

温州市鹿城城市发展有限公司
2014 年公司债券 2015 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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>

温州市鹿城城市发展有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2015】跟踪第
【856】号 02

债券剩余规模：12 亿元

债券到期日期：
2021 年 11 月 3 日

债券偿还方式：
每年付息一次。在本期
债券存续期的第 3-7 年
分别按照债券发行总额
20%的比例偿还债券本
金

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 08 月 31 日	2014 年 08 月 21 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对温州市鹿城城市发展有限公司（以下简称“鹿城城发”或“公司”）及其 2014 年 11 月 3 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 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，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到鹿城区经济、公共财政收入持续稳定增长，地方政府支持力度较大，公司可出让土地、在建房产规模较大，为公司未来收入提供了一定的保障，同时我们也关注到鹿城区土地出让收入对地方财力影响较大，公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力，公司营业利润大幅下滑，有息债务规模较大增长较快、存在一定的偿债压力等风险因素。

正面：

- 鹿城区的经济、公共财政收入持续稳定增长。2014 年鹿城区全年实现地区生产总值 761.96 亿元，同比增长 5.00%；实现公共财政收入 23.55 亿元，同比增长 6.03%。
- 地方政府支持力度较大。公司为温州市鹿城区的综合性建设、经营和投融资主体，地方政府对公司支持力度较大，2014 年公司收到鹿城区财政拨款 62,886.94 万元。
- 公司可出让土地、在建房产规模较大，为公司未来收入提供了一定的保障。2014 年底土地开发支出成本余额 15.82 亿元，若该部分土地成功出让或由政府进行收储，将为公司带来一定的收入；公司房产项目主要为保障房项目，截至 2014 年底，主要在建房产项目投资总额为 105.80 亿元，保障房竣工后定向出售将为公司带来一定收入。

分析师

姓名：
张旻燊 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

关注：

- **土地出让收入对地方财力影响较大。**2014 年政府性基金收入占鹿城区财政收入的 29.81%，仍主要由土地出让收入构成，未来该部分收入仍可能存在一定的波动性。
- **公司基础设施项目未来能否实现收入存在一定不确定性。**根据鹿城区人民政府（温鹿政发【2013】13 号）文件，鹿城区人民政府同意对公司及子公司自 2010 年以来承建的基础设施项目进行集中回购，但具体回购时间和回购资金确认模式不确定。
- **公司土地出让收入、土地收储收入未来仍存在一定的波动性。**公司土地出让、土地收储易受鹿城区土地市场活跃程度和当地财政资金宽裕情况的影响，2014 年公司无土地出让收入，主营业务收入主要来源于土地收储收入。
- **公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2014 年底，公司在建基础设施建设项目以及房产项目总投资规模为 133.02 亿元，已投资 35.19 亿元，后续仍需投资 97.83 亿元。
- **公司营业利润大幅下滑。**受鹿城区政府规划影响，公司营业收入构成、毛利率波动较大，2014 年由于公司毛利率下降幅度较大，实现营业利润 11,607.81 万元，同比下降 44.36%。
- **公司有息债务规模较大增长较快，存在一定的偿债压力。**截至 2014 年底，公司有息负债规模达 28.70 亿元，同比增长 64.51%，占负债总额的 58.57%。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	986,800.98	744,858.62	552,872.27
归属于母公司所有者权益（万元）	496,058.02	424,730.86	397,629.81
有息债务（万元）	286,994.87	174,455.25	65,750.00
资产负债率	49.66%	42.88%	28.08%
流动比率	2.65	2.66	4.08
营业收入（万元）	44,635.90	34,464.00	82,728.25
利润总额（万元）	11,608.18	20,847.60	20,952.19
综合毛利率	47.36%	86.43%	33.48%
总资产回报率	1.50%	3.23%	4.83%
EBITDA（万元）	17,939.43	25,467.75	24,246.61
EBITDA 利息保障倍数	1.34	3.01	5.06
经营活动现金流净额（万元）	-7,185.55	-81,590.79	-9,403.25

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

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[2014]673号文批准，公司于2014年11月3日公开发行7年期、12亿元的公司债券，票面利率为5.58%。

本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年起于每年按20%的比例逐年等额偿还本金，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。截至2015年6月底，本期债券暂未支付利息、兑付本金，本期债券募集资金使用情况表1所示。

表1 截至2015年6月30日本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

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
温州市汇昌河葡萄居住区项目	37.71	12.00	10.05	7.39

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2014年公司注册资本、控股股东、最终实际控制人未发生变化，仍为温州市鹿城区财政局；公司的主营业务未发生重大变化；合并报表范围亦未发生变化。

截至2014年12月31日，公司资产总额为98.68亿元，归属于母公司所有者权益为49.61亿元，资产负债率为49.66%；2014年度，公司实现营业收入4.46亿元，利润总额1.16亿元，经营活动现金净流出0.72亿元。

三、区域经济与财政实力

2014年温州市经济发展保持稳步增长，经济实力不断增强，但受宏观经济放缓和房地产调控等因素影响，近年经济增速有所放缓，低于浙江省平均水平

2014年温州市全年实现地区生产总值4,302.81亿元，同比增长7.20%，增速慢于浙江省地区生产总值增速；温州市地区生产总值及增速分别在浙江省排名第3位、第5位。

表2 2013-2014年浙江省下属各市GDP及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2014年		2013年	
	GDP	增长率	GDP	增长率
浙江省	40,154.00	7.60%	37,568.00	8.20%

