



2016年瑞安市国有资产投资集团有限公司 公司债券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：

2016年瑞安市国有资产投资集团有限公司公司债券 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
16 瑞安债/PR 瑞安债	AA+	AA+

评级日期

2022年6月14日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持瑞安市国有资产投资集团有限公司（以下简称“瑞安国投”或“公司”）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定，维持 16 瑞安债/PR 瑞安债的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：2021 年瑞安市在高新技术产业及新兴产业的推动下工业经济增长强劲，为公司发展提供了较好的基础，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，且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仍能一定程度保障 16 瑞安债/PR 瑞安债的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性偏弱，面临的资金支出压力较大，中长期债务规模增长较大等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	385.35	368.53	274.08	248.93
所有者权益	157.91	150.79	130.38	113.76
总债务	104.82	102.36	64.36	62.68
资产负债率	59.02%	59.08%	52.43%	54.30%
现金短期债务比	3.68	5.31	1.33	3.34
营业收入	1.64	14.25	17.91	14.27
其他收益	0.02	0.82	0.57	0.89
利润总额	0.51	2.50	1.24	1.33
销售毛利率	39.78%	27.63%	14.20%	19.91%
EBITDA	--	4.85	4.00	3.15
EBITDA 利息保障倍数	--	1.90	1.09	1.03
经营活动现金流净额	-3.67	8.23	10.66	-28.38
收现比	307.53%	148.78%	126.58%	93.77%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **2021年瑞安市在高新技术产业及新兴产业的推动下工业经济增长强劲，为公司发展提供了较好的基础。**瑞安市海洋及渔业资源丰富，水运条件较好；进出口及固定资产投资持续有力拉动经济增长；2021年工业经济增长强劲，其中高新技术产业和战略性新兴产业推动作用明显。
- **公司业务收入持续性较好。**公司系瑞安市主要的城市基础设施建设企业，截至2021年末，公司安置房、标准厂房、市政基础设施项目主要在建项目计划总投资合计为179.83亿元，累计已投资109.60亿元，待工程项目未来完工结算后，公司收入持续性有较好保障。
- **公司获得较大力度的外部支持。**2021年，瑞安市财政局和股东通过货币注资、划拨资产与股权的方式，给予公司较大力度的外部支持，当年公司资本公积净增加17.91亿元，并获财政补贴0.79亿元，进一步提升了公司的资本实力。
- **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一定程度保障16瑞安债/PR瑞安债的安全性。**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连带责任保证担保仍能一定程度保障16瑞安债/PR瑞安债的安全性。

关注

- **公司资产流动性偏弱。**2021年末，公司资产中存货、在建工程和其他应收款合计占资产比重为57.37%，其中存货与在建工程主要为安置房、标准厂房及市政基础设施等工程项目，即时集中变现能力较弱；其他应收款主要为政府及其下属关联单位的往来款，账龄偏长，对公司营运资金形成占用，公司整体资产流动性偏弱。
- **工程建设仍需较大投入，公司持续面临较大资金压力。**截至2021年底，公司主要在建和拟建安置房、标准厂房、市政基础设施项目未来尚需投资规模较大，建设周期较长，公司持续面临较大的资金支出压力。
- **需关注中长期债务偿还压力。**2021年公司融资力度加大，资产负债率小幅上升，总债务占总负债的同步上升至47%，主要为长期借款及应付债券的大幅增长，需关注公司中长期债务偿付压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保占当期末所有者权益的17.32%，有小幅上升，主要为对其他国有企业的担保，均无反担保措施，公司面临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	6
	GDP规模	4		资产负债率	4
	GDP增长率	4		EBITDA利息保障倍数	6
	地区人均GDP/全国人均GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	3		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
经营状况		非常强			



业务竞争力	7	
业务持续性和稳定性	6	
业务多样性	4	
业务状况等级	强	财务风险状况等级 很小
指示性信用评分		aa
调整因素	无	调整幅度 0
独立信用状况		aa
外部特殊支持调整		1
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	AA+	2021-06-21	党雨曦, 朱磊	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	AA+	2018-06-26	贾聪, 张伟亚	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2015-10-28	张旻燊, 毕柳	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
16瑞安债/PR 瑞安债	4.50	0.90	2021-06-21	2023-01-27

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于16瑞安债/PR瑞安债的跟踪评级安排，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、16瑞安债/PR瑞安债募集资金使用情况

公司于2016年1月27日发行7年期4.50亿元公司债券，募集资金计划用于瑞安市江南物流园区一期工程。截至2022年04月06日，16瑞安债/PR瑞安债募集资金专项账户余额为198.83万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化，注册资本和实收资本均仍为3.00亿元。公司控股股东和实控人未发生变化，仍为瑞安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“瑞安国资办”），2022年3月22日，瑞安国资办更名为：瑞安市财政局（瑞安市人民政府国有资产监督管理委员会）。

作为瑞安市重要的基础设施建设及国资运营主体，2021年公司业务仍以安置房销售、公用事业以及区域国有资产运营为主。2022年4月，公司发布《瑞安市国有资产投资集团有限公司关于董事、高级管理人员及经营范围发生变动的公告》，经营范围中一般项目新增非居住房地产租赁、住房租赁，许可项目新增房地产开发经营。

2021年，公司合并范围内新增子公司6家，减少子公司1家，具体情况见表1。根据2022年4月公司发布的《瑞安市国有资产投资集团有限公司关于子公司无偿划转的重大事项公告》，公司将持有的瑞安市轨道交通投资有限公司（以下简称“轨道交通”）100.00%股权划转至瑞安市城市建设开发投资有限公司，将持有的瑞安市北麂渔港工程建设投资有限公司（以下简称“北麂渔港”）100.00%股权划转至瑞安市人民政府国有资产监督管理委员会。2022年5月公司发布的《瑞安市国有资产投资集团有限公司关于子公司无偿划转事项的公告》，公司将持有的瑞安市排水有限公司（以下简称“瑞安排水”）100%股权划转给瑞安市财政局（瑞安市人民政府国有资产监督管理委员会）。截至2020年末轨道交通总资产及净资产均为0亿元，北麂渔港总资产和净资产均为0.2亿元；截至2021年末，瑞安排水总资产0.79亿元、净资产0.47亿元，综合来看2022年划出的三家子公司对公司财务指标包括净资产、营业收入、净利润、现金流等不会造成较大影响，同时也不会对公司的日常生产经营及偿债能力产生实质性影响。

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
瑞安市环境发展有限公司	100%	3,000.00	环境治理	投资设立
瑞安市安发市政工程建设有限公司	100%	6,000.00	安发市政工程建设	投资设立

