

温州高新技术产业开发区投资建设
开发有限公司

**2014 年第一期公司债券
2014 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

温州高新技术产业开发区投资建设开发有限公司

2014 年第一期公司债券 2014 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：6 亿元

债券到期日期：2021 年 03 月 21 日

评级日期：2014 年 06 月 19 日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券发行规模：6 亿元

评级日期：2014 年 03 月 03 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对温州高新技术产业开发区投资建设开发有限公司（以下简称“温州高新”或“公司”）及其 2014 年 3 月 21 日发行的 6 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2014 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，维持评级展望为稳定。

主要财务指标

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产 (万元)	727,699.59	622,612.73	381,563.49
归属于母公司所有者权益 (万元)	551,681.21	524,837.71	352,742.60
资产负债率	24.19%	15.70%	7.55%
有息债务 (万元)	102,000.00	46,500.00	-
流动比率	4.14	10.17	11.94
速动比率	1.02	2.23	3.54
营业收入 (万元)	59,304.00	49,216.62	52,640.42
利润总额 (万元)	38,197.25	33,948.93	35,652.25
综合毛利率	66.97%	72.00%	70.10%
EBITDA (万元)	38,226.60	33,985.77	35,690.79
EBITDA 利息保障倍数	5.87	13.65	-
经营活动现金流净额 (万元)	36,634.94	11,367.47	27,327.30

资料来源：公司审计报告

正面：

- 温州市龙湾区近年经济持续发展，财政收入不断增强；
- 跟踪期内，公司营业收入均来自土地整理业务，较高的返还比例使公司土地整理收入保持着较好的盈利水平。

关注：

- 公司城市基础设施建设项目需要承担部分资金筹措职能，在建项目后续投资规模较大，存在一定资金压力；
- 2013年政府返还的土地出让金比例下降致使公司毛利水平有所下降，由于公司获得的土地出让金返还比例未确定，且土地整理收入规模易受政府政策、当地房地产市场波动和土地出让进度影响，未来土地整理业务盈利水平存在不确定性；
- 2013年公司未确认代建管理费收入，未来代建管理费收入是否可持续存在一定不确定性；
- 公司资产主要集中在已开发成本为主的存货中，资产流动性不高；
- 公司有息负债规模大幅增加，且短期债务占比较高，即期支付压力较大。

分析师

姓名：季俊杰 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：jijj@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]2595号文件批准，公司获准向社会公开发行面值总额不超过18亿元公司债券，公司于2014年3月21日发行第一期公司债券，发行金额为6亿元，票面利率为7.95%。

本期债券的起息日为2014年3月21日，按年计息，每年付息一次，自债券发行后第3年起，分5年等额偿还债券本金，即后5年每年偿还债券本金的20%，后5年利息随本金的兑付一起支付。本期债券兑付日为2017年起至2021年每年的3月21日。本期债券第一次付息日为2015年3月21日。

截至2014年4月30日，本期债券募集资金使用情况如表1所示。

表1 截至2014年4月30日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
龙湾城市中心区旧城改造安置房及配套（永强北片奥林匹克单元B01地块）工程	97,488.00	20,000.00	24,000.00	10,278.36
龙湾区保障性住房（人才公寓）建设工程	47,193.00	10,000.00	14,500.00	853.92
温州市温州大道东延（温强路—海滨围垦）工程	193,119.00	30,000.00	12,000.00	-
合 计	337,800.00	60,000.00	50,500.00	11,132.28

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构和主营业务范围均未发生变化。截至2013年末，公司无纳入合并范围子公司。

截至2013年12月31日，公司资产总额为727,699.59万元，归属于母公司所有者权益为551,681.21万元，资产负债率为24.19%。2013年度公司实现营业收入59,304.00万元，实现利润总额38,197.25万元，经营活动产生的现金流量净额为36,634.94万元。