杭州	9,201.16	8.20%	8,343.52	8.00%
宁波	7,602.51	7.60%	7,128.90	8.10%
温州	4,302.81	7.20%	4,003.86	7.70%
绍兴	4,265.83	7.50%	3,967.29	8.50%
台州	3,387.51	7.50%	3,153.34	7.90%
嘉兴	3,352.80	7.50%	3,147.66	9.30%
金华	3,206.64	8.30%	2,958.78	9.10%
湖州	1,956.00	8.40%	1,803.20	9.00%
衢州	1,121.01	7.40%	1,056.57	9.10%
丽水	1,051.00	7.00%	983.08	9.20%
舟山	1,021.66	10.20%	930.85	8.50%

资料来源：浙江省各市 2013-2014 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014年温州市经济仍以第二、第三产业为主，产业结构继续优化，国民经济三次产业结构由2013年的2.88：50.34：46.78变为2014年的2.7：47.6：49.7，第三产业比重比2013年提升0.1个百分点。

2014年温州市实现工业增加值1,748.81亿元，按可比价计算，增长8.0%，其中规模以上工业增加值976.60亿元，增长6.2%。战略性新兴产业实现增加值208.56亿元，高新技术产业实现增加值331.71亿元，装备制造业实现增加值416.15亿元，分别增长8.3%、8.2%和8.0%。规模以上工业中，有14个大类行业产值超百亿元，实现工业总产值4,064.52亿元，占规模以上工业总产值比重85.7%。

2014年温州市固定资产投资3,052.81亿元，同比增长16.6%。其中民间投资1,911.86亿元，增长25.4%，占全部投资比重为62.6%。全年完成工业投资750.88亿元，比上年增长24.0%，其中，工业技改投资541.84亿元，增长56.1%，战略性新兴产业投资210.87亿元，增长45.2%，装备制造业投资366.93亿元，增长36.6%。全年房地产开发完成投资额808.88亿元，同比增长10.1%；房屋施工面积、竣工面积分别同比增长10.2%、47.1%；商品房销售面积同比增长20.1%。

2014年温州市社会消费品零售总额2,410.36亿元，比上年增长12.8%。金融机构本外币存款余额8309.34亿元，比上年末增长2.6%，本外币贷款余额7,346.76亿元，增长1.1%。

表3 2013-2014年温州市主要经济指标

项目	2014年		2013年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	4,302.81	7.20%	4,003.86	7.70%
第一产业增加值（亿元）	117.92	2.10%	115.39	-0.80%
第二产业增加值（亿元）	2,046.23	8.40%	2,015.48	7.80%

第三产业增加值（亿元）	2,138.66	6.20%	1,872.99	8.00%
规模以上工业增加值（亿元）	976.60	6.20%	-	-
全年固定资产投资（亿元）	3,052.81	16.60%	2,950.00	25.20%
社会消费品零售总额（亿元）	2,410.36	12.80%	2,136.38	11.20%
进出口总额（亿美元）	207.82	0.90%	206.02	0.80%
存款余额（亿元）	8,309.34	2.60%	8,095.48	4.50%
贷款余额（亿元）	7,346.76	1.10%	7,263.33	3.60%

资料来源：温州市 2013-2014 年统计公报，鹏元整理

鹿城区产业结构以第三产业为主，2014年经济实力继续平稳增长，但经济增速处于温州市下游水平

2014年鹿城区实现地区生产总值761.96亿元，同比增长5.00%，增速慢于温州市地区生产总值增速；鹿城区地区生产总值及增速分别在温州市排名第1位、第11位。

表4 2013-2014年温州市下属各区、县GDP及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2014年		2013年	
	GDP	增长率	GDP	增长率
温州市	4,302.81	7.20%	4,003.86	7.70%
鹿城区	761.96	5.00%	717.97	4.50%
乐清市	704.80	7.60%	657.92	6.50%
瑞安市	678.79	7.00%	635.95	9.50%
龙湾区	519.66	7.90%	482.05	9.40%
瓯海区	412.98	8.60%	378.27	8.70%
苍南县	393.60	7.60%	364.59	8.10%
平阳县	322.20	7.30%	298.50	9.90%
永嘉县	313.76	7.00%	291.91	8.00%
文成县	64.50	7.50%	58.63	8.20%
泰顺县	64.31	7.70%	58.91	9.40%
洞头县	54.56	8.80%	60.32	9.10%

资料来源：温州市各区、县 2013-2014 年国民经济和社会发展统计公报及政府工作报告，鹏元整理

鹿城区经济以第三产业为主，2014年三产业增加值占GDP比重达70.9%，同比有所下降，三次产业的构成比例已由上年的0.2：28.4：71.4调整为2014年的0.2：28.9：70.9，第二、第三产业对全区经济的贡献率分别为52.5%和47.4%，依次拉动经济增长2.6个百分点和2.4个百分点。

工业方面，2014年鹿城区工业生产增长反弹，增速大幅回升。2014年，全区工业企业总产值547.79亿元，同比增长4.7%，增速同比回升9.1个百分点。其中规模以上工业总产值286.38亿元，同比增长3.8%，增速比上年同期回升11.8个百分点。

2014年鹿城区固定资产投资民间投资所占比重上升，政府仍为投资主体，固定资产投资结构继续优化。2014年，全区实现限额以上固定资产投资306.57亿元，同比增长16.5%。从投资结构来看，工业性投资43.98亿元，增长38.9%，工业投资占投资总额比重为14.3%，较上年提高2.3个百分点。从投资主体来看，政府性投资完成199.73亿元，增长27.5%，占全区投资比重为75.9%，民间投资完成95.26亿元，同比增长51.1%，占限上投资比重为31.1%，较上年回升7.3个百分点，但仍低于全市平均31.6个百分点。