瑞安市轨道交通投资有限公司	100%	10,000.00	轨道交通投资建设	投资设立
瑞安市数据管理发展有限公司	100%	10,000.00	数据管理	投资设立
瑞安市腾退房服务有限公司	100%	40.00	物业管理	无偿划入
瑞安市排水建设发展有限公司	100%	40,200.00	排水建设工程	投资设立

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
瑞安市公用建设发展有限公司	100%	500.00	市政公用工程建设	清算注销

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

2021年7月，公司发布《瑞安市国有资产投资集团有限公司董事及监事发生变动的公告》，同意游建伟同志为公司职工监事，同时职工董事陈蓉蓉同志变更为监事，职工监事胡侠飞同志变更为职工董事，免去黄旭海同志监事职务。2022年4月，公司发布《瑞安市国有资产投资集团有限公司关于董事、高级管理人员及经营范围发生变动的公告》，委派胡劲慧、陈增彪同志任公司董事，免去张建霞同志董事、副总经理职务。任命崔荣、陈智文同志为公司副总经理。根据公司章程，公司设董事会及监事会，成员均为5人。

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

瑞安市海洋及渔业资源丰富，连续多年入选全国经济百强县，但 2021 年增速低于省、市水平，总体经济发展水平一般；近年财政自给能力波动提升，但需关注未来综合财力稳定性及政府债务增长情况

区位优势：瑞安市地处浙江东南沿海，海洋及渔业资源丰富，水运条件较好。瑞安市隶属浙江省温州市，地处浙江东南沿海、温州市中南部，东临东海，西、南分别与文成县和平阳县相接，北邻温州主城区瓯海和龙湾，下辖 12 个街道、9 个镇和 2 个乡，陆域面积 1,350 平方公里，海域面积 3,037 平方公里，2021 年末常住人口 152.58 万人，与同期末户籍人口 125.63 万人相比，人口呈净流入状态。瑞安市临近温州市主城区，距离温州站及温州南站仅 20 公里、温州龙湾国际机场约 25 公里，市内甬莞高速和龙丽温高速分别在东部和南部贯通，G104 等多条国道、省道穿境而过，近年随着甬台温高速复线等大型交通基础设施建成及瑞安站始发高铁开通，瑞安已正式纳入温州绕城高速内，交通便利度进一步提升。

瑞安市濒临东海，海洋及渔业资源丰富。全市海洋功能区划管辖范围 1,456 平方公里，拥有 148 个海岛。境内位于东海之上的北麂渔场是浙江主要渔场之一，拥有常见鱼虾蟹类 500 余种，其中经济品类 300 余种。瑞安市海洋风能资源丰富，北麂岛为全国较大风能区之一，年平均风速超过 7 米/秒，有效风能密度可达 450 瓦/平方米。

瑞安市位居我国黄金海岸线中段，是泛长江三角洲和珠江三角洲的连接地带，水运条件较好，沿海岸线长约 204.18 公里，其中海岛岸线 148.38 公里，飞云江入海口向东分布有北麂列岛和大北列岛，水深 10 米以上岸线约有 5,000 米，具有建造 5-30 万吨级的深水良港自然条件。南部的飞云江为浙江省八大水系之一，发源于浙闽交界的洞宫山，贯穿瑞安市境内 74.8 公里，自西向东汇入东海，流域面积 1,801 平方公里，入海处宽达 3 公里，可供 500 吨级货轮直达上海、宁波和福州等港口。

图 1 瑞安市区位图

图 2 瑞安市“十四五”规划空间结构示意图


资料来源：温州市人民政府、瑞安市人民政府网站

经济发展水平：瑞安市连续多年入选全国经济百强县，但 2021 年增速低于浙江省及温州市水平，**总体经济发展水平一般。**2021 年瑞安市实现地区生产总值 1,148.98 亿元，同比增长 7.6%，经济总量在温州市各区（县、市）中排名第 3，但增速低于浙江省及温州市水平。2021 年瑞安市人均 GDP 为 7.53 万元，为同期全国人均 GDP 的 92.99%，总体经济发展水平一般。瑞安市进出口及固定资产投资持续有力拉动经济增长，2021 年实现外贸进出口总额 369.87 亿元，同比增长 12.5%，其中出口总额 330.31 亿元，占进出口总额比重达 89.3%，对欧洲和亚洲出口额占比为 63.4%；瑞安市固定资产投资总体呈稳定增长态势，其中 2019-2020 年高新技术产业投资增速超过 30%，服务业投资（不含房地产）增速超过 10%。受疫情因素影响，2020 年瑞安市社会消费品零售总额出现负增长，2021 年已恢复较快增长态势，为拉动经济的重要增长极之一。

瑞安市连续多年入选全国经济百强县，在中郡县域研究所发布的《2021 县域经济与县域发展监测评价报告》中位列县域经济与县域综合发展百强县第 22 名，县域经济基本竞争力百强县第 30 名。

表 2 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
瑞安市	1,148.98	7.6%	7.53	84.25	177.68
瓯海区	770.38	8.1%	7.88	50.01	134.08
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	12.41	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3 瑞安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）	1,148.98	7.6%	1,037.09	3.3%	1,003.96	7.6%
固定资产投资	-	8.6%	-	4.3%	-	10.0%
社会消费品零售总额	568.44	9.4%	519.82	-1.1%	525.37	11.1%
进出口总额	369.87	12.5%	329.95	8.1%	309.01	11.9%
人均GDP（元）		75,303		68,228		69,985
人均GDP/全国人均GDP		92.99%		94.18%		98.72%

注：1、人均GDP=地区GDP/同期末常住人口；

2、“-”表示数据未披露。

资料来源：瑞安市2019-2021年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：瑞安市以汽摩配、机械电子、高分子合成材料及其制品、时尚轻工为四大主导产业，2021年工业经济增长强劲。瑞安市以汽摩配、机械电子、高分子合成材料及其制品、时尚轻工为传统的四大主导产业，被称为“中国汽摩配之都”、“中国包装机械城”，汽摩配产业代表性企业有瑞立集团瑞安汽车零部件有限公司、温州瑞明工业股份有限公司、浙江胜华波电器股份有限公司、国家级“专精特新”小巨人企业浙江戈尔德智能悬架股份有限公司等，机械电子产业代表性企业有瑞安市恩驰电子科技有限公司、浙江永邦电气有限公司等，高分子合成材料及其制品、时尚轻工产业代表性企业有温州锦祥新材料有限公司、浙江鸿一箱包皮件有限公司等。