三、地方经济与财政实力

区域经济

2013年温州市经济持续增长，经济实力进一步增强，但固定资产投资及进出口贸易增速有所放缓

2013 年，温州市全年完成生产总值 4,003.86 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，增幅比上年提高 1.0 个百分点。其中，第一产业增加值 115.39 亿元，下降 0.80%；第二产业增加值 2,015.48 亿元，增长 7.80%；第三产业增加值 1,872.99 亿元，增长 8.00%。随着市场经济的不断发展，温州市的产业结构比例逐步趋于合理，第一产业所占比重逐步下降，第三产业比重逐步上升，形成了以第二、第三产业为主的经济结构。2013 年国民经济三次产业结构为 2.88:50.34:46.78，第三产业比重较上年提升 0.4 个百分点。2013 年，温州市完成全社会固定资产投资 2,950 亿元，比上年增长 25.20%；其中限额以上固定资产投资 2,618.16 亿元，增长 24.10%，但固定资产投资增速较上年。投资结构逐步优化，工业投资和基础设施投资增长较快，房地产开发投资比重下降 9.40 个百分点。全市社会消费品零售总额为 2,136.38 亿元，比上年增长 11.20%；受外贸环境不景气影响，温州市实现进出口总额 206.02 亿美元，较上年增长 0.80%，增速较上年下降 4.50 个百分点。截至 2013 年末，温州市金融机构本外币各项存款余额 8,095.48 亿元，比上年末增长 4.50%，年末金融机构本外币各项贷款余额 7,263.33 亿元，增长 3.60%，为当地经济发展提供较好的资金支持。

表2 2012-2013 年浙江省温州市经济发展情况

主要指标	2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	4,003.86	7.70%	3,650.06	6.70%
第一产业增加值（亿元）	115.39	-0.80%	112.90	1.20%
第二产业增加值（亿元）	2,015.48	7.80%	1,843.06	6.00%
工业增加值（亿元）	1,767.98	7.60%	1,615.07	4.50%
建筑业增加值（亿元）	247.50	9.70%	227.99	18.10%
第三产业增加值（亿元）	1,872.99	8.00%	1,694.10	8.00%
固定资产投资（亿元）	2,950.00	25.20%	2,357.11	34.60%
社会消费品零售总额（亿元）	2,136.38	11.20%	1,929.29	9.10%
进出口贸易总额（亿美元）	206.02	0.80%	204.38	5.30%
存款余额（亿元）	8,095.48	4.50%	7,744.94	2.60%
贷款余额（亿元）	7,263.33	3.60%	7,013.00	9.70%
人均地区生产总值（元）	49,817.00	7.10%	45,667.00	5.80%
城镇居民人均可支配收入（元）	37,852.00	8.70%	34,820.00	9.70%

注：人均地区生产总值按户籍人口计算。

资料来源：2012-2013 年浙江省温州市国民经济和社会发展统计公报

2013 年温州市龙湾区民经济总体增速较上年有所回升

2013 年，龙湾区国民经济总体增速有所回升。按全区口径统计，2013 年，龙湾区全区实现地区生产总值 482.05 亿元，按可比价计算，比上年增长 9.40%，增速较上年增长 2.4 个

百分点；分三次产业看，第一产业实现增加值 2.76 亿元，增长 5.40%；第二产业增加值 334.92 亿元，增长 9.10%；第三产业增加值 144.37 亿元，增长 10.10%。第一、二、三产业增加值占全区地区生产总值的比重为 0.6：69.5：29.9，形成了以第二、第三产业为主的经济结构；人均生产总值（按年平均户籍人口计算）为 147,349 元，比上年增长 8.10%。按区本级口径统计，2013 年，龙湾区本级实现地区生产总值 306.90 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.20%，其中第一产业增加值 2.15 亿元，增长 5.40%；第二产业增加值 204.15 亿元，增长 8.70%；第三产业增加值 100.60 亿元，增长 10.30%；第一、二、三产业增加值占区本级地区生产总值的比重为 0.7：66.5：32.8，同样是以第二、第三产业为主的经济结构；人均生产总值（按年平均户籍人口计算）为 135,163 元，比上年增长 7.90%。