2014年，鹿城区社会消费品零售总额741.76亿元，增长9.1%。其中限额以上社会消费品零售总额193.42亿元，增长5.5%。2014年鹿城区外贸出口压力依然较大，外贸进出口额38.07亿美元，同比下降1.3%；其中，出口35.54亿美元，同比下降0.8%，进口2.53亿美元，同比下降7.5%。

表5 2013-2014年鹿城区主要经济指标

项目	2014年		2013年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	761.96	5.00%	717.97	4.50%
第一产业增加值（亿元）	1.68	1.50%	1.66	2.20%
第二产业增加值（亿元）	220.55	9.00%	203.51	3.50%
第三产业增加值（亿元）	539.73	3.30%	512.80	3.50%
规模以上工业总产值（亿元）	286.38	3.80%	284.33	-7.00%
全年固定资产投资（亿元）	306.57	16.50%	263.15	20.30%
社会消费品零售总额（亿元）	741.76	9.10%	679.76	7.00%
进出口总额（亿美元）	38.07	-1.30%	38.86	-5.60%
存款余额（亿元）	2,908.67	2.30%	2,890.56	4.50%
贷款余额（亿元）	2,378.41	-0.50%	2,355.28	1.00%

资料来源：鹿城区 2013-2014 年统计公报，鹏元整理

2014年温州市公共财政收入稳定增长，但受土地市场疲软影响，总财政实力有所下滑

2014年受宏观经济下行、人民币贬值和房地产政策综合影响，温州市财政收入有所减少，实现全口径财政收入、市本级财政收入分别为1,035.37亿元、247.46亿元，分别同比下降11.62%、5.36%；但公共财政收入仍保持稳步增长，其中全口径公共财政收入及增速分别在浙江省排名第4位、第5位。

表6 2013-2014年浙江省下属各市公共财政收入及增长速度（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	金额	增长率	金额	增长率
浙江省	4,121.00	8.50%	3,797.00	10.30%
杭州	1,027.32	8.70%	945.20	9.90%

宁波	860.60	8.60%	792.80	9.30%
台州	485.29	8.20%	448.47	9.70%
温州	352.53	8.80%	323.98	11.90%
绍兴	317.27	8.30%	293.07	10.30%
嘉兴	307.07	8.80%	282.31	9.50%
金华	268.87	10.90%	242.47	12.80%
湖州	167.80	8.50%	154.70	11.60%
舟山	101.02	9.10%	92.63	8.30%
丽水	80.96	9.80%	73.70	14.10%
衢州	80.32	10.40%	72.75	14.70%

资料来源：浙江省各市 2013-2014 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014年温州市全口径和本级公共财政收入分别为352.53亿元、92.79亿元，分别同比增长8.81%、8.62%，增速分别较上年下降3.04个百分点、11.67个百分点；其中，税收收入占比分别为92.69%和96.15%，占比较上年有所提升。2014年温州市土地市场疲软，国有土地出让金收入较上年大幅下降，全口径和本级政府性基金收入分别实现475.96亿元和138.66亿元，较上年分别下降25.52%和14.64%，其中土地出让收入同比下降30.01%、18.31%，土地出让收入的下降是财政收入负增长的主要原因。目前来看，温州房地产市场不确定性因素较大，温州市政府基金收入未来波动可能性较为明显。

表7 温州市全口径及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	全口径	本级	全口径	本级
财政收入	1,035.37	247.46	1,171.44	261.47
（一）公共财政收入	352.53	92.79	323.98	85.43
其中：税收收入	326.75	89.21	295.31	79.13
非税收收入	25.78	3.58	28.67	6.30
（二）上级补助收入	191.04	7.76	192.83	5.91
（三）政府基金收入	475.96	138.66	639.03	162.45
其中：土地出让收入	398.37	118.58	569.15	145.16
（四）预算外财政专户收入	15.85	8.25	15.60	7.68
财政支出	967.04	193.96	1,089.04	251.48
（一）公共财政支出	488.98	87.29	437.96	82.37
（二）政府基金支出	478.06	106.67	651.08	169.11
（三）预算外财政专户支出	14.01	7.44	15.00	7.51
公共财政收入/公共财政支出	72.09%	106.30%	73.97%	103.72%

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府基金收入+预算外财政专户收入；财政支出=公共财政支出+政府基金支出+预算外财政专户支出。

资料来源：温州市财政局，鹏元整理

从财政支出情况来看，2014年，温州市全口径和本级公共财政支出分别为488.98亿元和87.29亿元，分别较上年增长11.65%和5.97%，主要用于教育、一般公共服务、住房保障、公共安全、医疗卫生、农林水、社会保障和就业支出等。2014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72.09%和106.30%，公共财政支出方面，向市本级外延县区辐射加强，有助于促进落后县区发展，公共财政收入对公共财政支出保障程度整体较好。

2014年鹿城区财政总收入继续稳步增长，但增速仍处于温州市下游水平

2014年鹿城区财政收入继续稳步增长，从温州市下属各区县财政情况来看，鹿城区财政实力排名靠前，财政总收入位居温州市第4位，但增速相对于其他区县较为缓慢。

表8 2013-2014年温州市下属各区、县财政总收入及增长速度（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	金额	增长率	金额	增长率
温州市	612.44	8.30%	565.63	9.20%
乐清市	111.22	8.67%	102.35	11.60%
瑞安市	86.46	9.96%	78.63	9.20%
瓯海区	47.03	11.70%	42.11	14.30%
鹿城区	41.39	2.80%	40.27	4.70%
苍南县	41.09	11.00%	37.03	15.30%
永嘉县	40.51	4.90%	38.64	7.50%
龙湾区	38.88	3.30%	37.62	7.40%
平阳县	36.09	9.30%	33.00	15.10%
洞头县	8.48	6.60%	7.97	2.70%
文成县	8.30	12.90%	7.35	14.84%
泰顺县	8.22	16.40%	7.06	9.80%

