以及自营项目尚需投资规模较大，由于公司资产流动性较弱，且经营活动净现金流近年表现不佳，公司面临一定的资金支出压力。
- **面临较大的偿债压力。**公司总债务快速增长且规模较大，整体杠杆水平偏高，EBITDA 对债务利息的保障水平仍较差，且资产流动性较弱，公司面临较大的偿债压力。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额为 1.12 亿元，占当年期末净资产的比重为 1.70%，担保对象均为国有企业，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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	2
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	5
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			

2

经营状况	非常强	
业务竞争力	7	
业务持续性和稳定性	7	
业务多样性	4	
业务状况等级	强	财务风险状况等级
		较小
指示性信用评分		aa
调整因素	补充调整	调整幅度
		-1
独立信用状况		aa-
外部特殊支持调整		0
公司主体信用等级		AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AAA	2021-06-22	党雨曦、徐宁怡	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)	阅读全文
AA-/稳定	AAA	2020-10-16	徐宁怡、田珊	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
20 洞头 01/20 洞头债 01	5.00	5.00	2021-6-22	2027-11-26
21 洞头 01/21 洞头债 01	5.00	5.00	2021-6-22	2028-02-01

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年11月发行7年期5.00亿元的公司债券（“20洞头01/20洞头债01”）、于2021年2月发行7年期5.00亿元的公司债券（“21洞头01/21洞头债01”），两期债券募集资金计划用于新城一期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12月31日，“20洞头01/20洞头债01”和“21洞头01/21洞头债01”债券募集资金专项账户余额共计为43.99万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，温州市洞头区人民政府国有资产监督管理办公室仍持有公司100.00%的股权，公司股权结构详见附录二。截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为18.80亿元。高级管理人员变动方面，2021年5月，董速华离任监事，戴沂俊为新任监事，2021年12月，董事王志敏离任。

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，还开展人才劳务、旅游、民爆器材及储备粮油销售等多元化经营性业务。2021年公司合并范围新增1家子公司，注销4家子公司，具体情况见表1；截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共24家，合并范围子公司情况详见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2021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	合并方式
温州市洞头排水有限公司	100.00%	100.00	水利管理业	划拨

2、2021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
洞头县海霞文化旅游有限公司	100.00%	10.00	旅游项目开发	注销
温州市洞头新城房地产有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发	注销
温州市洞头旧城改造发展有限公司	100.00%	200.00	旧城拆迁改造	注销
温州洞头拍卖行有限公司	100.00%	100.00	国家法律法规允许拍卖的物品	注销

注：公司新设温州市洞头排水有限公司。根据2020年12月23日《温州市洞头区人民政府办公室关于印发《洞头区供水设施公共服务一体化实施方案》的通知》（洞政办发【2020】48号），温州市洞头排水有限公司合并三家单位净资产，分别为温州市洞头水务发展有限公司排水分公司、温州市洞头水务发展有限公司、温州市洞头大门水务有限公司。

资料来源：公司 2021 年审计报告，公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽

松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

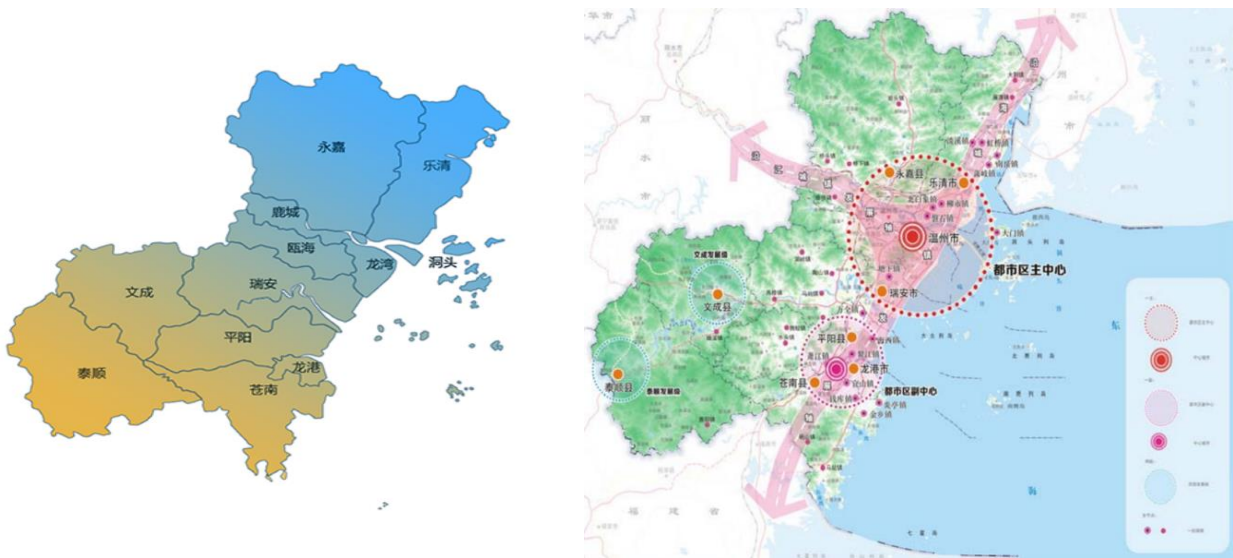
温州市位于长三角区域，民营经济活跃，第三产业发达，经济发展水平在浙江省内排名前列，未来规划成为浙江全省第三极；近年温州市财政自给程度逐年提升，但区域债务扩张较快