整体来看，2013 年温州市龙湾区全区及区本级各经济指标增速较上年均有不同程度提高，龙湾区国民经济总体增速有所回升。

表3 2012-2013 年温州市龙湾区经济发展情况

口径	主要指标	2013 年		2012 年	
		金额	增长率	金额	增长率
全区	地区生产总值（亿元）	482.05	9.40%	437.47	7.00%
	第一产业增加值（亿元）	2.76	5.40%	3.67	-8.70%
	第二产业增加值（亿元）	334.92	9.10%	302.02	7.20%
	第三产业增加值（亿元）	144.37	10.10%	131.78	7.20%
	人均生产总值（元）	147,349	8.10%	126,688	5.30%
	进出口贸易总额（亿美元）	35.15	9.60%	32.24	1.90%
	城镇居民人均可支配收入（元）	36,282.00	9.10%	33,256	8.80%
区本级	地区生产总值（亿元）	306.90	9.20%	282.45	5.80%
	第一产业增加值（亿元）	2.15	5.40%	3.13	-9.80%
	第二产业增加值（亿元）	204.15	8.70%	185.92	5.00%
	第三产业增加值（亿元）	100.60	10.30%	93.40	8.00%
	人均生产总值（元）	135,163	7.90%	114,657	4.10%
	固定资产投资（亿元）	216.17	24.30%	214.36	56.00%
	进出口贸易总额（亿美元）	24.95	8.70%	22.98	2.90%
	年末存款余额（亿元）	523.51	3.0%	503.91	1.90%
	年末贷款余额（亿元）	554.08	1.80%	541.93	7.20%

注：人均生产总值按年平均户籍人口计算；

资料来源：2012-2013 年温州市龙湾区国民经济和社会发展统计公报

财政实力

2013年受土地市场回暖影响，温州市整体财政实力有所回升

2013年受土地市场回暖影响，温州市整体财政实力有所回升。2013年，温州全口径和本级公共财政收入分别为323.98亿元和85.43亿元，分别增长11.85%和20.29%，增速分别较上年提高4.92和9.57个百分点，其中，税收收入占比分别为91.15%和92.63%，温州市公共财政收入质量较好。2013年温州市土地市场有所回暖，国有土地出让金收入较上年大幅增加，全口径和本级政府性基金收入实现639.03亿元和162.45亿元，较上年分别上升63.84%和33.31%。但目前房地产市场不确定性因素较大，温州市政府性基金收入未来可能有所波动。

表4 2012-2013年温州市全口径和本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	全口径	本级	全口径	本级
公共财政收入	3,239,752	854,308	2,896,419	710,216
其中：税收收入	2,953,060	791,314	2,676,836	687,565
非税收入	286,692	62,994	219,583	22,651
上级补助收入	1,928,323	59,063	1,602,218	40,426
政府性基金收入	6,390,319	1,624,477	3,900,275	1,218,534
其中：国有土地出让金收入	5,691,488	1,451,551	3,316,439	1,060,893
预算外财政专户资金收入	156,038	76,813	220,631	81,345
财政收入合计	11,714,432	2,614,661	8,619,543	2,050,521
公共财政支出	4,379,565	823,693	3,877,865	666,905
上级上解支出	894,144	196,815	825,822	194,664
政府基金支出	6,510,811	1,691,089	4,037,079	674,959
预算外财政专户资金支出	149,973	75,085	209,069	73,327
财政支出合计	11,934,493	2,786,682	8,949,835	1,609,855

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户资金收入；

财政支出=公共财政支出+上级上解支出+政府性基金支出+预算外财政专户资金支出。

资料来源：温州市财政局

从财政支出情况来看，2013年，温州市全口径和本级公共财政支出分别为437.96亿元和82.37亿元，分别较上年增长12.94%和23.51%，主要用于教育、一般公共服务、农林水事务、公共安全、医疗卫生、社会保障和就业等公共与民生支出。2013年温州市全口径、本级公共财政收入与公共财政支出的比重分别为73.97%和103.72%，公共财政收入对公共财政支出保障程度整体较好。

表5 2012-2013年温州市全口径及市本级财政支出情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	全口径	本级	全口径	本级
公共财政收入	3,239,752	854,308	2,896,419	710,216
公共财政支出	4,379,565	823,693	3,877,865	666,905
公共财政收入/公共财政支出	73.97%	103.72%	74.69%	106.49%