资料来源：温州市各区、县 2013-2014 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

从财政收入的结构来看，鹿城区财政收入由公共财政收入、上级补助收入、政府基金收入构成，2014年分别占比30.20%、17.84%、50.51%。2014年鹿城区实现公共财政收入23.55亿元，同比增长6.03%，其中税收收入为21.82亿元，占公共财政收入的92.65%，公共财政收入质量尚可。2014年鹿城区继续得到上级政府的大力支持，获上级补助收入13.91亿元，同比增长1.20%。政府性基金收入主要由土地出让收入构成，在一定程度上增强了鹿城区的财政调节能力，但其收入规模易受当地土地市场影响，对地方财力影响较大。2014年鹿城区政府性基金收入为至16.39亿元，同比增长8.13%，占鹿城区财政收入的29.81%，未来该部分收入仍可能存在一定的波动性。

财政支出方面，2014年鹿城区财政支出有所下降，为33.75亿元，同比下降29.61%，主

要系政府基金支出大幅下降所致。近年来鹿城区公共财政收入对公共财政支出的覆盖比率不断提升，2014年为77.95%，同比提高0.88个百分点，财政自给能力有所提高。

表9 2013-2014年鹿城区财政收入基本情况（单位：亿元）

项目	2014年	2013年
财政收入	54.98	52.21
（一）公共财政收入	23.55	22.21
其中：税收收入	21.82	20.94
非税收入	1.73	1.27
（二）上级补助收入	13.91	13.75
其中：一般性转移支付收入	9.48	10.70
专项转移支付	4.43	3.05
（三）政府基金收入	16.39	15.16
其中：土地出让收入	13.22	12.30
（四）预算外财政专户收入	1.13	1.10
财政支出	33.75	47.95
（一）公共财政支出	30.21	28.82
（二）政府基金支出	2.36	18.21
（三）预算外财政专户支出	1.18	0.91
公共财政收入/公共财政支出	77.95%	77.07%

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府基金收入+预算外财政专户收入；财政支出=公共财政支出+政府基金支出+预算外财政专户支出。

资料来源：鹿城区财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司为温州市鹿城区的综合性建设、经营和投融资主体，负责鹿城区基础设施建设、土地开发整理和保障性住房建设等各项业务。受鹿城区政府规划影响，公司营业收入构成波动较大。2014年公司无土地出让收入，主营业务收入主要来源于土地收储收入，公司实现主营业务收入44,632.90万元，同比增长29.51%；主营业务毛利率为47.36%，同比下降39.07个百分点。

表10 2013-2014年公司主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地出让	-	-	34,464.00	86.43%
土地收储及房产开发	44,632.90	47.36%	-	-
合计	44,632.90	47.36%	34,464.00	86.43%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年公司基础设施项目回购时间和回购方式仍未定，未来收入能否实现存在一定不

确定性：同时在建基础设施项目使公司面临一定资金压力

公司为鹿城区重要的基础设施开发主体，负责区内基础设施以及重大项目的开发建设。近年来公司以温州鞋都产业园、七都岛城市新区等园区开发为基础，完善各园区的基础设施建设，包括园区道路、桥梁、公用设施等配套建设。根据鹿城区人民政府（温鹿政发【2013】13号）文件，鹿城区人民政府同意对公司及子公司自2010年以来承建的基础设施项目进行集中回购，但具体回购时间和回购资金确认模式不确定。截至2014年底，公司已竣工未确认收入的基础设施项目总投资合计25,772万元，部分已转入固定资产科目，对公司资金形成了一定占用。

表11 截至2014年底公司已竣工未确认收入的基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	竣工时间	总投资
鞋都三期立交桥	2014年8月	9,297
铁路沿线经七路	2014年8月	3,591
沿河北路戴宅南路	2014年9月	3,165
鞋都三期垃圾转运站	2014年5月	755
铁路沿线纬二路和河道整治	2014年12月	2,960
鞋都小学	2014年4月	6,004
合计	-	25,772

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2014年底，在建的主要工程投资总额为272,184万元，已投资金额195,239.41万元，尚需投入76,944.59万元，公司面临一定资金压力。

表12 截至2014年底公司主要在建及拟建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资
牛山北路拓宽工程	28,531.00	20,300.48
七都岛标准堤塘工程	65,000.00	44,074.02
吴桥路道路工程	32,450.00	39,108.87
划龙桥西路延伸段道路工程	28,678.00	19,653.15
成浦江河道整治工程	23,560.00	20,567.67
七都岛市政道路工程	20,138.00	23,081.26
温州（鹿城）轻工特色工业园区一期工程	53,624.00	28,453.96
德政东路	13,961.00	-
蛟凤北路	6,242.00	-
合计	272,184.00	195,239.41

资料来源：公司提供，鹏元整理

综合来看，公司基础设施项目以政府回购为主，但具体回购时间和回购方式未定，未

来收入能否实现存在一定不确定性；在建基础设施项目使公司面临一定资金压力。

2014年公司继续承担征地拆迁、土地整理开发任务，收入存在一定的波动性；目前公司可出让土地规模较大，为公司未来收入提供了一定的保障

公司为鹿城区土地开发的重要主体之一，受鹿城区政府委托，主要对温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区及相关街道的土地进行整理开发。公司自行筹措资金对区内各园区进行拆迁安置和土地整理，土地拆迁整理完毕后，由政府进行收储或招拍挂出让。其中，没有用于特定项目资金平衡的土地由政府进行收储，公司根据与政府签订的收储协议确认土地收储收入、成本；用于特定项目资金平衡的土地根据政府计划通过土地储备中心公开招拍挂出让，政府将招拍挂出让所得收入按一定比例返还给公司，但我们注意到招拍挂返还比例具有一定的不确定性，公司以实际土地交付时间节点确认土地出让收入、成本。公司土地收储收入、土地出让收入回款进度受当地财政资金预算安排影响较大，回款时间存在一定的不确定性。2014年根据公司与政府签订的收储协议，公司当年确认土地收储收入44,200.00万元，具体明细如下表所示。