近年瑞安市深化创新驱动，着力推动新旧动能转换和经济高质量发展，通过建设产业园、引进高端平台项目等方式实现汽摩配等传统制造业逐步向智能化方向发展并取得了一定成效，工业经济增长强劲。2021年全市实现规模以上工业总产值 1,128.62 亿元，同比增长 24.2%，其中四大主导产业产值 963.24 亿元，同比增长 24.8%，占规上工业总产值的 85.3%；高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业和数字经济核心产业制造业增加值分别同比增长 11.4%、18.4%、8.8%和 1.4%，其中高新技术产业和战略性新兴产业增加值分别为 161.38 亿元和 68.10 亿元。2021年全市规模以上工业企业利润总额 85.51 亿元，同比增长 79.4%。

发展规划及机遇：“十四五”期间，瑞安市将构建以瑞安中心城区为“一心”，以西部生态绿色发展翼和东部海洋蓝色发展翼为“两翼”、飞云江魅力展示带、江南沿 322 国道城乡融合带、江北沿瑞枫线城乡融合带为“三带”的“一心两翼三带”空间发展格局，实施拥江发展战略，以瑞安中心城区为桥头堡向北融入温州大都市区主中心，充分发挥产业“强心”、海洋“蓝翼”、生态“绿肺”优势，强化温州主城区与瑞安一体化发展，全域统筹融入温州都市区建设，将瑞安整体打造成为温州都市区主中心南部新区。产业方面重点实施传统产业重塑行动，加快培育数字经济、智能装备、生命健康、新能源智能网联汽车、新材料五大战略性新兴产业，发挥海洋等资源优势，推动海洋经济产业带建设，打造先进制造业集群。

财政及债务水平：近年瑞安市财政自给能力波动提升，但需关注未来综合财力稳定性及政府债务增长情况。2021年，瑞安市实现一般公共预算收入84.25亿元，同比增长2.86%，增速低于浙江省及温州市水平，其中税收收入占比为84.88%，财政收入质量较好。近年瑞安市财政自给能力波动提升，2021年财政自给率为69.63%。受国有土地使用权出让收入及其他政府性基金收入减少影响，近年瑞安市政府性基金收入持续下滑，需关注未来地区综合财力的稳定性。2021年瑞安市地方政府债务余额为341.12亿元，三年年均复合增长率为39.54%，地方政府债务扩张较快，债务负担明显加重。

表4 瑞安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	84.25	81.91	79.64
税收收入占比	84.88%	80.10%	86.76%
财政自给率	69.63%	78.98%	56.92%
政府性基金收入	177.68	196.75	217.11
地方政府债务余额	341.12	224.38	175.18

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：瑞安市2019-2020年财政决算报告、2021年财政预算执行情况及2022年预算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，瑞安市主要发债城投平台为瑞安国投，公司是瑞安市基础设施建设以及国有资产运营主体，承担基础设施建设、旧城改造与安置房建设、水务和国有资产运营和管理等工作。

五、经营与竞争

2021年公司核心业务范围未发生较大变化，收入仍主要来源于房屋销售、自来水业务等，同年新增投资性房地产处置收入。2021年房屋销售收入下滑明显，主要系当年新增安置房项目较少，且大部分在售项目已进入销售尾期所致。2021年新增投资性房地产处置收入0.78亿元，来源为公司沿江西路98号等房产被征收并以货币补偿，对营业收入形成了一定补充，但该业务不具备可持续性。2021年公司其他收入¹也有所上升，主要系新增子公司瑞安传媒集团有限公司（以下简称“瑞安传媒”）并表²后所增加的收入。委托运营收入主要为PPP模式市政项目获得的运营收入。

毛利率方面，2021年公司综合毛利率大幅上涨，主要系当年房屋销售市场化拍卖的占比有所提高，自来水业务经营较好，新增投资性房地产处置收入毛利率水平也较高，由此提升了整体毛利率水平。

¹其他收入：2021年公司其他收入包含子公司瑞安市公用事业投资集团有限公司、瑞安传媒集团有限公司、瑞安市棚改房建设投资有限公司、瑞安市化工轻工建材有限公司、瑞安市建设工程检测研究所有限公司的营业收入，以及其他零星收入。

²瑞安传媒集团有限公司系2020年12月31日纳入公司合并范围。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房屋销售收入	5.57	10.98%	11.89	4.73%
自来水业务	3.12	34.84%	2.68	24.78%
管道安装业务	0.46	7.80%	0.43	23.34%
租金业务	0.70	50.78%	0.51	62.10%
辅料销售收入	0.02	47.18%	0.01	9.94%
委托运营收入	0.98	47.62%	0.52	36.16%
沙、砂石销售收入	0.17	2.92%	0.27	58.36%
服务收入	0.40	48.71%	0.51	88.77%
投资性房地产处置收入	0.78	96.28%	-	-
其它	2.05	20.60%	1.08	9.21%
合计	14.25	27.63%	17.91	14.20%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

房屋销售业务持续性较好；但收入及毛利率波动明显，后续建设资金支出较大，公司面临较大的资金压力

2021年公司房屋销售业务范围仍包括安置房、标准厂房及配套的基础设施建设和销售等，安置房销售业务运营主体未发生变化，仍为瑞安经济开发区发展总公司（以下简称“经开区发展公司”）、瑞安市旧城改造发展公司（以下简称“旧城改造公司”）、瑞安市万松东路延伸工程建设投资有限公司（以下简称“万松东路公司”）、瑞安市马屿新农村建设投资有限公司（以下简称“马屿新农村公司”）以及瑞安市基础设施建设投资有限公司（以下简称“基投公司”）等。

表6 2020-2021年公司物业销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2021年	2020年	
销售面积	安置房	3.96	10.87
	标准厂房	6.46	8.05
	合计	10.42	18.92
销售收入	安置房	3.10	10.30
	标准厂房及配套设施	2.47	1.59
	合计	5.57	11.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、安置房业务

公司为瑞安市区内承接安置房建设的重要主体，业务模式较上年未发生变化，投资开发模式仍主要采取“以拆定建”的方式，即根据实际拆迁情况，来统筹安置房建设。安置房建设土地通过“招拍挂”、财政支付土地价款或地方政府直接划拨或协议出让取得。安置房建成后，公司以成本价置换给安置户，若拆迁安置款不足以置换安置房，差价部分由安置户现金支付。置换给安置户后剩余的房源在政府主导

优先安置瑞安市低收入住房困难家庭的前提下，由市场交易中介拍卖形成安置房销售收入，安置户置换收入及剩余安置房销售收入是公司安置房业务的主要收入来源。

2021年公司安置房销售收入水平较去年有明显下降，整体减少69.90%，主要系在售安置房仅新增瑞泽嘉园一个项目，且集云佳园、隆欣佳园、金马佳园等在售项目基本已销售完毕，可售面积大幅减少。