资料来源：温州市财政局

2013 年，温州市龙湾区财政收入大幅增长，财政实力进一步增强

2013 年龙湾区财政收入合计 703,682 万元，较上年增长 119.03%，区财政收入大幅增长，财政实力进一步增强。从财政收入结构来看，2013 年度龙湾区实现公共财政收入 277,334 万元，较上年增长 37.50%，其中税收收入占比 95.30%，公共财政收入继续保持较高质量。2012 年由于龙湾区土地价格较低，区政府未出让区内地块，因此政府性基金收入较低，2013 年区内土地市场略有好转，龙湾区当年实现政府性基金收入 360,135 万元，其中国有土地使用权出让收入 340,267 万元，政府性基金收入成为主要的财政收入来源。但考虑到目前房地产市场不确定性因素较大，龙湾区财政收入未来可能有所波动。

综合来看，2013 年随着地方经济的发展和土地市场好转，龙湾区财政收入较上年大幅增长，财政实力进一步增强。

表6 2012-2013 年温州市龙湾区（全口径）财政收入情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
公共财政收入	277,334	201,698
其中：税收收入	264,292	192,820
非税收入	13,042	8,878
上级补助收入	63,200	85,684
其中：返还性收入	0	16,567
一般性转移支付收入	39,885	3,918
专项转移支付收入	23,315	65,199
政府性基金收入	360,135	28,399
其中：国有土地使用权出让收入	340,267	0
预算外收入	3,013	5,494
财政收入合计	703,682	321,275

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外收入；

资料来源：温州市龙湾区财政局

从财政支出看，2013 年龙湾区公共财政支出为 272,742 万元，较上年增长 15.46%，公共财政支出主要用于教育、一般公共服务、城乡社区事务、公共安全和医疗卫生等领域。但随着公共财政收入大幅增加，2013 年龙湾区公共财政收入对公共财政支出的保障程度有所提高，龙湾区公共财政收入对公共财政支出的保障程度较好。

表7 2012-2013 年温州市龙湾区（全口径）公共财政收支对比情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
公共财政收入	277,334	201,698
公共财政支出	272,742	236,223

四、经营与竞争

2013 年，公司实现营业收入 59,304.00 万元，较上年增长 20.50%，当年收入均来自土地整理业务。2013 年由于公司土地整理业务中政府返还的土地出让金比例下降，致使公司毛利水平有所降低。2013 年由于已签订代建协议建设项目已基本完工，新建项目尚未签订代建协议，因此 2013 年公司未确认代建管理费收入。公司 2012-2013 年营业收入构成和毛利率情况见下表。

表8 2012-2013 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理收入	59,304.00	66.97%	39,373.30	87.50%
代建管理费	-	-	9,843.32	10.00%
合 计	59,304.00	66.97%	49,216.62	72.00%

资料来源：公司审计报告

2013 年公司收入均来自土地整理收入，营业收入总体有所提高，但政府返还的土地出让金比例下降致使公司毛利水平有所下降；目前由于新代建协议尚未签订，未来代建管理费收入是否可持续存在一定不确定性

2013 年公司出让位于温州市龙湾城市中心区 D03 地块（住宅用地）和 K12 地块（住宅用地），出让价格分别为 65,000.00 万元和 52,950.00 万元，但由于 2013 年政府返还的土地出让金比例下降由 2012 年的 78% 下降至 50% 左右，公司土地整理收入毛利率下降至 66.97%，较上年下降 20.53 个百分点。考虑到公司获得的土地出让金返还比例并未明确，且公司整理土地出让收入受政府政策、当地房地产市场波动和土地出让进度影响，存在一定不确定性，公司未来的综合盈利水平及规模存在一定的不确定性。

表9 2012-2013 年公司土地整理收入明细

地块	面积 (亩)	出让总价 (万元)	返还比例	返还收入 (万元)
2012 年度				
E11 地块（商服金融）	22.60	2,111.00	0.78	1,646.58
C09 地块（商服金融）	30.00	15,400.00	0.78	12,012.00
G10 地块（商业商务）	84.00	29,307.58	0.78	22,859.92
F02 地块（住宿餐饮）	6.70	3,660.00	0.78	2,854.80

年度合计	143.30	50,478.58	-	39,373.30
2013 年度				
D03 地块（住宅用地）	45.31	65,000.00	0.50	32,500.00
K12 地块（住宅用地）	56.73	52,950.00	0.51	26,804.00
年度合计	102.04	117,950.00	-	59,304.00

