

2012 年乐清市国有投资有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体长期信用等级： AA 级

本期债券信用等级： AA 级

评级时间： 2013 年 6 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2012 年乐清市国有投资有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2013]100283】

存续期间 7 年期公司债券 15 亿元人民币, 2012 年 6 月 29 日 - 2019 年 6 月 29 日

本次跟踪: 主体长期信用等级: AA 级 评级展望: 稳定
首次评级: 债项信用等级: AA 级 评级时间: 2013 年 6 月
2012 年 4 月

主要财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人合并数据及指标:			
总资产	101.15	124.91	155.86
总负债	44.39	60.64	83.41
刚性债务	27.43	25.96	41.55
其中: 应付债券	-	-	15.49
所有者权益	56.77	64.26	72.45
营业收入	6.72	4.50	7.24
净利润	2.52	2.07	2.25
经营性现金净流入量	7.53	6.56	0.32
EBITDA	3.32	2.60	2.82
资产负债率[%]	43.88	48.55	53.52
权益资本与刚性债务比率[%]	206.92	247.55	174.36
流动比率[%]	155.51	101.60	185.90
现金比率[%]	25.29	11.92	27.23
利息保障倍数[倍]	2.43	3.11	3.95
净资产收益率[%]	4.88	3.43	3.29
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	17.11	12.49	0.44
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-23.46	-13.46	-14.84
EBITDA/利息支出[倍]	2.83	3.58	4.62
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.08
乐清市:			
GDP[亿元]	495.84	571.49	599.08
GDP/行政面积[亿元/平方公里]	0.42	0.49	0.52
公共财政预算收入[亿元]	34.36	41.66	45.72

注: 根据乐清国投经审计的 2010~2012 年度的财务数据整理、计算。乐清市财政数据来自乐清市 2010~2012 年政府工作报告

分析师

戴志刚 卢艳红

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 乐清市经济增长有所放缓, 财政实力继续增强。2012 年乐清国投仍获得政府较大的支持且保持一定规模的土地资产, 收入规模稳步增长, 盈利情况良好; 2012 年末公司长期债务规模显著增长, 但货币资金储备充裕, 短期债务偿债压力明显减轻; 后续公司仍面临一定融资压力。

- 2012 年乐清市经济增速有所放缓, 但地方财政收入稳步增长且相对较强, 能够为当地基础设施建设项目提供较好的资金保障。
- 受外部经济环境影响, 2012 年乐清市工业产值下降, 该市仍面临较大的产业升级压力。
- 作为乐清市最主要的地方融资平台, 2012 年乐清国投继续获得政府土地注入、财政补贴等支持。
- 乐清城投仍拥有一定土地储备, 以及自来水、道路收费业务仍保持稳定的现金流入, 可为公司债务偿付提供一定的支撑, 但土地资产变现能力须关注。
- 2012 年末乐清国投刚性债务规模显著增长, 但主要集中于长期借款, 短期债务偿付压力明显减轻, 且货币资金存量较为充裕, 可为债务偿付提供一定保障。
- 2012 年乐清国投的保障房建设、港口建设和土地开发项目持续推进, 所需资金缺口较大, 公司仍面临较大的融资压力。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对本期企业债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期企业债券的一种建议。报告中引用的资料主要由乐清国投提供, 所引用资料的真实性由乐清国投负责。

跟踪评级报告

按照 2012 年乐清市国有投资有限公司（以下简称乐清国投、该公司或公司）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据乐清国投提供的经审计的 2012 年财务报表及相关经营数据，对乐清国投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、已发行债券情况

该公司于 2012 年 6 月 29 日发行了总额为 15 亿元、期限为 7 年、利率为 6.50% 的公司债券。截至 2012 年末，公司募投项目投资情况见图表 1 所示。

图表1：截至 2012 年末公司募投项目投资情况（单位：亿元）

募投项目	总投资	已投资	拟用金额	已使用
乐清市柳市镇康居工程建设项目	2.64	0.40	1.50	0.40
乐清市乐成镇限价房建设项目	1.32	0.80	0.70	0.70
乐清市旧城改造“二区五路”工程安置用房建设工程	14.46	1.20	8.50	0.00
乐清市城市给水管网改扩建工程	4.03	2.00	1.00	0.50
乐清湾港区北区沿海堤坝工程	8.30	7.10	3.30	3.30
合 计	30.75	11.50	15.00	4.90