表13 2014年公司土地收储收入构成情况（单位：亩、万元/亩、万元）

地块名称	土地面积	收储单价	收入	土地性质
铁路沿线 G 地块	174.00	50.00	8,700.00	工业
永川路商品房	26.48	245.50	6,501.70	商业
江滨路 28 号地块	8.40	245.50	2,062.20	商业
江滨路 29 号地块	5.85	245.50	1,436.11	商业
特色园区 E-10, E-30	180.00	50.00	9,000.00	工业
七都第五第九批次用电	54.00	50.00	2,700.00	工业
葡萄村 14-4	62.35	77.00	4,800.80	工业
里垟深港鞋业	8.93	582.43	5,199.20	商业
双桥城中村改造地块	76.00	50.00	3,800.00	工业
合计	596.01	-	44,200.00	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2014年底，鞋都产业园已征地5,593.30亩，基本完成其中5,143.44亩的开发建设，其余249.86亩正在开发中；鹿城轻工产业园已完成土地征用5,000多亩，其中可出让土地余额超过1,000亩；七都岛城市新区已完成“极地海洋文化产业园”前期开发整理工作，即将进入市公共资源交易中心“招拍挂”。2014年底土地开发支出成本余额15.82亿元，若该部分土地成功出让或由政府进行收储，将为公司带来一定的收入。但土地出让、土地收储易受鹿城区土地市场活跃程度和当地财政资金宽裕情况的影响，公司未来土地出让收入、土地收储收入仍存在一定的波动性。

2014年公司确认房产开发收入较少，目前在建房产项目规模较大，仍以拆迁安置房为主，为公司未来收入提供了一定的保障，同时也使公司面临较大的资金压力

公司受政府委托实施温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区内的拆迁安置房等保障性住房建设和运营。具体运营模式为，公司通过自行开发、拆迁安置方式取得土地使用权，根据温州市统一规划，自筹资金进行鹿城区内的城中村改造、拆迁安置房等保障性住房项目建设，根据政府确定的安置结算指导价格，将安置房定向销售给拆迁农户（农户旧房折价抵消，并支付一定差价），农户支付的货币资金为差价部分；公司以实际安置房销售收入（旧房折价+差价）确认收入，以实际发生的征地拆迁和房屋建设成本确认房产开发成本，但在现金流方面，公司仅收到安置户补缴房款差价，低于公司安置房销售收入，旧房折价部分由项目中拆迁整理后的未用于安置房建设的地块出让取得的收益补偿，该部分收益不能弥补公司成本部分由政府补贴。截至2014年底，公司鞋都安置房项目已竣工，总投资3.60亿元，由于未交房，公司暂未确认收入，预计将形成差价收入约8,160.00万元。

表14 2014年公司竣工的房产项目情况（单位：万元、平方米）

项目	建筑面积	竣工日期	总投资	预计差价收入
鞋都三期安置房（二期）	46,048.00	2014年12月	9,998.00	3,180.00
鞋都一期11-13幢1、2楼	40,316.00	2014年12月	12,714.00	2,445.00
鞋都1-3	30,556.00	2014年9月	11,752.00	2,145.00
鞋都32#在地块安置房	5,905.00	2014年7月	1,512.00	390.00
合计	122,825.00	-	35,976.00	8,160.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

此外，为了招商引资需要，公司在温州鞋都总部经济园内开展部分办公性写字楼项目开发，即鞋都总部经济园基地项目的开发建设，由公司按市场价格对外出售，运营模式为纯商业模式。该项目总投资5.2亿元，2006年开始建设并陆续出售，截至2013年底共确认收入5.65亿元，2014年确认收入432.90万元，预计未来仍可实现销售收入约2,567.10万元。

截至2014年底，公司在建项目主要有温州市汇昌河葡萄居住区项目、双屿城中村垵田村C-02-C、中央涂A-2等，合计投资总额为105.80亿元，在建房产项目规模较大，为公司未来收入提供了一定的保障，同时我们也注意到在建房产项目已投资额为15.66亿元，后续仍需投资90.14亿元，资金缺口较大，公司面临较大的资金压力。

表15 截至2014年底公司在建主要房产项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	预计完工时间
温州市汇昌河葡萄居住区项目	377,089.00	11,601.52	2015年12月
双屿城中村垵田村C-02-C	131,036.00	53.34	2017年

中央涂 A-2	106,734.00	1,709.65	2016年6月
横渎河西改造工程	79,045.00	2,969.42	2016年
横渎河西 A-37a-1 地块安置房工程	64,188.00	29,800.00	-
藤桥镇新社区（农房改建）工程	52,095.00	31,177.00	2015年
藤桥镇新家园（农房改建）工程	46,450.00	23,351.00	2015年
九山一号地块城中村改造	38,978.00	1,099.00	2018年
横山农房集聚点	35,424.00	8,168.00	2016年12月
进城口 2#	31,947.00	86.44	2016年7月
藤桥镇上戍坎上农房集聚点建设工程	23,950.00	13,131.00	-
鹿城区南郊街道农房改造德政集聚点工程（一期）	20,639.00	11,683.00	-
藤桥镇双潮新社区建设项目工程	15,845.00	8,246.00	2015年
温州市核心片区吴桥单元丰收村 B-1 地块	15,368.00	11,895.00	2015年8月
双屿城中村垟田村 B-02 地块	12,965.00	6.30	2016年
驿头农房集聚	3,444.00	1,653.00	2016年
郑桥广场	2,843.00	8.78	2015年12月
合计	1,058,040.00	156,638.45	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年公司继续得到鹿城区政府的大力支持