表7 截至 2021 年末公司主要安置房项目销售情况（单位：万平方米、万元）

负责公司	可供出售面积	已售面积	项目名称	2021 年收入总额	累计回款金额
瑞安市旧城改造发展公司	47.28	40.62	隆欣佳园	0.00	6,769.00
			外滩佳园	379.92	30,001.92
			集云佳园	109.53	47,878.53
			隆景佳园	8,190.42	24,515.42
			水心佳园	1,529.50	39,143.50
			心兰苑	433.30	30,444.30
			城市佳园	11,408.52	15,483.52
			城西嘉园	3,561.44	29,205.44
			忆江南苑	1,598.82	9,289.82
			港瑞	436.66	1,904.34
瑞安市万松东路延伸工程建设投资有限公司	23.19	18.35	沿江新村	-3,782.17 ³	59,318.39
			瑞宸苑	40.08	27,197.08
			枫景名苑	2,238.32	30,994.32
			瑞馨苑	94.28	15,159.28
			瑞和苑	1,011.10	10,776.10
瑞安市马屿新农村建设投资有限公司	8.55	8.55	瑞泽嘉园	3,735.93	3,735.93
			金马佳园	21.33	53,791.04
合计	79.02	67.52	-	31,006.98	435,607.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司整体在建安置房项目总规模较大，2021年末在建安置房中新增项目南滨江一期拆迁安置地工程（A地块），未来随着项目推进，将持续增加公司可供销售的安置房房源，未来安置房销售收入有一定保障。但截至2021年末，公司主要在建安置房项目尚需投资46.86亿元，公司面临较大的资金支出压力。

表8 截至 2021 年末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	项目建设单位
滨江三期 F2 地块	2.62	1.47	旧城公司
就地保障房	6.49	3.54	
和平一号地块	1.85	1.02	万松公司
横塘头村安置房	0.65	0.37	

³ 2021 年沿江新村安置房项目销售收入为负数系冲减 2020 年多确认的收入。

瑞安市南门广场团块危旧房改造工程	23.09	16.15	
瑞安市南滨江景观带一期拆迁安置地工程（B、C地块）	7.91	6.15	
瑞安市南滨江景观带二期拆迁安置地工程	4.86	2.59	
瑞安市文锦雅苑二期安置房建设工程	13.95	11.49	基投公司
西门河头团块危旧房改造工程	19.07	12.19	
南滨江一期拆迁安置地工程（A地块）	6.70	2.00	
瑞安市锦湖街道西门、瓦窑城中村（A、B、C地块）改造建设工程	26.39	9.75	
合计	113.58	66.72	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、标准厂房及配套实施业务

公司标准厂房及配套设施建设业务主要由经开区发展公司负责运营，经开区发展公司主要为瑞安市经济开发区（以下简称“经开区”）提供综合开发、资产经营服务，包括市政道路建设、标准工业厂房和配套设施建设等，业务模式较去年未发生变化，经开区发展公司主要收入来源为标准厂房销售。标准厂房建设用地主要来自政府出让，公司通过土地交易中心定向招拍挂按照基准地价获得土地；标准厂房建设资金部分来源于开发区内土地出让金分成，剩余资金则由经开区发展公司自筹。

经开区发展公司在经开区范围内开发建设的标准厂房及配套设施建设项目主要有飞云标准厂房、云江标准厂房、江南标准厂房、阁巷标准厂房、总部经济大楼等等。标准厂房的销售对象主要是经开区内生产企业，平均售价在2,500元/平方米；配套公寓按照政府规定的价格进行销售，平均售价在8,000-9,000元/平方米。截至2021年末，公司主要在建项目如下，金源路88号小微园整体改造提升项目已完工转入开发产品。

表9 截至2021年末公司主要在建标准厂房及配套设施项目建设情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	项目总投资	项目已投资
江南标准厂房	8.32	1.63	1.05
瑞安市仙降时尚箱包总部园建设项目	12.32	3.97	2.60
丁山二期众创产业园（小微园）	3.22	1.10	0.50
丁山二期经济创业园（小微园）	9.60	2.92	0.86
合计	33.46	9.62	4.99

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司承建的市政基础设施项目投资规模较大，但项目周期较长，面临一定的资金回款压力

公司是瑞安市重要的基础设施投融资及建设主体，负责城市基础设施的运营和资金的筹措、投资和管理。公司承担的政府性投资项目的年度投资计划须上报瑞安市发展和改革局，审核汇总后由市政府统一发文下达，投资计划上报市财政局审核汇总后，报瑞安市政府提交市人大常委会通过。对部分列入公司投资计划的项目，市财政安排30%的项目资本金，项目资本金由市财政拨付公司，公司再拨付至相应的项目子公司，项目所需的剩余资金由公司自筹解决，政府通过土地出让收入返还、财政拨款和项目无

偿划入等方式予以补偿。公司市政建设业务有两种主要业务模式，一种是与政府相关部门签订回购协议开展业务；另一种是以社会资本方形式参与PPP项目业务。

1.政府回购模式市政基础设施业务

回购模式为项目期内公司对市政基础设施进行建设，项目完工后瑞安市政府进行竣工验收并审计，按投资总额加成一定比例对公司结算。自国办发[2015]40号出具以来，公司逐渐终止通过回购模式建设的道路桥梁等市政工程，原承接的市政项目未来完工及办理财务决算后将逐步移交到瑞安市相关政府部门，相关工程建设资金来源均为财政资金。近两年公司无已完工的政府回购模式基础设施项目，截至2021年末，剔除已基本完工项目后，公司在建的政府回购模式基础设施项目还需投入8.81亿元。

表10 截至2021年末公司主要在建政府回购模式市政基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
瑞安市飞云江治理一期工程（独流入海）	9.59	10.22
瑞安市万松东路延伸工程一期	11.10	8.74
进港公路二期	6.32	4.60
道路桥梁	3.58	3.58
瑞安飞云江高楼段治理工程	3.73	2.32
瑞安市飞云江高楼段沿岸绿道工程	3.95	1.35
飞云江滩脚堰坝工程	1.56	0.84
合计	39.83	31.65

注：瑞安市飞云江治理一期工程（独流入海）和道路桥梁已基本完工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2.PPP模式市政基础设施建设业务

公司通过PPP模式建设的项目主要为瑞安市东新产城道路工程PPP项目包括凤锦路、文华路一期、振兴路、清泉路、祥和大道及汀田镇府路等6条东新产城融合示范带内纵横交叉覆盖的市政道路和配套设施建设，截至2021年末，累计已投入3.73亿元。未来该PPP项目的付费机制采用政府付费的方式，自单位工程项目竣工后起，12年运营期内分期支付。