区位特征：温州市位于长三角经济圈东南侧，是全国公路主枢纽城市和主枢纽港之一，区位和交通优势明显。温州市位于浙江省东南部，位于长三角区域内，东濒东海，南毗福建，西及西北部与丽水市相连，北和东北部与台州市接壤，温州与杭州、宁波、金义新区（金华-义乌）被浙江省规划为省内四大中心都市区。全市陆域面积12,110平方公里，海域面积8,649平方公里，现辖鹿城、龙湾、瓯海、洞头4区，瑞安、乐清、龙港3市（县级）和永嘉、平阳、苍南、文成、泰顺5县，1个国家级开发区（温州经济技术开发区）。2019-2021年温州市常住人口小幅增长，截至2021年末全市常住人口964.5万人。温

温州市已形成高速公路、高铁、航空和港口的综合交通建设体系。目前高速总里程位于浙江全省前列，境内有金温铁路、沿海铁路（杭深铁路温州段）和新金丽温铁路（金温扩能改造工程），“十三五”期间温州市市域铁路S1线建成投用，杭温高铁、市域铁路S2线等重点铁路项目开工建设。温州市拥有龙湾国际机场和温州港，机场旅客吞吐量达到千万级别，温州港集装箱吞吐量突破百万标箱。根据浙江省人民政府印发的《浙江省综合交通运输发展“十四五”规划》，定位温州为长三角联动海西经济区和粤港澳重大战略空间的全国性综合交通枢纽，温州市的区位和交通优势明显。

图 1 温州市行政区划图

图 2 温州市“十四五”市域城镇空间结构规划



资料来源：温州市政府、温州市“十四五”规划，中证鹏元整理

经济发展水平：温州市经济发展水平位居浙江省前列，民营经济活跃，但存在区域内发展不平衡问题。温州是全国民营经济的重要发祥地，民营经济的蓬勃发展是温州经济的重要支柱和最大特色。温州市自古有经商文化的传统，改革开放以来，温州的市场化改革提升了民营经济的活跃程度，商业贸易逐渐繁荣壮大。截至2020年末，温州全市拥有各类市场主体113万户，平均每9个温州人就有1位经商办企业。民营经济活跃极大程度地提升了温州市的创新创业氛围，是温州市经济保持活力的重要因素。得益于活跃的民营经济发展，温州市经济总量在浙江省内仅次于杭州和宁波，2020年经济增速受疫情影响有所回落，2021年疫情负面影响减弱，经济增速回升，当年实现GDP7,585亿元，整体经济实力较强，但区域内存在发展不平衡问题，下辖的乐清市、鹿城区、瑞安市、龙湾区经济发展水平较高，但永嘉县、泰顺县、苍南县和文成县经济发展相对较慢，城乡经济差距较大，导致近年温州全市范围内人均GDP/全国人均GDP比重小幅下滑。从拉动经济的增长驱动因素看，固定资产投资是推动温州市经济增长的重要动力，2019-2021年温州市固定资产投资平均增速为8.87%，分产业看，制造业投资和服务业投资增长保持较快增速，但房地产开发投资增速波动较大，2019-2021年增速分别为2.0%、1.5%和18.3%，2021年温州市进行了“安置提速”工作，政府出台了相关政策推动加快拆迁速度和安置房项目开工建设速度，对房地产开发投资有一定推动作用。消费方面，温州市民营经济和服务业活跃，消费对经济增长的贡献

显著，2020年受疫情负面因素影响，温州市社会消费品零售总额较上年有所下降，2021年全市消费市场逐步回稳，同比实现正增长，其中基本生活用品和消费升级类商品增长较快。温州市濒临东海，1984年被列为全国14个沿海对外开放城市之一，对外经济发达，依托全球商品贸易港等平台，2019-2021年进出口总额总体保持较高增速，但近两年明显有所下滑。

土地市场方面，2019-2020年全市成交土地总价为991.51亿元和949.12亿元，2021年受房地产政策收紧调控影响，土地成交总价降至845.26亿元；2019-2021年成交土地楼面均价也较为稳定，分别为3,659.05/平方米、4,040.56/平方米和3,840.46/平方米。分区域看，鹿城区、龙湾区和乐清市的土地成交均价在温州市内位居前列。

表2 2021年浙江省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
杭州市	18,109.00	8.5%	14.99	2,386.59	2460.61
宁波市	14,594.90	8.2%	15.39	1,723.13	1,594.59
温州市	7,585.00	7.7%	7.86	657.60	1,493.00
绍兴市	6,795.00	8.7%	12.79	604.00	1,154.8
金华市	5,355.44	9.8%	7.55	492.32	-
湖州市	3,644.90	9.5%	10.75	413.50	-
衢州市	1,875.61	8.7%	8.22	163.93	-
舟山市	1,703.60	8.4%	14.62	180.70	143.25

注：“-”表示数据尚未公开披露。

资料来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 温州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	7,585.0	7.7%	6,850.5	3.4%	6,608.0	8.2%
固定资产投资	-	11.4%	-	4.9%	-	10.3%
社会消费品零售总额	3,807.7	8.9%	3,497.8	-2.7%	3,655.9	9.6%
进出口总额	2,411.2	10.1%	2,189.7	15.1%	1,902.2	26.3%
人均 GDP（元）		78,642		71,456		71,054
人均 GDP/全国人均 GDP		97.12%		99.24%		101.39%

注：“-”代表该项数据未公布；2019、2020年GDP为经最终核实的金额；人均GDP按照年末常住人口计算。

资料来源：2019-2021年温州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：温州市第三产业发达，工业基础良好，近年重点打造“5+5”产业集群，加强传统产业的转型升级和培育发展战略新兴产业。近年温州市的产业结构不断优化，三次产业结构由2019年的2.3：42.1：55.6调整为2021年的2.2：42.1：55.8。分产业看，第三产业为温州市主导产业，2019-2020年度浙江省服务业发展综合评价中温州市连续两年排名第二，仅次于杭州市。2019-2021年第三产业增加值复合增速达7.76%，其中批发零售业、金融业、住宿和餐饮业发展较快。近年温州市大力推动现代服务业