资料来源：乐清国投

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

2012 年，该公司进一步健全了内控制度体系，并在外部调研与内部讨论的基础上，修订了公司合同管理、项目管理、融资管理、资产管理、财务管理等制度，经营管理逐步规范。

（二）业务运营

受外部经济环境影响，2012 年乐清市经济增速有所放缓，工业产值下降，并面临较大的产业升级压力。2012 年乐清市 GDP 达

599.08 亿元，同比增长 5.50%，增幅比上年下降了 4.7 个百分点；三次产业结构调整为 3.2:58.3:38.5，产业结构有所优化。乐清市形成了以低压电器、电子、机械、仪表、服装、皮革、船舶修造等为主导行业的工业体系。2012 年乐清市实现工业总产值 1434.20 亿元，较上年下降了 2.9%；当年工业增加值为 319.74 亿元，比上年增长 1.9%，增幅较上年回落 7.7 个百分点。

2012 年乐清市公共财政预算收入保持平稳增长，土地出让收入明显下降但仍为该市财力提供了一定补充，该市保持了相对较强的财政实力。2012 年乐清市完成财政总收入 91.68 亿元，同比增长 11.60%。当年该市公共财政预算收入为 45.72 亿元，较上年增长 9.8%，其中税收收入为 42.15 亿元；当年该市土地出让收入为 47.31 亿元，较上年下降了 128.32%。2012 年该市公共财政预算支出为 46.48 亿元，政府性基金支出为 54.25 亿元，分别较上年增长 1.55% 和 -56.53%。

从地方政府债务余额及综合财力来看，截至 2012 年末，该市地方债务余额合计 26.90 亿元，当年地方综合财力¹为 170.08 亿元，债务率为 15.82%。总体来看，乐清市综合财力相对较强，政府性债务负担较轻，可为该市基础设施建设提供较有力的资金支持。

该公司是乐清市城市建设项目的投资和建设主体，主要业务为乐清市城市基础设施建设、供水、土地开发、保障房建设及其他国有资产的运营管理。公司收入来源包括自来水销售及管道安装、保障房销售、土地开发、道路通行费和粮食销售等。2012 年公司实现营业收入 7.24 亿元，较上年增长了 60.87%，以土地开发收入、自来水销售收入和管道安装收入为主，其中通行费收入、自来水销售收入为公司提供了稳定的收入来源，具体收入结构如图表 2 所示。

¹地方综合财力=地方一般预算本级收入+转移支付和税收返还收入+国有土地使用权出让收入+预算外财政专户收入

图表2： 2012 年公司营业收入结构及变化情况 （单位：亿元，%）

业务	金额	占比	增幅
土地开发	3.32	45.86	144.12
自来水销售	1.53	21.13	20.47
管道安装	1.28	17.68	52.38
粮食销售	0.59	8.15	20.41
通行费	0.45	6.22	-6.25
其他	0.07	0.97	16.67
合计	7.24	100.00	60.89

资料来源：乐清国投

2012 年该公司土地开发整理项目仍主要集中于总部经济园一期、总部经济园二期和总部经济园三期等项目，其中总部经济园一期预计 2013 年末竣工。公司的土地出让收入需上缴财政，土地开发收入则依据土地开发成本加 10%管理费由财政返还给公司，其基建项目所需资金由财政另行拨款。2012 年公司实现土地开发收入 3.32 亿元，较上年增长了 144.12%。

2012 年该公司保障房项目和港区开发项目持续推进，具体开发建设情况如图表 3 所示。预计从 2013 年末开始，公司保障房项目开始陆续建成并对外出售，可为公司带来一定资金回笼，但保障房项目盈利能力较弱，且保障房能否顺利出售并覆盖前期投入成本存在一定不确定性。