此外，322国道瑞安高楼段抢险救灾通道工程2021年由政府回购模式转为PPP项目，为子公司瑞安市三二二国道建设投资有限公司（以下简称“三二二国道”）负责建设，路线全长5.82公里，设计速度80.00公里/小时，路基宽度12.00米，行车道宽2*3.75米，全线设桥梁619.80米/3座，隧道3,262.00米/3座，涵洞9道，相关配套设施同步建设。截至2021年末，该项目尚需投入1.71亿元。该项目同样采取政府付费方式，建设完工后，由发行人负责道路日常养护修缮等工作，运营期10年，运营期结束后进行项目移交。2021年公司PPP模式市政基础设施业务运营收入为0.98亿元，较去年有所增长。

表11 截至2021年末公司主要在建PPP模式市政基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
瑞安市东新产城道路工程 PPP 项目	12.64	3.79

322 国道瑞安高楼段抢险救灾通道工程 PPP 项目	4.16	2.46
合计	16.80	6.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

综合来看，截至2021年末，公司主要在建市政基础设施项目和PPP项目计划总投资56.63亿元，累计已投资37.89亿元，未来尚需投资19.36亿元，项目建设期较长，公司面临较大的资金支出压力，且运营周期长、收益存在不确定性。

2021年公司自来水业务收入及毛利率有所上升，为营业收入的稳定来源之一；管道安装业务发展平稳，但盈利能力有所下滑

公司自来水业务区域性较强，2021年收入同比增长107.94%，仍由瑞安市公用事业投资集团有限公司（以下简称“公用事业投资公司”）负责运营。公用事业投资公司下辖三大自来水公司未发生变化，仍为瑞安市市区自来水有限公司（以下简称“市区公司”）、瑞安市集镇供水有限公司（以下简称“集镇公司”）和瑞安市塘下供水有限公司（以下简称“塘下公司”）。其中市区公司供应瑞安市内安阳、锦湖、飞云、莘塍4个片区，拥有江北水厂、江南水厂和城关水厂3个水厂；集镇公司供应瑞安市下辖乡镇，拥有9个乡镇水厂；塘下公司供应瑞安市塘下镇。2021年公司供水业务收入及毛利率较上年均有较大程度增长，主要原因系2020年疫情期间，人口流入减少、材料及运维成本增加且执行水费减免政策，从而影响当年收入；2021年各方面均有所改善，此外，同年供水量及售水量上升，漏水率下降1.11%，公司供水业务整体稳定且发展趋势较好。

表12 2020-2021年公司供水业务主要指标（单位：万吨、万吨/日、%）

项目	2021年	2020年
供水量	11,451.06	10,871.43
售水量	10,491.32	9,552.60
日供水能力	41.35	41.35
水费回收率	99.00%	98.00%
漏水率	10.50%	11.61%
水质综合合格率	99.90%	99.90%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

管道安装业务由公用事业投资公司下属子公司瑞安市汇通市政工程有限公司（以下简称“汇通市政”）负责运营，业务范围涉及供水管网建设及维修、水表安装等。汇通市政的业务来源分为集团内部业务和外部招标业务两种。2021年公司管道安装业务收入小幅上升至0.46亿元，但毛利率下滑明显。

总体来看，2021年公司自来水业务经营稳定向好，仍是公司营业收入的稳定来源之一；管道安装业务收入也呈上升趋势，但盈利能力尚不够稳定。

公司的租金业务收入主要来源于房产和工业园区标准厂房及其配套设施的租赁，主要租赁物的权属属于公司及其子公司，租赁对象多为企业和个人，租赁交易较为零散。2021年租金收入主要来源未发生

变化，收入规模增至0.7亿元。2021年沙、砂石销售收入规模0.17亿元，主要为子公司瑞安市瓯飞建设投资开发有限公司为避免国有资产闲置浪费，将凤凰山石料厂剩余碎石进行公开拍卖产生。2021年该业务收入及毛利率均有所下滑，主要系销售的产品品种有差异所致。

此外，16瑞安债/PR瑞安债募投项目为瑞安市江南物流园区一期工程，该项目由公司原子公司瑞安江南新区建设开发有限公司负责建设，由于该企业在2017年已不再纳入合并范围，募投项目亦随之被剥离。根据公司与瑞安江南新区建设开发有限公司签订的《瑞安市江南物流园区一期工程收费权转让协议》，瑞安江南新区建设开发有限公司同意将江南物流园区一期工程未来经营期的收费权无偿转让给公司，截至2021年底，江南物流园区一期工程已竣工，其中仓储中心和配送中心已全部出租，货运中心部分出租给云周街道办事处，2021年实现租金收入约2,000万元。

2021年公司获得较大力度的外部支持

2021年，瑞安市财政局和股东通过货币注资、划拨资产与股权的方式，给予公司较大力度的外部支持，当年公司资本公积净增加17.91亿元，进一步提升了公司的资本实力。同期公司共获财政补贴0.79亿元，对公司的盈利能力提供了一定的支持。

表13 2021年公司资本公积变动情况（单位：亿元）

主要内容	资本公积变动情况
瑞安市财政局拨入项目资本金	15.80
子公司少数股东退出持股	1.99
瑞安市腾退房服务有限公司 100%股权无偿划入	0.03
瑞安市公用事业投资集团有限公司增资扩股	0.09
合计	17.91

资料来源：公司 2021 年审计报告，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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年合并范围子公司情况见附录四。

资产结构与质量

随着融资力度加大，公司货币资金大幅增长，但存货、在建工程和其他应收款占比较高，整体资产流动性偏弱

公司资产规模逐年攀升，但资产结构仍以流动资产为主。

随着融资力度加大，2021年末公司货币资金较上年增长27.69亿元。2021年3月末货币资金有所下滑，主要用于偿还有息债务及日常经营开支。公司其他应收款主要为与当地政府及其下属关联单位的往来款，回收风险可控。但同时中证鹏元关注到公司其他应收款的账龄较长，2021年末，2-3年及3年以上账龄的余额为21.97亿元，占其他应收总额的57.17%，对公司营运资金形成了一定占用。公司存货主要构成为公司承建的安置房拆迁项目、标准厂房建设项目等，随着建设规模的扩大近年保持较快增长，2021年末同比增长24.05%，主要为新增西门瓦窑工程及土地、南滨江一期A地块等项目。公司存货受限水平较高，2021年末受限金额为24.11亿元，占总存货的20.21%。

2021年采用新收入准则后公司新增债权投资，系此前可售金融资产中对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（S2一期）的投入。其他权益工具投资主要为对温州市当地公路及铁路相关国企的投资，包括浙江温州沈海高速公路有限公司（以下简称“沈海高速”）及温州绕城高速公路西南线有限公司（以下简称“绕城高速”）等，总规模较大，但获得股利收入较少，盈利性较差。公司固定资产规模较为稳定，其中因银行抵押受限1.56亿元。2021年末在建工程小幅上升，主要由于道路桥梁等工程和其他零星工程投入有所增加。