高质量发展，重点发展现代金融服务业、时尚创意设计产业、休闲旅游业、科技服务业、商贸服务业、体育产业等；第二产业是温州市的发展重点，温州市拥有良好的工业基础，传统优势支柱产业为电气工业、鞋革工业、服装工业、汽摩零部件工业、泵阀工业。近年温州着力打造“5+5”产业集群，一方面提升五大传统优势制造业，另一方面培育发展五大战略性新兴产业（数字经济、智能装备、生命健康、新能源、新材料），提升全市产业的科技创新含量。截至2022年3月末，温州市在A股上市的公司共29家，以纺织服装、电气设备、机械设备行业为主，代表企业有正泰电气、华峰化学、伟明环保、森马服饰等。

财政及债务：近年温州市财政收入规模持续增长，财政自给程度逐年提升，但区域债务扩张较快。2019-2021年温州市一般公共预算收入保持增长趋势，得益于活跃的民营经济，税收收入占比较高，以增值税、企业所得税为主，财政自给率不断提升。得益于当地土地市场表现较为稳定，近年温州市政府性基金收入逐年升高，但增幅逐渐收窄。区域债务方面，2019-2021年末地方政府债务余额复合增长率为28.51%。

表4 温州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	657.55	601.98	578.97
税收收入占比	83.56%	84.74%	81.97%
财政自给率	61.64%	58.61%	53.41%
政府性基金收入 ¹	1,493.0	1,350.6	1,608.2
地方政府债务余额	2,126.66	1,599.75	1,287.64

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2020年温州市预算执行报告、温州市财政局2021年工作总结、浙江省财政厅，中证鹏元整理

洞头区地处浙江东南沿海，区位优势独特，海洋和港口资源丰富，水运条件优越；经济总量在温州市各区县中排名较后，财政自给能力较弱，但经济增速和人均GDP均高于全市水平

区位特征：洞头区地处浙江东南沿海，区位优势独特，海洋和港口资源丰富，水运条件优越。洞头区隶属浙江省温州市，地处浙东南沿海瓯江出海口、温州沿江城市发展轴与沿海产业发展轴“两轴”交汇处、东海之滨，原为温州市下辖县，于2015年撤县设区，是温州市四大主城区之一，下辖5个街道、1个镇和1个乡，总面积2,862平方公里，2021年末常住人口15.03万人。洞头核心岛屿片区距离温州龙湾国际机场30公里、温州南站60公里，区内大小门岛连接长三角经济区与海西经济区，下辖的灵昆街道位于温州湾口中部瓯江口内，为温州海口门户、交通要道，具有独特的区位优势。近年来，洞头区大路网、大港口、大海运建设进程加快，330国道洞头段、甬台温高速复线灵昆至苍南段、瓯江口南口大桥、大

¹ 表中所列2020年政府基金性收入1,350.6亿元为剔除一次性收入因素后收入，表中所列2019年政府基金性收入1,608.2亿元为包含一次性收入因素收入，2019年剔除一次性收入因素后收入为1,135.0亿元，剔除一次性收入因素口径下，2020年政府基金性收入同比增长19%。

门大桥、S1轻轨线灵昆站和多个隧道已投用，目前已基本形成70分钟以内可到达温州市内港口、高速、机场和火车站的“34567”对外交通时空圈。未来随着半岛南堤快速路和北口大桥建设完成，洞头区将形成至温州中心城区1小时、至机场和高速半小时交通圈。

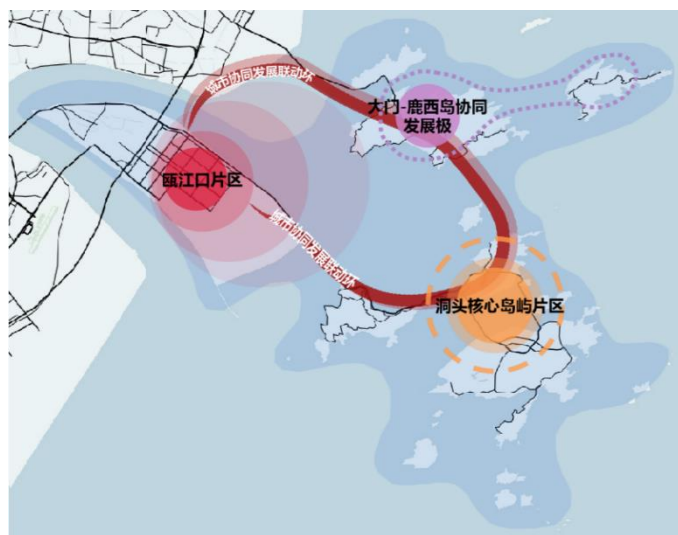
洞头区港口资源优良，水运条件优越，拥有温州港三大核心港区中的状元岙港区、大小门岛港区等，可利用海岸线近30公里，其中可建万吨级以上泊位的深水线15公里，可布置1万吨-20万吨级泊位90余个，目前已开通至台湾、日本、俄罗斯、东南亚航线，港口货物年吞吐量近1,000万吨。港区内建有亚洲最大的天然气液化储运基地，又有供巨轮通行的北水道横贯洞头列岛中部，总体集疏运条件较好。截至2020年末，全区共有海运企业20家，总运力规模79.92万吨，连续10年位居温州市第一，占全市总运力的61%。

洞头区是全国14个海岛区（县）之一，也是浙江第二大渔场和全国海钓基地，区内302个岛屿星罗棋布，海域面积2,652平方公里，占辖区总面积的93%，可供浅海养殖面积7.3万亩，养殖用海5万亩，海洋资源丰富。全区渔场面积4,800多平方公里，海域内有能捕捞的鱼类300余种，岩礁潮带生物、泥质潮间带生物上百种等，其中特产羊栖菜是具有较高食用价值的海洋藻类，有“海里人参”的美誉。洞头区生态优美，素有“海上桃源”之称，是全国唯一以区冠名的国家AAAA级旅游景区，全区共有七大景区、400多个景点。