资料来源：公司提供

2013 年已签订代建协议建设项目已基本完工，新建项目尚未签订代建协议，因此 2013 年公司未确认代建管理费收入。目前由于新代建协议尚未签订，未来代建管理费收入是否可持续存在一定不确定性。

公司在建城市基础设施项目后续投入资金规模较大，存在较大资金压力

2013 年末公司在建项目主要包括龙湾城市中心区旧城改造安置房及配套（永强北片奥林匹克单元 B01 地块）工程、温州市温州大道东延（温强路—海滨围垦）工程、龙湾城市中心区 F 地块大型地下停车场及配套工程、龙湾区保障性住房（人才公寓）建设工程和永中旧城改造二期拆迁安置房（YZ-30-01 地块）工程，主要在建项目合计总投资额约 50.94 亿元，截至 2013 年末已投资约 6.28 亿元，尚需投入资金达 44.66 亿元。公司在建项目众多，尚需投入资金规模较大，虽然区政府每年将根据项目工程量向公司注入项目资本金，但部分资金仍需公司通过外部融资解决，随着公司承担的建设任务的不断加大、公司在建项目建设进度的不断推进，后续投入的项目建设资金将继续增大，公司将面临较大的资金压力。

表10 截至 2013 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投入
龙湾城市中心区旧城改造安置房及配套（永强北片奥林匹克单元 B01 地块）工程	97,488.00	5,155.00	92,333.00
永中旧城改造二期拆迁安置房（YZ-30-01 地块）工程	27,915.00	13,657.00	14,258.00
龙湾区保障性住房（人才公寓）建设工程	27,803.00	6,606.00	21,197.00
龙湾城市中心区 F 地块大型地下停车场及配套工程	63,578.00	21,892.00	41,686.00
温州市温州大道东延（温强路—海滨围垦）工程	244,116.00	2,196.00	241,920.00
黄石山·中国姿态雕塑公园一期工程	48,490.00	13,310.00	35,180.00
合计	509,390.00	62,816.00	446,574.00

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

公司提供的2011-2013年财务报告均由大信会计师事务所（特殊普通合伙）负责审计并

出具标准无保留意见。公司无纳入合并范围子公司。公司财务报告均按照新会计准则编制，本报告关于公司的财务分析是在此基础上进行的。

资产构成与质量

公司资产规模快速增长，但资产主要集中在以开发成本为主的存货和在建工程，资产流动性不高

截至 2013 年末，公司总资产规模达 727,699.59 万元，较上年增长 16.88%，资产规模增长较快。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金以银行存款为主，2013 年末货币资金规模为 6,035.69 万元，不存在受限情况，流动性较好。公司应收账款主要是应收温州市龙湾区财政局的土地整理款，账龄均在 1-2 年以内。公司预付款项为预付工程款，近年来随着公司项目数量的增加及建设进程的推进而增长。公司其他应收款余额为 30,773.14 万元，主要为垫付的土地拆迁费、安置费和工程款，欠款对象多为政府下属单位，收回时间存在一定不确定性，对公司资金流转造成一定负面影响；由于 2013 年新增工程量较多，其他应收款较上年增长 211.94%。公司存货主要为土地开发成本和代建项目成本，项目周期较长，资产流动性不高。公司非流动资产主要为在建工程，期末账面价值为 205,406.71 万元，主要是建设中的办公大楼以及基础设施等项目，由于 2013 年公司新增公益性建设项目较多，在建工程期末账面价值较上年增长 103.93%。截至 2013 年末，公司尚未与政府就新建在建工程签订代建协议，未来在建工程竣工结转为固定资产须计提折旧，这将在一定程度上削弱公司的盈利能力。

表11 2012-2013 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6,035.69	0.83%	8,582.06	1.38%
应收账款	41,453.24	5.70%	41,453.24	6.66%
预付款项	50,562.94	6.95%	54,187.75	8.70%
其他应收款	30,773.14	4.23%	9,864.94	1.58%
存货	392,990.70	54.00%	407,625.22	65.47%
流动资产合计	521,815.72	71.71%	521,713.21	83.79%
在建工程	205,406.71	28.23%	100,725.40	16.18%
非流动资产合计	205,883.87	28.29%	100,899.52	16.21%