2014年公司继续得到鹿城区政府的大力支持，当年公司收到鹿城区财政拨款62,886.94万元，计入资本公积，截至2014年底，公司资本公积增加至374,599.91万元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告。公司的财务报表按照新会计准则进行编制。由于公司会计准则发生变化，为保持数据的可对比性，以下分析基于2014年审计报告期初及期末数。

资产结构与质量

2014年公司资产规模继续快速增长，但存货和在建工程规模较大，资产流动性一般

2014年公司资产规模继续保持快速增长，截至2014年底，公司资产合计986,800.98万元，同比增长32.48%。从公司资产结构看，截至2014年底，公司资产仍以流动资产为主，占比67.69%，同比提高6.46个百分点。

表16 2013-2014年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	170,574.47	17.29%	33,263.71	4.47%
其他应收款	144,647.23	14.66%	186,396.61	25.02%
存货	331,941.90	33.64%	229,379.45	30.80%
流动资产合计	667,972.32	67.69%	456,055.08	61.23%
固定资产	129,418.20	13.11%	132,108.94	17.74%
在建工程	189,410.47	19.19%	156,689.51	21.04%
非流动资产合计	318,828.66	32.31%	288,803.53	38.77%
资产总计	986,800.98	100.00%	744,858.62	100.00%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

截至2014年底，公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货。2014年底公司货币资金同比增长412.79%，主要系2014年公司成功发行12亿元公司债券所致，公司货币资金无受限情况。公司其他应收款主要是应收鹿城区财政局土地出让款、土地收储回购款以及与关联方的往来款，2014年底，公司其他应收款规模为144,647.23万元，同比下降22.40%，其中应收鹿城区财政局的款项金额为7.81亿元，占其他应收款余额的53.99%。公司存货由土地开发支出和开发成本组成，其中土地开发支出主要系征地拆迁、土地整理成本，开发成本主要系保障房项目的开发支出，随着公司投入资金不断加大，存货规模逐年扩大。2014年底，公司存货中的土地开发支出、开发成本分别为15.82亿元、17.37亿元，其中用于长期借款抵押的存货余额为3.31亿元，占存货账面余额的9.97%。

公司非流动资产包括固定资产、在建工程。公司固定资产主要为房屋建筑物。公司在建工程主要系在建的鹿城区基础设施工程，公司在建工程规模逐年加大，但均未形成收益，2014年底，公司在建工程规模为189,410.47万元，同比增长20.88%。根据鹿城区人民政府文件，鹿城区人民政府同意对公司自2010年以来承建的基础设施项目进行集中回购，但具体回购时间和回购金额不定，相关资产的流动性不高。

整体上看，2014年公司资产规模继续快速增长，但存货和在建工程规模较大，资产流动性一般。

盈利能力

2014年公司营业收入构成、毛利率仍波动较大，受毛利率下降影响，公司营业利润大幅下滑

近年来公司营业收入构成、毛利率波动较大。2014年公司无土地出让收入，营业收入

主要来源于土地收储收入，实现营业收入44,632.90万元，同比增长29.51%，综合毛利率为47.36%，同比下降39.07个百分点。期间费用方面，由于公司项目建设借款利息全部资本化，公司财务费用支出规模不大，期间费用主要是管理支出，2014年期间费用率为15.81%，同比有所下降。由于公司毛利率下降幅度较大，2014年公司实现营业利润11,607.81万元，同比下降44.36%。

表17 2013-2014年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	44,635.90	34,464.00
营业利润	11,607.81	20,863.46
利润总额	11,608.18	20,847.60
净利润	8,422.92	14,824.80
综合毛利率	47.36%	86.43%
期间费用率	15.81%	19.77%
总资产回报率	1.50%	3.23%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

现金流

2014年公司经营活动现金生成能力仍较弱，在建项目规模较大，面临较大资金压力

公司承担鹿城区土地整理出让、安置房建设等任务，项目投入资金规模较大，经营活动现金流支出增长较快；在土地出让收入资金回笼方面，鹿城区财政局根据市政建设项目统筹安排资金调度，导致公司部分土地出让款延迟收取，公司经营活动现金生成能力较弱，2014年公司经营活动现金流继续表现为净流出。

投资性现金流方面，2014年公司继续加大市政道路等基础设施项目建设，投资性现金流继续呈净流出状态。为支持经营活动和投资活动所需资金，2014年公司筹资活动力度加大，筹资活动现金流净流入181,292.79万元。

截至2014年底，公司在建基础设施建设项目以及房产项目总投资规模为133.02亿元，已投资35.19亿元，后续仍需投资97.83亿元，公司面临较大的资金压力。

表18 2013-2014年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	45,003.43	31,877.58
收到的其他与经营活动有关的现金	92,457.50	51.04
经营活动现金流入小计	137,460.93	31,928.61
购买商品、接受劳务支付的现金	140,375.50	79,923.82
支付的其他与经营活动有关的现金	2,411.23	31,263.87

经营活动现金流出小计	144,646.48	113,519.41
经营活动产生的现金流量净额	-7,185.55	-81,590.79
投资活动产生的现金流量净额	-35,003.80	-49,614.07
筹资活动产生的现金流量净额	181,292.79	105,672.92
现金及现金等价物净增加额	139,103.43	-25,531.94