图 3 洞头区区位图



图 4 洞头区“两核一极，一环联动，西扩东优”空间格局



资料来源：温州市人民政府、洞头区人民政府网站

经济发展水平：洞头区经济总量在温州市各区县中排名较后，但经济增速和人均GDP均高于全市水平。近年洞头区地区生产总值持续较快增长，三次产业结构由2019年的5.4：41.3：53.3调整为2021年的5.7：40.6：53.7，经济结构以第三产业为主。2021年洞头区实现地区生产总值126.07亿元，同比增长8.3%，人均GDP为8.39万元，是同期全国人均GDP的103.59%，经济总量在温州市各区县中排名较后，

但经济增速和人均GDP均高于全市水平。2019-2020年洞头区固定资产投资保持较高增速，有力拉动了经济增长。受中美贸易摩擦加剧等因素影响，洞头区外贸出口企业利润下降，2019年进出口总额大幅下滑，2020年恢复较快增长。

表5 2021年温州市部分区（县、市）经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
乐清市	1,433.48	10.8%	9.79	97.01	142.62
鹿城区	1,262.03	6.2%	10.61	41.44	199.77
瓯海区	770.38	8.1%	7.88	50.01	134.08
平阳县	600.51	9.8%	6.94	42.00	101.79
永嘉县	486.34	4.0%	5.59	41.34	34.43
苍南县	399.62	8.3%	4.72	30.18	74.72
洞头区	126.07	8.3%	8.39	17.49	6.37
文成县	116.52	5.7%	4.04	11.75	10.49

注：1、人均GDP根据2021年末常住人口计算得到；

2、“-”表示数据未披露。

资料来源：各区（县、市）国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表6 洞头区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	126.07	8.3%	114.42	6.9%	107.84	8.8%
固定资产投资	-	-	-	15.4%	-	11.8%
社会消费品零售总额	30.86	6.1%	36.11	-1.0%	39.49	9.0%
进出口总额	-	-	19.77	37.9%	14.34	-29.7%
人均 GDP（元）		83,879		76,895		72,470
人均 GDP/全国人均 GDP		103.59%		106.14%		102.23%

注：1、人均GDP=地区GDP/期末常住人口，2019年人均GDP根据第七次人口普查常住人口计算得到，GDP与常住人口均为含瓯江口产业集聚区数据口径；

2、“-”表示数据未披露。

资料来源：洞头区2019-2020年国民经济与社会发展统计公报、2021年12月统计月报，中证鹏元整理

产业情况：洞头区已形成五大传统制造业发展格局，近年着力发展海洋新兴产业和特色旅游业。

洞头区主要传统工业行业包括机械汽配、电子电气、医药化工、水产品加工和建材工业，2020年合计实现规上工业产值47.6亿元，占规上工业总产值的43.94%。其中，机械汽配行业规上企业实现总产值5.6亿元，同比增长13.5%，代表性企业有浙江迪特高强度螺栓有限公司、温州鸿鹏汽配制造有限公司等；医药化工行业规上企业实现总产值34.9亿元，同比下降3.6%，代表性企业有诚意药业（603811.SH）、温州中石油燃料沥青有限责任公司等。

近年来，洞头区依托独特的滨海区位优势，着力发展临港工业和海洋新兴产业、构建特色旅游产业体系，2020年实现临港工业产值27.34亿元，占总产值的53.4%，高新技术产业、战略新兴产业、数字经济

济核心产业制造业增加值分别同比增长1.4%、19.1%、31.8%，进一步落实党中央、国务院关于全域旅游的部署安排，围绕打造“国际旅游岛”战略目标，推进文旅体融合发展，2020年接待游客713.57万人，同比增长22.08%，实现旅游综合收入66.19亿元，同比增长25.89%。

发展规划及机遇：2021-2025年，洞头将构建“两核一极，一环联动，西扩东优”、“一心两翼五平台”的空间发展格局，即以洞头核心岛屿片区、瓯江口片区为“两核”，以大门-鹿西岛协同发展极为“一极”，以城市协同发展联动环“一环”，以中部港城融合发展心为“一心”，以南部生态旅游发展翼、北部临港产业发展翼为“两翼”，“五平台”分别为以状元岙为主体的港产城综合平台、以本岛南片为主体的滨海旅游平台、以霓屿街道为主体的健康养生平台、以小门岛和大门岛北侧区域为主体的临港产业平台、以鹿西乡为主体的渔旅融合平台。“十四五”期间，洞头将系统开展海上花园建设，进一步发挥与温州综合保税区、跨境电商综合试验区、自贸区联动创新区三大平台的联动效应，基本建成瓯江口与状元岙深水港区“区港联动”体系，进一步加强乐清、龙湾、温州经济开发区的产业链协同性，基本形成更高水平的开放型经济新体制。建设温州都市区东拓主平台，在市区一体化、瓯洞一体化上取得实质性进展，同时实现以滨海旅游、临港产业、生命健康为主导的海洋产业体系全面升级，打造甬台温临港产业示范基地。

图 5 洞头区“一心两翼五平台”空间格局



资料来源：洞头区人民政府网站

财政及债务水平：近年洞头区综合财力有所增强，但财政自给能力较弱，区域债务负担加重。2021年，洞头区实现一般公共预算收入17.49亿元²，同比增长23.91%，总量在温州市排名较后，但增速

² 该数据来源于《2021年洞头区国民经济和社会发展统计公报》（以下简称“公报”），根据公报，洞头区2021年实现一般公共预算收入为17.49亿元；根据《关于温州市洞头区2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告》（以下简称“预算报告”），按照全口径计算，2021年洞头区一般公共预算收入为12.41亿元。根据公司出具的说明，形成数据差异的原因是，公报披露的一般公共预算收入口径包含洞头区行政区域范围内的瓯江口产业聚集区，预算报告披露的数据口径未包含瓯江口产业聚集区。