总体来看，公司资产以流动资产为主，近年资产规模保持稳定增长，其中货币资金增幅较大，2021年末受限资产合计占总资产的比例为6.99%，受限比例不高，资产流动性有所改善；但公司存货、在建工程及其他应收款占总资产比重较大，其中存货受限比例较高，即时变现能力较差，此外，其他应收款回收时间较长，对营运资金形成了一定的占用，公司整体资产流动性仍偏弱。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.37	7.36%	40.11	10.88%	12.42	4.53%
其他应收款	44.90	11.65%	37.31	10.12%	33.59	12.26%
存货	124.53	32.32%	119.29	32.37%	96.16	35.08%
流动资产合计	204.85	53.16%	202.52	54.95%	146.38	53.41%
债权投资	36.18	9.39%	22.18	6.02%	-	-
其他权益工具投资	42.85	11.12%	42.85	11.63%	0.00	0.00%
固定资产	13.21	3.43%	13.01	3.53%	12.06	4.40%
在建工程	54.75	14.21%	54.82	14.87%	47.03	17.16%
非流动资产合计	180.51	46.84%	166.01	45.05%	127.70	46.59%
资产总计	385.35	100.00%	368.53	100.00%	274.08	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司主营业务收入有所回落但整体盈利水平提升，利润对补贴仍有一定依赖

公司营业收入主要来源于安置房业务、标准厂房及配套设施业务和自来水业务。2021年由于安置房销售回落，营业总收入有所减少，但在建及拟建项目较多，未来收入仍有一定保障；此外，自来水业务收入有所上升，对营收形成较好的补充，公司整体收入持续性有较好的保障。

盈利能力方面，2021年公司营业利润增幅较大，主要系核心收入来源房屋销售和自来水业务毛利率均大幅提升所致。2021年其他收益中政府补贴为0.79亿元，较上年小幅增长，利润总额对补贴仍有一定依赖。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年 1-3月	2021年	2020年
营业收入	1.64	14.25	17.91
营业利润	0.39	2.62	0.95
收现比	307.53%	148.78%	126.58%
其他收益	0.02	0.82	0.57
利润总额	0.51	2.50	1.24
销售毛利率	39.78%	27.63%	14.20%

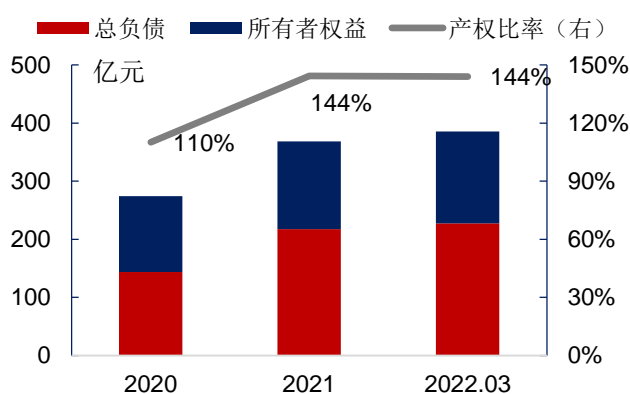
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务总规模大幅增长，短期偿债压力不大，债务结构相对合理，但仍需关注中长期偿债压力

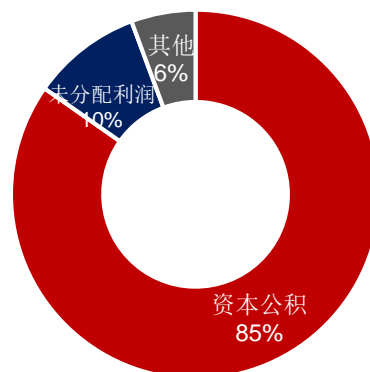
受益于政府较大力度的支持以及公司自身经营积累，近年公司所有者权益持续扩充。由于资本公积的大幅增加，2021年所有者权益同比增长15.65%至150.79亿元，但公司负债规模也上升较快，产权比率上升至144%，净资产对负债的保障程度有所下降。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年公司加大对外融资力度，总负债大幅增加，负债结构仍以非流动负债为主。合同负债主要为预收的购房款（12.11亿元），其他应付款主要为与政府下属部门或单位间的资金调用及保证金。一年

内到期的非流动负债由于长期借款的集中到期及应付债券利息的增加而有所上升。

公司长期借款的借款方均为银行，规模同比增长135.84%，主要系信用借款、抵押借款、质押及保证借款上升所致，其中信用借款银行均为民生银行，抵押借款银行主要有邮储银行及宁波银行，质押及保证借款银行主要为中国银行、中信银行等。截止2021年末，公司银行授信额度为123.83亿元，较去年大幅增长，未使用额度为80.54亿元，银行融资渠道较为通畅。除银行借款外，公司债券融资力度也有所加大，2021年成功发行“21瑞安国投MTN001”、“21瑞安债01”、“21瑞资01”、“21瑞开01”四只债券，2021年末应付债券余额增加17.78亿元。长期应付款为各项工程的专项应付款以及应付瑞安市财政局的1.18亿元。

整体来看，公司负债以非流动负债为主，2021年银行融资及债券融资渠道均有所扩宽；但债务规模增长较快，截止2022年3月，总负债金额仍在继续增加，未来面临一定的偿债压力。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
合同负债	14.85	6.53%	14.74	6.78%	-	-
其他应付款	32.79	14.42%	26.63	12.23%	15.22	10.59%
一年内到期的非流动负债	4.61	2.03%	5.65	2.59%	2.44	1.70%
流动负债合计	63.11	27.75%	56.24	25.83%	38.32	26.66%
长期借款	46.97	20.65%	38.23	17.56%	16.21	11.28%
应付债券	50.16	22.05%	56.58	25.98%	38.80	27.00%
长期应付款	65.19	28.66%	64.69	29.71%	47.42	33.00%
非流动负债合计	164.33	72.25%	161.50	74.17%	105.38	73.34%
负债合计	227.44	100.00%	217.74	100.00%	143.70	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