资产总计	727,699.59	100.00%	622,612.73	100.00%
------	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司审计报告

综上所述，近年来公司资产规模快速增长，但资产主要集中在以开发成本为主的存货和在建工程，资产流动性不高。

盈利能力

2013 年公司营业收入均来自土地整理业务，毛利率水平较高，公司整体盈利能力较强，但政府返还的土地出让金比例下降致使公司土地整理收入毛利水平有所降低

2013 年公司实现营业收入 59,304.00 万元，收入均来自土地整理业务。由于公司近年出让土地均为早期开发整理地块，成本相对较低，较高的返还比例使公司土地整理收入保持着较好的盈利水平，2013 年公司土地整理收入毛利率为 66.97%，2013 年由于政府返还的土地出让金比例下降致使公司土地整理收入毛利水平有所降低。由于公司获得的土地出让金返还比例并未明确，公司未来土地整理收入毛利率水平存在一定的不确定性，将在一定程度上影响公司的利润水平。项目委托代建业务方面，2013 年已签订代建协议建设项目已基本完工，新建项目尚未签订代建协议，2013 年公司未确认代建管理费收入，未来代建管理费收入是否可持续存在一定不确定性。考虑到公司负责的基础设施建设地块出让进度及土地出让金易受政府政策、当地房地产市场波动和土地出让进度影响，且公司获得的土地出让金返还比例并未明确，公司未来的综合盈利水平存在一定的不确定性。

从期间费用来看，由于公司固定资产规模较小，折旧规模有限，公司管理费用规模不大；2013 年公司新增项目贷款利息已资本化，公司期间费用率维持较低水平。

总体而言，2013 年公司营业收入均来自土地整理业务，毛利率水平较高，公司整体盈利能力较强。

表12 2012-2013 年公司盈利能力主要指标

项目	2013 年	2012 年
营业收入（万元）	59,304.00	49,216.62
期间费用（万元）	209.28	631.50
营业利润（万元）	38,197.27	33,965.08
利润总额（万元）	38,197.25	33,948.93
净利润（万元）	28,975.07	25,459.71
综合毛利率	66.97%	72.00%
期间费用率	0.35%	1.28%
总资产回报率	5.66%	6.76%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司工程项目建设业务需要垫资，在建项目未来资金支出规模较大，面临较大的融资压力

公司经营活动现金流主要核算土地整理收入、部分基础设施建设投入和与政府机关等的资金往来款，2013 年公司收现比为 1.00，经营活动产生的现金流量净额为 36,634.94 万元，公司资金回笼情况较好，经营性现金流净额较上年大幅增长。

公司近年进行高新区城市基础设施建设规模较大，其部分项目建设投入资金通过投资活动现金流核算，使投资活动产生的现金流出增大。2013 年公司投资活动产生的现金流量净额为-86,542.40 万元，投资活动现金流表现为净流出，且净流出规模较上年大幅增加。由于经营活动净现金流入不能满足投资活动资金需求，公司新增项目贷款满足项目建设资金需求，2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 47,361.10 万元，为投资活动提供了一定的资金支持。

公司是高新区城市基础设施和重点项目投融资和建设主体，未来几年投资项目规模较大，面临较大的资金支出压力，而经营活动现金流量净额难以满足公司资金支出的需求，公司将面临较大的融资压力。

表13 2012-2013 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
收现比	1.00	0.80
销售商品、提供劳务收到的现金	59,304.00	39,216.62
收到其他与经营活动有关的现金	99,468.57	119,458.56
经营活动现金流入小计	158,772.57	158,675.18
购买商品、接受劳务支付的现金	4,954.41	13,780.65
支付其他与经营活动有关的现金	116,414.41	133,420.02
经营活动现金流出小计	122,137.63	147,307.71
经营活动产生的现金流量净额	36,634.94	11,367.47
投资活动产生的现金流量净额	-86,542.40	-58,288.95
筹资活动产生的现金流量净额	47,361.10	51,450.00
现金及现金等价物净增加额	-2,546.36	4,528.52

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司自有资本实力不断增强，但有息负债规模大幅增加，即期支付压力较大