高于浙江省及温州市水平。2021年洞头区财政自给率为37.22%，较2019年有所提高，但仍处于较低水平，财政自给能力较弱。2021年洞头区地方政府债务余额为44.29亿元，近年呈快速增长趋势，区域债务负担加重。

表7 洞头区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	17.49	10.02	9.70
税收收入占比	55.00%	61.10%	55.09%
财政自给率	37.22%	31.65%	29.64%
政府性基金收入	6.37	9.16	5.39
地方政府债务余额	44.29	35.34	26.39

注：1、财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；

2、2021年政府性基金收入为区本级数据。

资料来源：洞头区2019-2020年财政决算报告、2022年财政预算报告以及各年度国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，公司是洞头区唯一的发债城投平台。

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，同时开展人才劳务、旅游、民爆器材及储备粮油销售等多元化经营性业务，2021年新增城市服务板块。2021年公司营业收入小幅增长，其中人才劳务贡献49.44%的收入，公司整体盈利能力仍较弱。

表8 公司主营业务构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
人才劳务	13,318.69	2.89%	11,416.02	3.70%
旅游收入	3,293.30	4.25%	2,487.05	3.06%
安置房收入	2,554.21	34.81%	5,177.06	22.85%
民爆器材	2,049.27	19.04%	2,043.31	18.96%
租金	1,952.11	47.09%	1,097.89	13.34%
储备粮油	1,235.80	-12.01%	1,237.39	-22.29%
保安服务	1,210.57	24.08%	1,224.05	29.85%
培训收入	602.53	41.82%	211.97	53.07%
运输服务	590.52	57.65%	615.06	47.44%
城市服务	96.78	18.69%	-	-
拍卖佣金	-	-	19.84	100.00%
其他	-	-	1.88	3.19%
合计	26,903.78	12.93%	25,531.51	10.69%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建业务仍未实现收入，在建项目投入规模大，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等政府相关单位以及区域其他国有企业。

公司代建业务连续3年仍未实现收入，主要系政府资金安排导致代建工程项目结算进度受到影响所致。2021年末公司存货中已投资尚未结算的代建成本账面价值为21.46亿元，待未来移交后，公司代建收入有一定保障，但需关注项目结算进度情况。截至2021年末，公司主要在建基础设施项目预计总投资25.71亿元，累计已投资15.02亿元，尚需投资12.07亿元，考虑到公司资产流动性较弱，经营活动净流入规模较小，面临一定的资金支出压力。

表9 截至 2021 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
大门海洋经济示范区交通基础设施改造提升工程	74,120.00	4,944.51
新城二期市政道路工程	63,756.00	40,017.00
新城二期河道护岸工程	56,000.00	30,329.79
海霞中学迁建建设工程项目	22,983.04	20,824.83
新垄隧道建设工程（含市政隧道）	15,317.50	17,497.01
洞头县霓屿义务学校工程	10,171.68	12,869.67
洞头区交通运输局农村公路改造提升工程(一期)	9,174.77	12,458.12
洞头区殡仪服务中心工程	5,558.30	11,251.98
合计	257,081.29	150,192.91

注：洞头县霓屿义务学校工程和洞头区交通运输局农村公路改造提升工程(一期)超概算，洞头区殡仪服务中心工程的累计总投资包含土地费用和附属工程。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建自营项目较多，待工程完工后，通过项目自主运营实现收益。截至2021年末，公司主要在建自营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，需关注项目运营不达预期的风险。截至2021年末，公司主要在建自营项目尚需投资2.64亿元，部分项目后续面临运营压力。

表10 截至 2021 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
------	-------	-------

蓝色海湾综合整治项目	120,293.54	120,293.53
水利管网项目工程	89,656.20	89,656.20
蓝色海湾综合整治项目（二期）	45,112.00	20,916.49
旅游文体项目	23,138.07	20,930.71
望海楼等景区	19,390.02	19,390.02
合计	297,589.83	271,186.95

注：蓝色海湾综合整治项目、水利管网项目工程以及望海楼等景区接近完工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司安置房业务收入下降，土地开发整理仍未确认收入

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建设，建设完成后，通常以政府指导价格将安置房定向销售给相应地块拆迁户。2021年公司安置房业务收入下降，收入来源于大门长沙安置房一期。截至2021年末，公司本部主要在建安置房项目计划总投资4.82亿元，已投资2.67亿元，待项目完工结算，安置房收入有一定保障。

表11 截至 2021 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	建筑面积	预计总投资	累计总投资
新城一期 03-01-02 地块人才公寓项目	2	12,526.00	2,916.00
洞头区工务局 02-01 地块安置房工程专户	4	18,400.00	12,802.00
元觉街道旧村搬迁安置房工程	4	17,317.00	10,974.00
合计	10	48,243.00	26,692.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地开发整理方面，公司仍继续投入状元南片围涂及环岛西片围涂项目的土地整理工作，近年投资进度偏缓，截至2021年末，上述两项目已累计投入资金19.28亿元，但尚未确认相关收入，未来收益确认方式仍存在不确定性。

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。

2021年公司人才劳务增加至1.33亿元，主要系根据《温州市洞头区机关事业单位编外用工综合改革实施方案》文件增加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，以及公司业务持续拓展所致；该业务盈利能力较弱，对公司利润贡献较小。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，未来人才劳务收入存在波动性。此外，旅游、民爆器材及储备粮油销售等业务对公司收入形成有效补充。

2021年公司获得较大力度的政府支持

公司作为温州市洞头区内主要的基础设施建设主体，2021年获得政府较大力度的支持。2021年政府通过注入资产和使用一般债券资金对公司进行资本投入，资本公积增加8.41亿元，公司资本实力增强。2021年公司收到政府补助0.65亿元，提升公司利润水平。