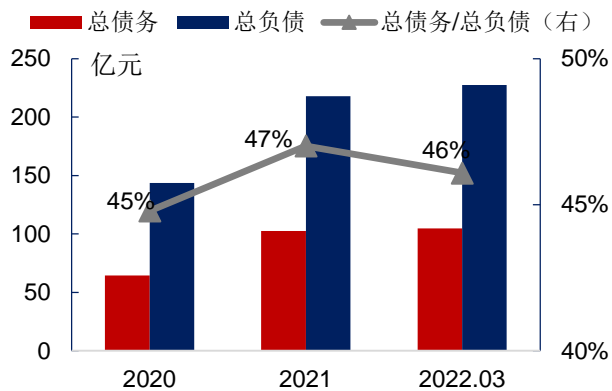
表17 截至2021年末公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	发行日期	债券期限	发行规模	期末余额
16瑞安债	2016年1月	7年	4.50	1.8
18停车场债	2018年9月	10年	7.00	7.00
19瑞安01债	2019年1月	5年	7.00	7.00
19瑞安02债	2019年3月	5年	16.00	16.00
19瑞安03、04债	2019年5月	5年	7.00	7.00
21瑞安国投MTN001	2021年8月	5年	3.00	3
21瑞安债01	2021年9月	7年	5.00	5.00
21瑞资01	2021年12月	5年	7.70	7.70
21瑞开01	2021年9月	5年	3.00	2.98
合计	-	-	60.20	57.48

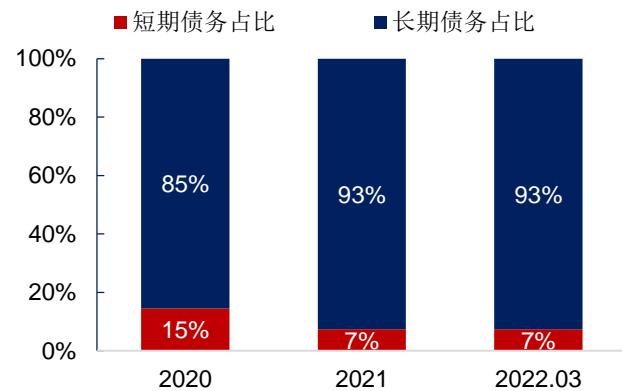
注：2021年末，16瑞安债中0.90亿元已重分类至一年内到期的非流动负债。

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

由于银行借款及债券融资的增加，2021年末公司总债务有较大程度增长，总债务占总负债的比重小幅上升，长期债务占有息负债的比重升高至93%。由于短期债务占比不断压缩，而2021年货币资金有较大提升且受限程度较低，公司短期债务压力较小；但考虑到总债务占总负债的比重偏大且有所上升，另外公司项目建设需投入资金较大，仍需关注公司中长期偿付压力。

图 5 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司资产负债率小幅增长，由于货币资金的增长，现金类资产对短期负债的保障程度明显提升，EBITDA利息保障倍数也上升至1.90，息税折旧摊销前利润对利息的保障程度较好。2021年公司银行融资渠道较为通畅，债券融资力度也不断加大，具备较好的再融资能力。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	59.02%	59.08%	52.43%
现金短期债务比	3.68	5.31	1.33
EBITDA 利息保障倍数	--	1.90	1.09

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

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18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额为26.11亿元，占当期末所有者权益的17.32%，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表19 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
温州绕城高速公路西南线有限公司	100,000.00	2039 年 10 月 27 日	否
瑞安市东新产城开发建设投资有限公司	32,394.15	2024 年 8 月 13 日	否
温州市交通发展集团有限公司	30,000.00	2022 年 7 月 2 日	否
瑞安市旅游投资有限公司	3,888.00	2024 年 8 月 4 日	否
瑞安市新区建设发展有限公司	90,000.00	2028 年 12 月 21 日	否
温州绕城高速公路西南线有限公司	2,977.20	2024 年 9 月 14 日	否
温州瑞平苍高速公路有限公司	1,794.00	2049 年 5 月 15 日	否
合计	261,053.35	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年9月，经开区发展公司与温州市创新市政建设工程有限公司存在合同纠纷，截至本报告出具日，该诉讼已撤诉。

八、抗风险能力分析

瑞安市地处浙江东南沿海，海洋及渔业资源丰富，水运条件较好；进出口及固定资产投资持续有力拉动经济增长，在以汽摩配、机械电子、高分子合成材料及其制品、时尚轻工四大主导产业的推动下，2021年工业经济增长强劲，其中高新技术产业和战略性新兴产业增长迅速，为公司发展提供了较好的基础。公司作为瑞安市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主营业务较为丰富。截至2021年末，公司在建项目规模较大，业务可持续性较好，新增投资性房地产处置业务对收入也形成了较好的补充。近年瑞安市财政局和股东通过货币注资、划拨资产与股权的方式，给予公司较大力度的外部支持，2021年公司资本公积增加17.91亿元，进一步提升了公司的资本实力。

但同时中证鹏元也关注到，由于存货、在建工程及其他应收款占总资产比重较高，该部分即时变现能力较差，公司资产整体流动性仍然偏弱；且公司在建和拟建安置房、标准厂房、市政基础设施未来仍需较大投入，将持续面临较大的资金支出压力；同时，营业收入及盈利水平缺乏稳定性，2021年主要收入来源之一的房屋销售业务收入有所下滑；此外，公司总负债及总债务规模持续上升，中长期债务偿付压力较大。

九、16瑞安债/PR瑞安债偿还保障分析

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一定程度保障16瑞安债/PR瑞安债的安全性

16瑞安债/PR瑞安债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16瑞安债/PR瑞安债而对发行人（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16瑞安债/PR瑞安债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，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20 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21 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

经中证鹏元综合评定，温州交发主体长期信用等级维持 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能一定程度保障16瑞安债/PR瑞安债的安全性。

十、结论

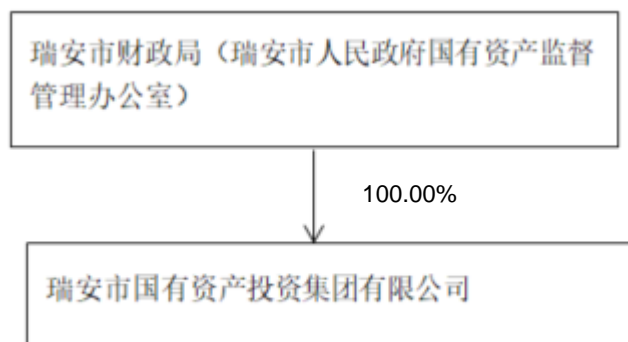
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持16瑞安债/PR瑞安债信用等级为AA+。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	28.37	40.11	12.42	11.26
其他应收款	44.90	37.31	33.59	36.53
存货	124.53	119.29	96.16	72.20
流动资产合计	204.85	202.52	146.38	123.41
其他权益工具投资	42.85	42.85	0.00	0.00
在建工程	54.75	54.82	47.03	60.34
非流动资产合计	180.51	166.01	127.70	125.52
资产总计	385.35	368.53	274.08	248.93
短期借款	3.08	1.90	3.91	1.90
其他应付款	32.79	26.63	15.22	21.02
一年内到期的非流动负债	4.61	5.65	2.44	1.47
流动负债合计	63.11	56.24	38.32	33.28
长期借款	46.97	38.23	16.21	19.61
应付债券	50.16	56.58	38.80	39.70
长期应付款	65.19	64.69	47.42	40.13
非流动负债合计	164.33	161.50	105.38	101.88
负债合计	227.44	217.74	143.70	135.16
总债务	104.82	102.36	64.36	62.68
所有者权益	157.91	150.79	130.38	113.76
营业收入	1.64	14.25	17.91	14.27
营业利润	0.39	2.62	0.95	1.34
其他收益	0.02	0.82	0.57	0.89
利润总额	0.51	2.50	1.24	1.33
经营活动产生的现金流量净额	-3.67	8.23	10.66	-28.38
投资活动产生的现金流量净额	-11.65	-34.35	-12.97	-13.83
筹资活动产生的现金流量净额	3.68	53.87	3.76	43.98
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	39.78%	27.63%	14.20%	19.91%
收现比	307.53%	148.78%	126.58%	93.77%
资产负债率	59.02%	59.08%	52.43%	54.30%
现金短期债务比	3.68	5.31	1.33	3.34
EBITDA（亿元）	--	4.85	4.00	3.15
EBITDA 利息保障倍数	--	1.90	1.09	1.03

