

平阳县国资发展有限公司

2016 年公司债券信用评级报告



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。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



报告编号:

鹏信评【2015】第 Z【250】
号 03

分析师

姓名: 赵婷 毕柳

电话: 021-51035670

邮箱: zhaot@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

平阳县国资发展有限公司2016年公司债券 信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行规模: 不超过 15 亿元

债券期限: 7 年

债券偿还方式: 按年计息, 分期还本

发行主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级日期: 2015 年 12 月 28 日

证券评级评审委员会

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对平阳县国资发展有限公司 (以下简称“平阳县国资”或“公司”) 本次拟发行总额不超过15亿元企业债券 (以下简称“本期债券”) 的评级结果为AA, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该评级结果是考虑到平阳县地方财政实力增长较快, 公司获得政府支持力度较大, 公司未来土地开发业务规模较有保障; 但我们也关注到, 平阳县地方综合财力较易受土地市场波动影响; 公司基础设施建设项目资金需求量较大, 面临一定的资金压力; 公司资产流动性一般, 短期有息债务规模较大等风险因素。

正面:

- 区域经济、财政实力持续增长。2014年平阳县实现地区生产总值322.20亿元, 较上年增长7.3%; 2014年平阳县地方综合财力为99.08亿元, 2012-2014年平阳县地方综合财力年均复合增长率为29.75%。
- 地方政府支持力度较大。自成立以来, 公司先后获得政府在资产注入和财政补助等方面的大力支持。截至2014年末, 公司资本公积规模上升至410,186.28万元, 资本实力显著增强。2012-2014年公司分别获得政府补助10,100.29万元、12,532.78万元和12,394.92万元, 盈利水平显著提高。
- 公司未来土地开发业务规模较有保障。2012-2014年公司合计实现土地出让收入37,484.84万元。截至2014年末, 滨海新区中期围垦规划为12,500亩, 未来三年内可出让土地约2,900亩, 城东新区规划开发面积为9.25平方公里, 剩余可出让土地约4,610亩, 公司未来土地开发业务持续性较好。

关注：

- **地方财力受土地出让收入变动影响较大。**平阳县地方综合财力中土地出让收入规模较大，2014年政府性基金收入占地方综合财力的比重为57.70%，易受房地产调控政策和当地土地出让规划的影响。
- **公司土地开发业务资金缺口较大，面临一定的资金压力。**截至2014年末，公司主要在建基础设施项目总投资共计754,984.34万元，目前已投资230,788.78万元，未来尚需投资524,195.56万元，公司面临一定的资金压力。
- **资产流动性一般。**截至2014年末，公司存货和其他应收款余额合计占资产比重为69.39%；其中，存货以土地资产和工程项目为主，流动性一般；同时公司其他应收款规模较大，存在一定资金占用情况。
- **公司短期有息债务规模较大，面临一定的即期债务偿还压力。**2015年公司需偿还的有息债务规模为10.77亿元，规模较大，公司面临一定的即期债务偿还压力。

主要财务指标：

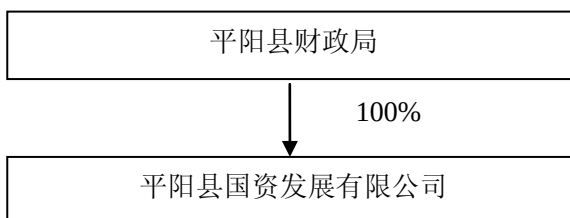
项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	1,367,141.92	1,115,536.69	656,644.69
归属于母公司所有者权益（万元）	593,343.13	472,853.31	320,171.35
有息债务（万元）	385,135.00	306,160.82	142,130.92
资产负债率	55.84%	56.60%	49.61%
流动比率	3.34	3.22	4.73
营业收入（万元）	68,968.00	25,826.37	23,615.59
政府补助（万元）	12,394.92	12,532.78	10,100.29
利润总额（万元）	25,066.74	5,538.18	7,644.76
综合毛利率	42.47%	30.38%	29.04%
总资产回报率	2.25%	0.69%	-
EBITDA（万元）	33,886.49	11,347.87	11,564.16
EBITDA利息保障倍数	1.73	0.77	1.66
经营活动现金流净额（万元）	-93,768.65	-139,165.66	-161,431.73

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2003年12月21日，系根据平政发[2003]157号文件批准，由平阳县财政局全额出资组建的国有独资公司，初始注册资本为21,000万元。经平阳县财政局多次增资，截至2015年8月31日公司注册资本和实收资本均为150,000万元。公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2015年8月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是平阳县重要的城市基础设施和国有资产运营主体，公司业务范围涵盖了平阳县土地整理开发、滩涂围垦开发、城市基础设施和重大项目的建设、经济适用房和保障房建设、自来水销售及公交运营等领域。