表12 2021年公司资本公积变动情况（单位：万元）

政府支持	政府文件	金额
一般债券资金做资本投入	《温州市洞头区财政局关于明确政府一般债券资金性质的函》	82,000.00
投入投资性房地产	《温州市洞头区人民政府专题会议纪要【2019】35号》	1,380.59
投入固定资产	《温州市洞头区人民政府专题会议纪要【2018】48号》	128.14
接收温州市洞头水务发展有限公司排水分公司注销日账面净资产		320.70
接收温州市洞头水务发展有限公司注销日净资产	《温州市洞头区人民政府关于印发<洞头区供水设施公共服务一体化实施方案>的通知》（洞政办发【2020】48）	225.45
接收温州市洞头大门水务有限公司注销日账面净资产		11.59

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表变动情况详见表1；截至2021年末，公司合并报表范围子公司情况详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模增长，存货、在建工程和应收款项占比较高，资产流动性较弱

2021年公司资产规模增长，资产结构仍以流动资产为主。截至2021年末，因借款增加，公司货币资金规模同比增长48.11%，主要为银行存款，无受限资金；因温州市洞头区工务局支付工程欠款，公司应收账款大幅减少，2021年末主要应收对象仍为温州市洞头区工务局（1.02亿元）；其他应收款以政府单位或国有企业往来款为主，前五大应收对象为洞头县财政局财政资金专户、洞头北岙后围垦建设开发有限公司、洞头区财政局、温州市霓发矿业有限公司及洞头县大陆引（供）水工程建设指挥部，前五大欠款金额合计为7.74亿元；整体来看，公司应收款对象主要为政府单位和国有企业，回收风险相对可控，但回款时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用。公司存货占总资产的比例超50%，存货主要包括安置房项目为主的开发成本、土地整理成本和代建成本，变现取决于委托方的结算计划与支付安排，

并且17.28亿元存货被抵押，即时变现能力较弱。公司长期股权投资对象质量偏弱，2021年投资亏损。在建工程主要为自营项目，重要的在建项目包括蓝色海湾综合整治项目、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，建设完成后通过自主运营实现收益。

总体来看，公司资产规模增长，应收款项、在建工程及存货占比较大，应收款项回款时间存在不确定性，存货即时变现能力较弱，且部分资产受限，公司整体资产流动性较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.78	6.47%	7.28	5.03%
应收账款	1.07	0.65%	6.17	4.26%
其他应收款	27.98	16.80%	20.05	13.84%
存货	83.85	50.35%	77.93	53.80%
流动资产合计	124.28	74.63%	111.72	77.14%
长期股权投资	4.36	2.62%	4.22	2.92%
在建工程	31.16	18.71%	25.01	17.27%
非流动资产合计	42.24	25.37%	33.11	22.86%
资产总计	166.52	100.00%	144.83	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

多元化经营性业务对公司收入形成重要补充，但代建项目以及土地开发整理项目结算进度较慢，且公司盈利对政府补助依赖性较高

2021年公司营业收入小幅增长，人才劳务业务仍为第一收入来源。公司代建和安置房收入规模较小，人才劳务、民爆器材、旅游及储备粮油销售等多元化经营性业务对公司收入形成重要补充。存货中已投资尚未结算的开发成本、土地整理成本和代建成本账面价值较高，代建业务和土地开发整理业务仍未实现收入，未来收入确认时间存在较大不确定性。2021年，公司销售商品、提供劳务收到的现金增加，收现比上升至2.76，主营业务获现能力较好；政府补助是公司利润的重要来源，2021年持续获得政府补助，公司盈利对政府补助存在较高的依赖。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
营业收入	2.93	2.83
收现比	276.04%	109.24%
营业利润	-0.11	-0.05
其他收益	0.12	0.11
利润总额	0.42	0.65
销售毛利率	14.86%	11.22%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务增长且规模较大，偿债指标表现较弱，面临较大的偿债压力

因在建项目资金需求较大，公司对外筹资力度加强，2021年负债规模实现较快增长；公司资本公积因政府注入资产和资金而增加，但公司产权比例仍偏高，所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图 6 公司资本结构

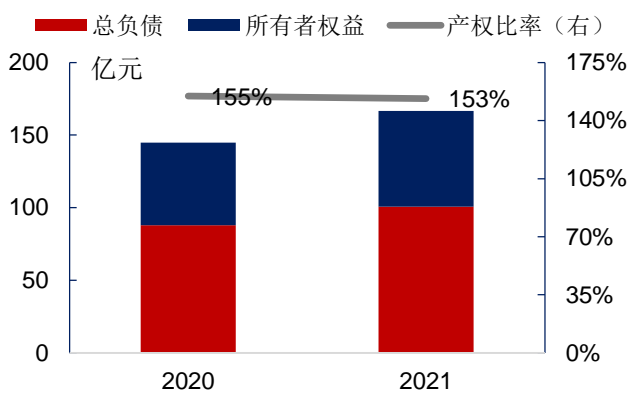
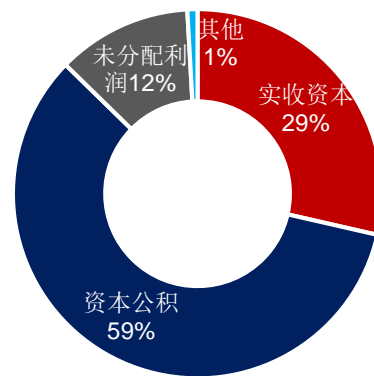