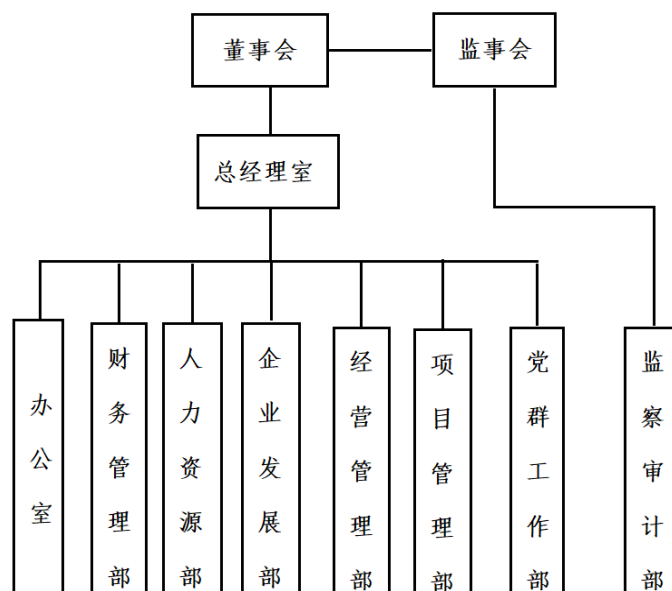
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：WIND，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



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

序号	子公司名称	级次	持股比例 (%)	
			直接	间接
1	瑞安市旧城改造发展公司	一级	100.00	-
2	瑞安市安居周转房管理有限公司	二级	-	100.00
3	瑞安经济开发区发展总公司	一级	100.00	-
4	瑞安市联通市政工程有限公司	二级	-	100.00
5	瑞安市开发区建设发展有限公司	二级	-	100.00
6	瑞安市智汇机械制造有限公司	二级	-	100.00
7	瑞安经济开发区招商服务有限公司	二级	-	100.00
8	瑞安市水利投资有限公司	一级	100.00	-
9	瑞安市浦鱼陵园开发有限公司	一级	100.00	-
10	瑞安市北鹿渔港工程建设投资有限公司	一级	100.00	-
11	瑞安市万松东路延伸工程建设投资有限公司	一级	100.00	-
12	瑞安市陶山新农村建设投资有限公司	一级	100.00	-
13	瑞安市高楼新农村建设投资有限公司	一级	100.00	-
14	瑞安市马屿新农村建设投资有限公司	一级	100.00	-
15	瑞安市湖岭新农村建设投资有限公司	一级	100.00	-
16	瑞安市公用事业投资集团有限公司	一级	100.00	-
17	瑞安市开源管道燃气有限公司	二级	-	60.00
18	瑞安市塘下供水有限公司	二级	-	100.00
19	瑞安市集镇供水有限公司	二级	-	100.00
20	瑞安市市区自来水有限公司	二级	-	100.00
21	瑞安市城市供水水质监测有限公司	二级	-	100.00
22	瑞安市汇通市政工程有限公司	二级	-	100.00
23	瑞安市排水有限公司	二级	-	100.00
24	瑞安市农村供水运维有限公司	二级	-	100.00
25	瑞安市商贸国有资产投资经营有限公司	一级	100.00	-
26	瑞安市浙南汽车市场有限公司	二级	-	55.00
27	瑞安市温瑞汽车城有限公司	三级	-	75.00
28	瑞安市浙瑞二手车鉴定评估有限公司	四级	-	100.00
29	瑞安市商贸产权交易服务有限公司	一级	100.00	-
30	瑞安市基础设施建设投资有限公司	一级	100.00	-
31	瑞安市棚改房建设投资有限公司	一级	100.00	-
32	瑞安市交通投资有限公司	一级	100.00	-
33	瑞安市三二二国道建设投资有限公司	二级	-	100.00
34	瑞安市瓯飞建设投资开发有限公司	一级	100.00	-
35	瑞安市玉海商贸资产管理有限公司	一级	100.00	-

36	瑞安市工业国有资产投资经营有限公司	一级	100.00	-
37	瑞安市木材物资贸易总公司	二级	-	100.00
38	瑞安市建设工程检测科学研究所有限公司	一级	100.00	-
39	瑞安市东芯科技有限公司	一级	100.00	-
40	瑞安市高速公路投资有限公司	一级	100.00	-
41	瑞安市金融投资控股有限公司	一级	100.00	-
42	瑞安市基础设施投资基金有限公司	二级	-	100.00
43	瑞安市产业基金有限公司	二级	-	100.00
44	瑞安市金控投资管理有限公司	二级	-	100.00
45	瑞安市招商服务有限公司	一级	100.00	-
46	瑞安市化工轻工建材有限公司	一级	100.00	-
47	瑞安日报有限公司	一级	100.00	-
48	温州墨客文化创意有限公司	二级	-	100.00
49	瑞安市名城建设投资有限公司	一级	100.00	-
50	瑞安市环境发展有限公司	二级	-	100.00
51	瑞安市安发市政工程建设有限公司	二级	-	100.00
52	瑞安市轨道交通投资有限公司	一级	100.00	-
53	瑞安市数据管理发展有限公司	一级	51.00	49.00
54	瑞安市腾退房服务有限公司	二级	-	100.00
55	瑞安市排水建设发展有限公司	二级	-	100.00
56	瑞安传媒集团有限公司	一级	100.00	-

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。