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2014年公司有息债务规模较大且增长较快，面临一定的还本付息压力

近年来鹿城区政府通过财政拨款等方式增强公司的资本实力，截至2014年底，公司的所有者权益合计为496,798.32万元，同比增长16.76%。为满足项目建设的需要，公司负债规模增长迅速，2014年底达490,002.66万元，同比增长53.43%，公司负债与所有者权益比率增长至98.63%。

表19 2013-2014年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
负债总额	490,002.66	319,370.16
所有者权益	496,798.32	425,488.46
负债与所有者权益比率	98.63%	75.06%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2014年底，公司流动负债、非流动负债分别占负债总额的51.51%、48.49%。截至2014年底，应付账款主要为项目工程款；预收款项主要为拆迁安置户旧房折价款；其他应付款主要是往来款、借款、保证金、代收款等，随着公司业务规模增长，公司其他应付款增长较快，2014年底达12.39亿元，同比增长66.34%；一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款；长期借款主要系信用、抵押、保证借款，抵押借款的抵押物主要为土地使用权及在建工程，随着部分长期借款到期，2014年公司长期借款规模有所下降，为9.68亿元，同比下降24.70%；应付债券主要系应付本期债券；其他流动负债主要系应返还安置房款。

表20 2013-2014年公司主要负债构成情况（单位：万元）

负 债	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,000.00	1.63%	3,500.00	1.10%
应付账款	11,798.71	2.41%	11,466.91	3.59%
预收款项	18,890.86	3.86%	19,697.34	6.17%
应交税费	24,895.43	5.08%	19,233.11	6.02%

其他应付款	123,859.51	25.28%	74,461.86	23.32%
一年内到期的非流动负债	63,336.00	12.93%	34,800.00	10.90%
流动负债合计	252,388.73	51.51%	171,348.95	53.65%
长期借款	96,830.70	19.76%	128,600.00	40.27%
应付债券	118,828.17	24.25%	-	0.00%
其他非流动负债	21,955.06	4.48%	19,421.20	6.08%
非流动负债合计	237,613.93	48.49%	148,021.20	46.35%
负债合计	490,002.66	100.00%	319,370.16	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

由于公司2014年成功发行12亿元公司债券，公司有息负债规模增长较快，公司偿债压力主要来自于长期借款、应付债券，截至2014年底，公司有息负债规模达28.70亿元，同比增长64.51%，占负债总额的58.57%。

表21 2013-2014年公司有息债务（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
短期：		
短期借款	8,000.00	3,500.00
应付票据	-	7,555.25
一年内到期的非流动负债	63,336.00	34,800.00
长期：		
长期借款	96,830.70	128,600.00
应付债券	118,828.17	-
有息债务	286,994.87	174,455.25

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

2014年公司资产负债率继续呈上升趋势，2014年底公司资产负债率增长至49.66%；公司其他应收款回款速度较慢且存货变现能力一般，公司短期偿债能力仍为一般水平；公司EBITDA利息保障倍数下降至1.34，主要系利润总额下降以及有息债务规模增长较快、利息支出增加所致，公司盈利对利息支出的保障能力继续呈下降趋势。

整体来看，公司有息债务规模较大且增长较快，面临一定的还本付息压力。

表22 2013-2014年公司偿债能力指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	49.66%	42.88%
流动比率	2.65	2.66
速动比率	1.33	1.32
EBITDA（万元）	17,939.43	25,467.75
EBITDA 利息保障倍数	1.34	3.01
有息债务/EBITDA	16.00	6.85

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

2014年鹿城区经济、公共财政收入持续稳定增长，地方政府支持力度较大，公司可出让土地、在建房产规模较大，为公司未来收入提供了一定的保障，同时我们也关注到鹿城区土地出让收入对地方财力影响较大，公司在建项目规模较大、面临较大的资金压力，公司营业利润大幅下滑，有息债务规模较大增长较快、存在一定的偿债压力等风险因素。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	170,574.47	33,263.71	57,002.98
应收账款	4,100.38	4,429.39	5,402.51
预付款项	16,707.04	2,585.92	3,901.59
其他应收款	144,647.23	186,396.61	107,500.90
存货	331,941.90	229,379.45	146,577.58
其他流动资产	1.31	-	-
流动资产合计	667,972.32	456,055.08	320,385.56
固定资产	129,418.20	132,108.94	102,443.22
在建工程	189,410.47	156,689.51	130,035.87
长期待摊费用	-	5.08	7.63
非流动资产合计	318,828.66	288,803.53	232,486.71
资产总计	986,800.98	744,858.62	552,872.27
短期借款	8,000.00	3,500.00	7,000.00
应付票据	-	7,555.25	-
应付账款	11,798.71	11,466.91	10,012.92
预收款项	18,890.86	19,697.34	22,662.85
应付职工薪酬	212.03	229.65	22.92
应交税费	24,895.43	19,233.11	11,999.04
应付利息	1,396.19	404.84	205.68
其他应付款	123,859.51	74,461.86	26,584.94
一年内到期的非流动负债	63,336.00	34,800.00	-
流动负债合计	252,388.73	171,348.95	78,488.35
长期借款	96,830.70	128,600.00	58,750.00
应付债券	118,828.17	-	-
其他非流动负债	21,955.06	19,421.20	18,004.11
非流动负债合计	237,613.93	148,021.20	76,754.11
负债合计	490,002.66	319,370.16	155,242.46
实收资本(或股本)	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积金	374,599.91	311,712.97	299,445.93
盈余公积金	24.49	0.77	0.77
未分配利润	111,433.61	103,017.12	88,183.12
归属于母公司所有者权益合计	496,058.02	424,730.86	397,629.81
少数股东权益	740.30	757.60	-