图 7 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

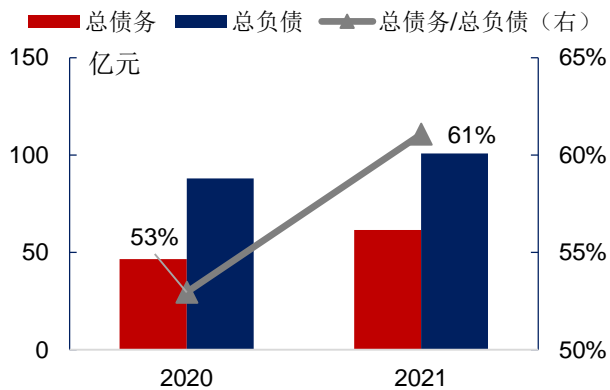
2021年末，公司短期借款主要为保证借款，规模较上年增长；其他应付款主要为与区域内政府部门及其他单位的往来款，规模较大；一年内到期的长期借款大幅增加，短期偿债压力上升；长期借款主要为抵质押借款和保证借款；2021年新发行5.00亿元7年期公司债券（“21洞头01/21洞头债01”）导致应付债券大幅增加，截至2021年末，存续债券为“20洞头01/20洞头债01”、“21洞头01/21洞头债01”以及债权融资计划；长期应付款主要为地方债券专项资金和与方正证券股份有限公司的借款。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

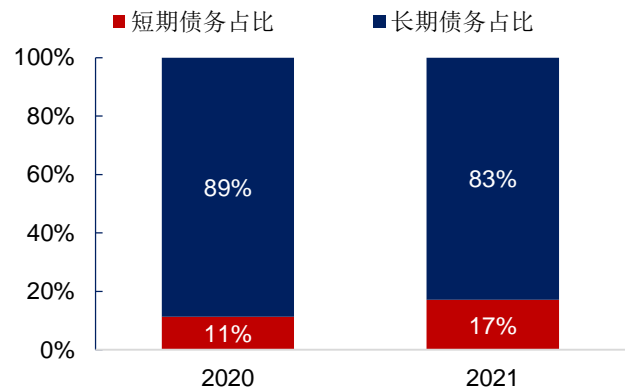
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.31	2.30%	0.72	0.82%
其他应付款	34.69	34.44%	35.78	40.67%
一年内到期的非流动负债	8.23	8.17%	4.55	5.17%
流动负债合计	47.38	47.04%	44.33	50.38%
长期借款	35.55	35.29%	32.98	37.48%
应付债券	13.68	13.58%	8.34	9.48%
长期应付款	4.04	4.01%	2.34	2.66%
非流动负债合计	53.35	52.96%	43.65	49.62%
负债合计	100.74	100.00%	87.98	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务快速增长且规模较大，占总负债的比例上升至61%；债务结构仍以长期债务为主。

图 8 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 9 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021 年末，公司资产负债率为 60.49%，杠杆水平偏高；现金短期债务为 1.02，现金类资产对短期债务的保障程度尚可，EBITDA 对债务利息的保障水平仍较差。综合而言，公司总债务规模较大，资产流动性较弱，偿债指标偏弱，公司面临较大的偿债压力。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	60.49%	60.75%
现金短期债务比	1.02	1.38
EBITDA 利息保障倍数	0.15	0.27

资料来源：公司 2020-2021 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 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 5 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。

或有事项分析

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 1.12 亿元，占当年期末净资产的比重为 1.70%，担保对象均为国有企业，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 17 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
温州市洞头中普陀文化旅游产业有限公司	1,800.00	2026/9/16	否
温州市洞头中普陀文化旅游产业有限公司	1,800.00	2026/9/16	否
温州大小门岛投资开发有限公司	3,900.00	2024/5/4	否

浙江瓯越交建科技股份有限公司	3,720.00	2030/5/21	否
合计	11,220.00	-	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司作为温州市洞头区内主要的基础设施建设主体，主要承担洞头区基础设施建设、土地开发整理及部分安置房建设职责。公司代建和安置房收入规模较小，人才劳务、民爆器材、旅游及储备粮油销售等多元化经营性业务对公司收入形成重要补充。但同时中证鹏元关注到，代建业务和土地开发整理业务仍未实现收入，未来收入确认时间存在较大不确定性。此外，公司资产流动性较弱，存在一定的资金压力和较大的偿债压力。

九、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01/20洞头债01”和“21洞头01/21洞头债01”的安全性

“20洞头01/20洞头债01”和“21洞头01/21洞头债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01/20洞头债01”和“21洞头01/21洞头债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。

温州交发是温州市重大交通基础设施项目投资建设的主体，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车辆通行费用，2021年收入快速增长至32.36亿元，且毛利率提升至18.11%，盈利能力得到改善。

表18 温州交发营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
温州大桥通行费	53,602.36	88.19%	38,913.09	78.29%
绕城高速西南线通行费	3,3738.2	-12.44%	20,825.06	-46.23%
绕城高速北线一期高速通行费	24,005.14	1.17%	17,070.00	-77.84%
绕城高速北线二期高速通行费	4,405.15	0.31%	3,213.01	-242.87%
甬台温复线灵昆至阁巷段高速通行费	10,280.78	-132.93%	6,308.57	-212.29%
甬台温复线南塘至黄华段高速通行费	7,038.94	-18.46%	5,740.81	-24.87%
甬台温复线瑞安至苍南段高速通行费	29,938.34	-6.59%	9,765.02	-180.13%

泽雅水库原水费收入	5,417.69	13.87%	3,913.52	5.67%
监理监测收入	31,784.46	31.25%	18,870.58	33.21%
物业管理收入	15,614.31	19.73%	12,206.38	13.47%
油品销售收入	36,598.51	12.66%	20,446.19	18.38%
土地垦造业务	20,188.88	11.32%	11,529.19	9.20%
其他	50,937.57	22.51%	33,749.55	84.78%
营业收入合计	323,550.33	18.11%	202,550.97	4.39%