由于盈利能力良好，利润累积致使公司自有资本进一步增强，2013 年末所有者权益合

计为 551,681.21 万元，较上年增长 5.11%。同时由于项目建设资金压力增大，公司负债规模也大幅增加；截至 2013 年末，公司负债与所有者权益比率为 31.91%，负债与所有者权益比率较上年增加 13.28 个百分点。

表14 2012-2013 年公司资本结构情况（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
负债总额	176,018.38	97,775.03
其中：流动负债	126,018.38	51,275.03
非流动负债	50,000.00	46,500.00
所有者权益	551,681.21	524,837.71
负债与所有者权益比率	31.91%	18.63%

资料来源：公司审计报告

随着公司承担的城市基础设施和重点项目建设任务加大，2013 年公司负债规模大幅上升至 176,018.38 万元，较上年增长 80.02%。

在负债结构方面，2013 年末流动负债占公司负债规模的 71.59%。公司流动负债主要由应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2013 年末，公司其他应付款余额为 41,213.63 万元，主要为应付关联方款项。一年内到期的非流动负债为 48,500 万元。公司非流动负债为长期借款，期末公司长期借款规模为 50,000.00 万元，系向中国银行龙湾支行的保证贷款，期限为 3 年，2015 年 11 月 16 日到期，利率为 7.56%。公司有息负债规模为 102,000.00 万元，其中短期有息负债占比 50.98%，公司存在较大即期支付压力。

表15 2012-2013 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,500.00	1.99%	0.00	0.00%
应交税费	32,804.75	18.64%	23,255.33	23.78%
其他应付款	41,213.63	23.41%	28,019.69	28.66%
一年内到期的非流动负债	48,500.00	27.55%	0.00	0.00%
流动负债合计	126,018.38	71.59%	51,275.03	52.44%
长期借款	50,000.00	28.41%	46,500.00	47.56%
非流动负债合计	50,000.00	28.41%	46,500.00	47.56%
负债合计	176,018.38	100.00%	97,775.03	100.00%

资料来源：公司审计报告

整体来看，虽然公司负债规模有所扩大，资产负债率有所上升，但随着公司资本实力不断增强，公司负债水平仍然相对较低，2013 年末公司资产负债率为 24.19%。从 EBITDA 指标上来看，随着公司有息债务规模大幅增加，2013 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 5.87，

公司盈利能力对利息的保障程度有所下降。根据公司未来项目投资计划，公司需进行较大规模的外部融资，整体债务规模预计将增加，未来将在一定程度上影响公司整体资本结构，加大公司偿债压力。

表16 2012-2013 年公司偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	24.19%	15.70%
流动比率	4.14	10.17
速动比率	1.02	2.23
EBITDA（万元）	38,226.60	33,985.77
EBITDA 利息保障倍数	5.87	13.65

资料来源：公司审计报告

六、评级结论

跟踪期内，温州市和龙湾区经济持续发展，财政收入不断增强；公司营业收入均来自土地整理收入，公司土地整理收入保持着较好的盈利水平。

但值得注意的是，公司城市基础设施建设项目需要承担部分资金筹措职能，在建项目后续投资规模较大，存在一定资金压力；公司获得的土地出让金返还比例未确定，2013年政府返还的土地出让金比例有所下降，土地整理收入规模易受政府政策、当地房地产市场波动和土地出让进度影响，未来土地整理业务盈利水平存在不确定性；在委托代建业务方面，2013年已签订代建协议建设项目已基本完工，新建项目尚未签订代建协议，2013年公司未确认代建管理费收入，未来代建管理费收入是否可持续存在一定不确定性。从资产质量上看，公司资产主要集中在已开发成本为主的存货中，资产流动性不高；公司有息负债规模大幅增加，且短期占比较高，存在较大即期支付压力。