图表3： 2012 年末公司保障房项目建设情况 （单位：万元）

项目名称	开工日期	预计总投资	已投资
中心区一期	2007.05	70,525	20,662
中心区二期	2009.03		31,687
中心区三期	2011.03		8,670
乐成一期	2011.01	13,245	8,125
乐成二期	2012.11		
柳市	2012.06	14,400	4,081
白象	-	19,228	5,195
合计	-	117,398	78,420

资料来源：乐清国投

图表4： 2012 年末公司乐清湾港区在建项目情况 （单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	投资计划			
			2013	2014	2015	2016
北区沿海堤坝工程	83,010	45,227	8,500	29,283		
北区吹填工程	95,300	10,348	15,900	28,400	28,500	12,152
一期南区 1 号吹填工程	10,800	5,337	5,463			
南区 3#区块软基处理工程	32,000			16,000	16,000	
港区道路网工程	22,000	6,558	15,442			
南北区填方工程	22,000	4,888	8,000	9,112		
港区给水、排水工程	20,000	912	6,300	6,300	6,488	
一期 2 个 5 万吨码头基建	66,372	23,828	42,544			
合计	351,482	97,098	102,149	89,095	50,988	12,152

资料来源：乐清国投

未来该公司保障房项目、港区项目和土地整理等项目建设需要投入大量资金，所需资金缺口主要依赖外部融资渠道解决，未来国家信贷融资政策特别是融资平台政策变动将对公司的信贷融资空间和财务费用产生较大影响。

（三）财务质量

2012 年该公司进行保障房建设、土地开发和港区建设，以及其他基础设施建设投入了较大规模的资金，公司主要依靠外部融资渠道弥补资金缺口，使得当年末负债规模较上年末出现明显增长。2012 年末公司负债总额达到 83.41 亿元，较上年末增长 37.55%。但受益于当年政府对公司货币增资 5.78 亿元²，当年末资产负债率呈现相对较小幅度上升，达到 53.52%，较上年提升 4.97 个百分点，负债程度相对不高。

该公司负债中，2012 年末短期借款和一年内到期的非流动负债构成的短期刚性债务余额为 5.32 亿元，较上年末减少了 43.05%；当年末刚性债务为 41.55 亿元，较上年末增长 60.05%。总体来看，公司刚性债务规模显著增长，但主要集中于长期借款，短期偿债压力减轻。

2012 年该公司盈利主要来源于自来水销售、通行费收入和管道安装，具体毛利占比如图表 4 所示。2012 年公司自来水销售、通行

²计入资本公积

费和管道安装仍保持相对较高的毛利率水平；但工业用地出让价格较低，而当年土地开发收入为政府按照土地开发成本或土地实际出让价款返还，致使当年土地开发业务毛利率较上年下降 13.17 个百分点至-3.61%。2012 年公司毛利率为 15.74%，较上年下降了 9.37 个百分点。另外，政府补贴仍为公司利润的重要来源，当年公司获得政府补贴 2.60 亿元，较上年增长了 42.08%。受益于营业外收入增加的影响，当年公司净利润较上年增长 8.37%，达到 2.25 亿元。

图表5： 2012 年公司毛利构成及毛利率变动情况 （单位：%）

业务	毛利占比	毛利率
自来水销售	50.00	37.25
通行费	29.82	75.56
土地开发	-10.53	-3.61
管道安装	35.09	31.25
粮食销售	0.00	0.00
其他	-4.39	-71.43
合计/综合	100.00	15.84

资料来源：乐清国投

该公司主业保持较强的现金回笼能力，2012 年营业收入现金率为 98.78%。公司现金流入主要来源于自来水销售、道路收费和土地开发收入，当年公司销售商品、提供劳务收入的现金流入为 7.16 亿元，较上年增长了 58.94%。但受公司土地开发、基础设施建设等投资进度影响，以及公司与乐清市财政局往来款的波动，致使当年经营活动现金净流入为 0.32 亿元，较上年的 6.56 亿元大幅下降。2012 年公司对外进行股权投资、购买理财产品等，致使当年投资活动现金净流量为-11.01 亿元。当年公司通过银行借款和企业债等融资方式大幅增加外部融资，筹资性现金流入量显著增长，当年筹资性现金净流入达到 17.52 亿元，较上年增长了 144.01%，基本能够覆盖当年的非筹资性现金流缺口。