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 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，温州交发资产和所有者权益规模较大，资产负债率为66.44%，杠杆水平偏高。2021年温州交发利润总额亏损，主要系高速公路运营后固定资产折旧产生费用以及疫情影响。

表19 温州交发主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
总资产	651.70	649.61
所有者权益	218.71	214.19
总债务	-	367.52
资产负债率	66.44%	67.03%
现金短期债务比	-	1.79
营业收入	32.36	20.26
其他收益	0.14	0.14
利润总额	-5.47	-13.57
销售毛利率	18.11%	4.39%
EBITDA	-	11.91
EBITDA 利息保障倍数	-	0.74
经营活动现金流净额	12.37	6.82
收现比	-	96.98%

资料来源：温州交发 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

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01/20洞头债01”和“21洞头01/21洞头债01”的安全性。

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

为保障“20洞头01/20洞头债01”和“21洞头01/21洞头债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2021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分别于2021年12月6日和2022年2月16日出具的土地估价报告，该5宗土地的评估总价为19.34亿元，截至2022年5月31日，上述抵押土地评估价值是本期债券本金和一年利息的1.84倍，为“20洞头01/20洞头债01”和“21洞头01/21洞头债01”的本息偿付提供进一步保障。

表20 截至 2022 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 01/20 洞头债 01	洞国用（2016）第 004-00466 号	45,321.01	2021/11/26	是
	洞国用（2016）第 004-00465 号	42,004.27	2021/11/26	是
21 洞头 01/21 洞头债 01	洞国用（2016）第 004-00459 号	41,143.82	2022/02/07	是
	洞国用（2016）第 004-00269 号	32,289.22	2022/02/07	是
	洞国用（2016）第 004-00464 号	32,657.90	2022/02/07	是
合计		193,416.22	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

十、结论

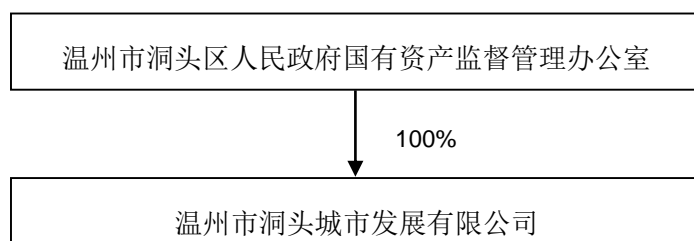
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“20洞头01/20洞头债01”和“21洞头01/21洞头债01”的信用等级为AAA。

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：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	10.78	7.28	5.05
其他应收款	27.98	20.05	14.66
存货	83.85	77.93	73.54
流动资产合计	124.28	111.72	100.24
在建工程	31.16	25.01	17.63
非流动资产合计	42.24	33.11	24.04
资产总计	166.52	144.83	124.28
短期借款	2.31	0.72	5.21
其他应付款	34.69	35.78	25.21
一年内到期的非流动负债	8.23	4.55	3.50
流动负债合计	47.38	44.33	36.36
长期借款	35.55	32.98	29.54
应付债券	13.68	8.34	0.00
长期应付款	4.04	2.34	1.65
非流动负债合计	53.35	43.65	31.24
负债合计	100.74	87.98	67.61
总债务	61.51	46.59	38.25
营业收入	2.93	2.83	1.91
所有者权益	65.79	56.85	56.67
营业利润	-0.11	-0.05	0.29
其他收益	0.12	0.11	0.58
利润总额	0.42	0.65	0.52
经营活动产生的现金流量净额	0.67	-2.40	-8.06
投资活动产生的现金流量净额	-8.25	-6.29	-1.82
筹资活动产生的现金流量净额	11.08	11.02	5.05
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	14.86%	11.22%	12.02%
收现比	276.04%	109.24%	244.24%
资产负债率	60.49%	60.75%	54.40%
现金短期债务比	1.02	1.38	0.58
EBITDA（亿元）	0.54	0.77	0.62
EBITDA 利息保障倍数	0.15	0.27	0.26

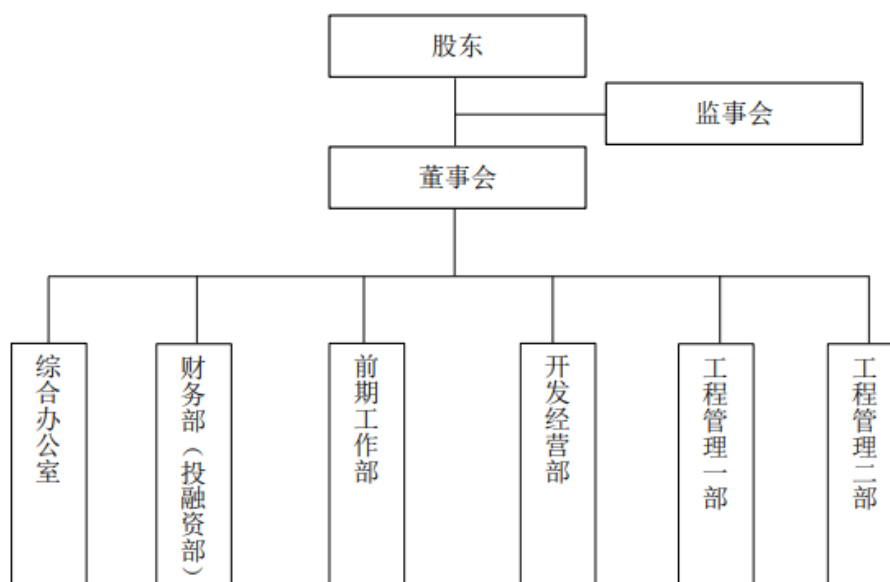
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

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 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 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
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
温州市洞头排水有限公司	水利管理业	100.00%	划拨

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21,800.00万元，占注册资本为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。截至2021年12月31日，期末金额为17,440.00万元。

2. 温州市洞头城市服务有限公司持股比例50.00%，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2021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。