基于以上分析，鹏元决定维持公司主体长期信用级别为AA，维持本期债券信用级别为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	6,035.69	8,582.06	4,053.53
应收账款	41,453.24	41,453.24	36,036.62
预付款项	50,562.94	54,187.75	42,883.02
其他应收款	30,773.14	9,864.94	18,974.30
存货	392,990.70	407,625.22	242,146.83
流动资产合计	521,815.72	521,713.21	344,094.31
固定资产	65.47	89.55	110.46
在建工程	205,406.71	100,725.40	37,349.88
递延所得税资产	411.70	84.57	8.84
非流动资产合计	205,883.87	100,899.52	37,469.19
资产总计	727,699.59	622,612.73	381,563.49
短期借款	3,500.00	-	-
应付职工薪酬	-	-	0.07
应交税费	32,804.75	23,255.33	14,154.52
其他应付款	41,213.63	28,019.69	14,666.30
一年内到期的非流动负债	48,500.00	-	-
流动负债合计	126,018.38	51,275.03	28,820.89
长期借款	50,000.00	46,500.00	-
非流动负债合计	50,000.00	46,500.00	-
负债合计	176,018.38	97,775.03	28,820.89
实收资本	8,000.00	8,000.00	3,000.00
资本公积	449,366.02	451,497.58	309,862.18
盈余公积	9,431.52	6,534.01	3,988.04
未分配利润	84,883.68	58,806.12	35,892.38
归属于母公司所有者权益合计	551,681.21	524,837.71	352,742.60
所有者权益合计	551,681.21	524,837.71	352,742.60
负债和所有者权益总计	727,699.59	622,612.73	381,563.49

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业总收入	59,304.00	49,216.62	52,640.42
其中：营业收入	59,304.00	49,216.62	52,640.42
二、营业总成本	21,106.73	15,251.54	16,988.17
其中：营业成本	19,588.93	13,780.65	15,739.32
营业税金及附加	-	536.46	573.77
管理费用	217.88	668.02	670.23
财务费用	-8.60	-36.52	-3.29
资产减值损失	1,308.52	302.93	8.13
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	38,197.27	33,965.08	35,652.25
加：营业外收入	-	2.40	-
减：营业外支出	0.02	18.55	-
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	38,197.25	33,948.93	35,652.25
减：所得税费用	9,222.18	8,489.23	8,915.75
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	28,975.07	25,459.71	26,736.51
其中：归属于母公司所有者的净利润	28,975.07	25,459.71	26,736.51

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	59,304.00	39,216.62	52,640.42
收到其他与经营活动有关的现金	99,468.57	119,458.56	126,844.65
经营活动现金流入小计	158,772.57	158,675.18	179,485.07
购买商品、接受劳务支付的现金	4,954.41	13,780.65	15,739.32
支付给职工以及为职工支付的现金	768.81	106.43	163.99
支付的各项税费	-	0.61	0.75
支付其他与经营活动有关的现金	116,414.41	133,420.02	136,253.72
经营活动现金流出小计	122,137.63	147,307.71	152,157.77
经营活动产生的现金流量净额	36,634.94	11,367.47	27,327.30
二、投资活动产生的现金流量：			
投资活动现金流入小计	-	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	86,542.40	58,288.95	28,891.26
投资活动现金流出小计	86,542.40	58,288.95	28,891.26
投资活动产生的现金流量净额	-86,542.40	-58,288.95	-28,891.26
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	5,000.00	2,708.00
取得借款收到的现金	113,925.00	49,450.00	-
筹资活动现金流入小计	113,925.00	54,450.00	2,708.00
偿还债务支付的现金	58,425.00	3,000.00	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,138.90	-	-
筹资活动现金流出小计	66,563.90	3,000.00	-
筹资活动产生的现金流量净额	47,361.10	51,450.00	2,708.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-2,546.36	4,528.52	1,144.04
加：期初现金及现金等价物余额	8,582.06	4,053.53	2,909.49
六、期末现金及现金等价物余额	6,035.69	8,582.06	4,053.53

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	28,975.07	25,459.71	26,736.51
加：资产减值准备	1,308.52	302.93	8.13
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	29.35	36.84	38.54
财务费用（收益以“－”号填列）	-	0.04	0.04
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-327.13	-75.73	-2.03
存货的减少（增加以“－”号填列）	14,634.52	-125,478.39	-89,638.99
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-17,283.39	-136,067.88	-135,667.86
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	9,298.00	247,189.96	225,852.95
经营活动产生的现金流量净额	36,634.94	11,367.47	27,327.30
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	6,035.69	8,582.06	4,053.53
减：现金的期初余额	8,582.06	4,053.53	2,909.49
现金及现金等价物净增加额	-2,546.36	4,528.52	1,144.04

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录五 公司债券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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

二、债务人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。