所有者权益合计	496,798.32	425,488.46	397,629.81
负债和所有者权益总计	986,800.98	744,858.62	552,872.27

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	44,635.90	34,464.00	82,728.25
其中：营业收入	44,635.90	34,464.00	82,728.25
二、营业总成本	33,028.09	13,600.54	61,774.07
减：营业成本	23,495.11	4,677.20	55,030.39
营业税金及附加	2,476.45	2,108.83	3,514.17
管理费用	6,575.50	6,654.52	2,849.69
财务费用	481.03	159.99	379.83
三、营业利润	11,607.81	20,863.46	20,954.18
加：营业外收入	0.50	0.60	-
减：营业外支出	0.12	16.46	1.99
四、利润总额	11,608.18	20,847.60	20,952.19
减：所得税	3,185.26	6,022.80	1,840.72
五、净利润	8,422.92	14,824.80	19,111.47

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012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	45,003.43	31,877.58	33,402.46
收到其他与经营活动有关的现金	92,457.50	51.04	5,254.47
经营活动现金流入小计	137,460.93	31,928.61	38,656.93
购买商品、接受劳务支付的现金	140,375.50	79,923.82	46,187.38
支付给职工以及为职工支付的现金	1,820.84	1,647.71	1,409.37
支付的各项税费	38.91	684.00	-
支付其他与经营活动有关的现金	2,411.23	31,263.87	463.44
经营活动现金流出小计	144,646.48	113,519.41	48,060.18
经营活动产生的现金流量净额	-7,185.55	-81,590.79	-9,403.25
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	0.03
投资活动现金流入小计	-	-	0.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	35,003.80	49,614.07	54,161.44
投资活动现金流出小计	35,003.80	49,614.07	54,161.44
投资活动产生的现金流量净额	-35,003.80	-49,614.07	-54,161.41
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	780.00	9,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	780.00	-
取得借款收到的现金	159,394.87	113,600.00	71,750.00
收到其他与筹资活动有关的现金	62,886.94	12,267.05	52,816.38
筹资活动现金流入小计	222,281.81	126,647.05	133,566.38
偿还债务支付的现金	39,300.00	12,450.00	20,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,348.69	8,462.71	4,586.45
支付其他与筹资活动有关的现金	340.34	61.42	-
筹资活动现金流出小计	40,989.02	20,974.13	24,586.45
筹资活动产生的现金流量净额	181,292.79	105,672.92	108,979.93
五、现金及现金等价物净增加额	139,103.43	-25,531.94	45,415.27
期初现金及现金等价物余额	31,471.03	57,002.98	11,587.71
六、期末现金及现金等价物余额	170,574.47	31,471.03	57,002.98

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
1.将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	8,422.92	14,824.80	19,111.47
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,977.48	4,507.11	917.74
长期待摊费用摊销	5.08	2.54	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	3.84	1.59
财务费用	1,689.02	110.49	2,376.68
存货的减少	-102,562.45	-82,801.87	-7,105.79
经营性应收项目的减少	-41,853.74	-76,606.93	-27,852.00
经营性应付项目的增加	122,136.14	58,369.22	3,147.06
经营活动产生的现金流量净额	-7,185.55	-81,590.79	-9,403.25
3.现金及现金等价物净变动情况			
现金的期末余额	170,574.47	31,471.03	57,002.98
减：现金的期初余额	31,471.03	57,002.98	11,587.71
现金及现金等价物净增加额	139,103.43	-25,531.94	45,415.27

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
综合毛利率	47.36%	86.43%	33.48%
期间费用率	15.81%	19.77%	3.90%
总资产回报率	1.50%	3.23%	4.83%
负债与所有者权益比率	98.63%	75.06%	39.04%
资产负债率	49.66%	42.88%	28.08%
流动比率	2.65	2.66	4.08
速动比率	1.33	1.32	2.21
EBITDA (万元)	17,939.43	25,467.75	24,246.61
EBITDA 利息保障倍数	1.34	3.01	5.06
有息债务/EBITDA	16.00	6.85	2.71
有息债务 (万元)	286,994.87	174,455.25	65,750.00

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司	注册资本 (万元)	持股 比例	经营范围
温州市南汇城市投资有限公司	500	100%	城市综合开发建设投资、基础设施建设投资、农房改造投资等
温州鞋都投资开发有限公司	3,000	100%	城市综合开发建设投资、基础设施建设投资、农房改造投资、安置房建设投资
温州鹿城区七都综合建设开发有限责任公司	1,000	100%	市政建设工程、园林绿化工程、城市照明工程、水利水电工程、公路工程、地基与基础工程、市政公用配套设施投资建设，房屋拆迁、安置事务服务
温州市鹿城区藤桥镇新农村建设投资有限公司	10,780	92.76%	对新农村建设项目投资，市政建设工程施工
温州市鹿城区塘河改造与建设开发有限责任公司	500	100%	温瑞塘河鹿城段综合开发、综合整治，景观绿化，物业管理，建筑材料销售
温州市鹿城区双屿城中村改造建设有限公司	500	100%	城市综合开发建设投资、基础设施建设投资、农房改造投资、城乡一体化建设与保障房，安置房建设及投资
温州市五马城市投资有限公司	500	100%	城市综合开发建设投资、基础设施建设投资、农房改造投资、城乡一体化建设与保障房，安置房建设及投资
温州市松台城市投资有限公司	500	100%	城市综合开发建设投资、基础设施建设投资、农房改造投资、城乡一体化建设与保障房，安置房建设及投资

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 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。