2012 年末，该公司资产总额达到 155.86 亿元，较上年增长了 24.78%，其中流动资产和非流动资产分别为 82.43 亿元和 73.43 亿元。公司非流动资产主要为由在建的道路、管网改造等构成的在建工程和由已完工的道路建设、管网改造等构成的其他非流动资产，当年末分别为 46.96 亿元和 17.05 亿元。公司流动资产主要为货币资金、其他应收款和存货，当年末分别为 11.90 亿元、16.14 亿元和 51.64 亿元，分别较上年末增长了 134.68%、14.59%和 127.5%。公司其他

应收款主要为乐清市财政局的借款和与当地政府机构的往来款。公司存货由开发成本和储备土地构成，其中开发成本为在整理的土地、港区建设工程等土地开发成本和在建保障房。而土地资产价值易受当地土地市场价格波动影响，致使存货资产变现能力一般。但当年末公司货币资金存量较上年末显著增加，可为公司即期债务偿付提供一定保障。

综上所述，2012 年乐清市经济增速放缓，但财政实力继续增强；乐清国投仍保持一定规模的土地储备，主营业务收入稳步增长，盈利情况尚可；当年公司债务规模显著增长，经营性现金流净流量大幅下降，但债务增长主要集中于长期借款，短期偿债压力减轻，且货币资金储备充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。

同时，我们仍将持续关注（1）乐清市经济发展状况、财政实力及政府性债务总体压力情况；（2）我国信贷政策变化对公司筹资能力的影响；（3）公司后续基础设施建设投入、债务偿付情况。（4）当地土地市场供求变动情况。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额[亿元]	101.15	124.91	155.86
货币资金[亿元]	4.96	5.07	11.90
刚性债务[亿元]	27.43	25.96	41.55
所有者权益 [亿元]	56.77	64.26	72.45
营业收入[亿元]	6.72	4.50	7.24
净利润 [亿元]	2.52	2.07	2.25
EBITDA[亿元]	3.32	2.60	2.82
经营性现金净流量[亿元]	7.53	6.56	0.32
投资性现金净流量[亿元]	-17.85	-13.62	-11.01
资产负债率[%]	43.88	48.55	53.52
长期资本固定化比率[%]	86.66	99.17	65.84
权益资本与刚性债务比率[%]	206.92	247.55	174.36
流动比率[%]	155.51	101.60	185.90
速动比率[%]	101.39	45.63	64.21
现金比率[%]	25.29	11.92	27.23
利息保障倍数[倍]	2.43	3.11	3.95
有形净值债务率[%]	79.62	98.23	116.56
营运资金与非流动负债比率[%]	43.91	3.76	97.49
担保比率[%]	—	—	5.88
应收账款周转速度[次]	40.63	20.47	30.12
存货周转速度[次]	0.54	0.20	0.16
固定资产周转速度[次]	1.26	1.21	2.10
总资产周转速度[次]	0.07	0.04	0.05
毛利率[%]	17.24	27.30	15.84
营业利润率[%]	1.97	7.47	-4.81
总资产报酬率[%]	2.99	1.99	1.72
净资产收益率[%]	4.88	3.43	3.29
净资产收益率*[%]	4.93	3.42	3.30
营业收入现金率[%]	104.30	99.98	98.78
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	41.42	21.10	0.73
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	17.11	12.49	0.44
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-56.80	-22.74	-24.60
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-23.46	-13.46	-14.84
EBITDA/利息支出[倍]	2.83	3.58	4.62
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.08

注：表中数据依据乐清国投经审计的 2010~2012 年度的财务数据整理计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与净债务比率	期末所有者权益合计/期末净债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产 - 期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计 - 期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额 - 存货余额 - 预付账款 - 待摊费用 - 待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据<银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期净债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期净债务余额
应收账款周转速度	报告期主营业务收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期主营业务成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1 - 报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期主营业务收入×100%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100%
总资产利润率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%
主营收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期主营业务收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期净债务	= EBITDA/[(期初短期净债务+期末短期净债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期净债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。