截至2014年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司有7家，具体情况如下表所示。

表1 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
平阳县瓯南资产管理有限公司	3,000	100%	资产管理
平阳县城市建设投资有限公司	10,000	100%	城市道路、基础设施的投资、建设
平阳县滩涂围垦开发建设有限公司	50,000	100%	海涂围垦、开发
温州长安集团有限公司	5,000	100%	客运、货运
平阳县公用事业投资有限公司	8,000	100%	集中供水、污水收集与处理业的投资
平阳县交通投资集团有限公司	10,000	100%	港口、码头及其他交通基础设施的投资、设计、开发、建设、经营、管理、维护
平阳县国有资产投资经营有限公司	5,800	100%	项目投资、房地产开发、经营

资料来源：公司提供

截至2014年12月31日，公司资产总额为1,367,141.92万元，归属于母公司的所有者权益为593,343.13万元，资产负债率为55.84%；2014年度，公司实现营业收入68,968.00万元，利润总额25,066.74万元，经营活动现金流净流出-93,768.65万元。

二、本期债券概况

债券名称：2016年平阳县国资发展有限公司公司债券；

发行总额：不超过15亿元人民币；

债券期限：本期债券为7年期，同时设置本金提前偿还条款；

债券利率：本期债券为固定利率债券，在债券存续期内固定不变；本期债券采用单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，即自本期债券存续期内第三年末起至第七年末，逐年分别按照本期债券发行规模20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金，最后五个计息年度每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。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。

三、本期债券募集资金用途

本期债券共募集资金不超过15亿元人民币，全部用于平阳县安置房建设项目，具体情况如下：

表2 本期债券募集资金拟使用情况（单位：万元）

募集资金投向	项目总投资	募集资金安排	募集资金占比
平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目	55,041.50	38,000	69.04%
平阳县昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目	61,801.26	42,000	67.96%
平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目	87,395.00	54,000	61.79%
平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目	24,076.95	16,000	66.45%
合计	228,314.71	150,000	-

资料来源：公司提供

（一）平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目

1、项目基本情况

该项目总用地面积42,663平方米，总建筑面积154,211平方米，其中住宅建筑面积115,945平方米，商业用房建筑面积12,434平方米，管理及配套用房建筑面积2,247平方米，地下室建筑面积21,622平方米，架空层建筑面积1,963平方米。

该项目已于2014年12月正式开工建设。截至2015年8月末，该项目前期设计工作完成，桩基基本完成，已累计完成总投资的15%。该项目拟使用本期债券募集资金38,000

万元，其余部分由发行人自筹解决。

2、项目批复

根据《关于同意平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目可行性研究报告的批复》（平发改投资〔2014〕71号），平阳县发展和改革局于2014年4月17日批准该项目的建设。

根据《关于平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目环境影响报告书的审查意见》（平环建〔2014〕4号），平阳县环境保护局于2014年1月2日批准该项目的建设。

根据《关于昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目用地的预审意见》（平土资预〔2013〕150号），平阳县国土资源局于2013年11月13日批准该项目的建设。

3、项目收益

据公司测算，该项目的收入预计由三方面构成。第一，该项目将建造115.5平方米的保障房224套、96.7平方米的保障房222套、130.1平方米的保障房96套、64.9平方米的保障房96套、132.6平方米的保障房252套和111.1平方米的保障房126套，综合考虑平阳县保障房平均价格水平以及该地块的所在区位，预计可按照平均3,000元/平方米价格进行销售，可实现收入34,041.96万元。第二，该项目将建成的商铺面积为12,434平方米，预计可按照16,000元/平方米的价格进行销售，可实现收入19,894.4万元。第三，该项目将配套地下停车位540个，预计可按照60,000元/个的价格进行销售，可实现收入3,240.0万元。

因此，该项目预计将实现总收57,176.36万元，投资收益达2,134.86万元。

（二）平阳县昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目

1、项目基本情况

该项目总用地面积49,598平方米，总建筑面积173,639平方米，其中住宅建筑面积131,239平方米，商业用房建筑面积14,886平方米，管理及配套用房建筑面积2,407平方米，地下室建筑面积22,367平方米，架空层建筑面积2,740平方米。

该项目已于2015年2月正式动工建设。截至2015年8月末，该项目前期设计工作已经完成，桩基部分正在推进，已累计完成总投资的10%。该项目拟使用本期债券募集资金42,000万元，其余部分由发行人自筹解决。

2、项目批复

根据《关于同意平阳县昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目可行性研究报告的批复》（平发改投资〔2014〕72号），平阳县发展和改革局于2014年4月17日批准该项目的建设。

根据《关于平阳县昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目环境影响报告书的审查意见》（平环建〔2014〕3号），平阳县环境保护局于2014年1月2日批准该项目的建设。

根据《关于昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目用地的预审意见》（平土资预〔2013〕152号），平阳县国土资源局于2013年11月27日批准该项目的建设。

3、项目收益

据公司测算，该项目的收入预计由三方面构成。第一，该项目将建造115.5平方米的保障房257套、96.7平方米的保障房262套、130.1平方米的保障房104套、64.9平方米的保障房104套、132.6平方米的保障房281套和111.1平方米的保障房143套，综合考虑平阳县保障房平均价格水平以及该地块的所在区位，预计可按照平均3,000元/平方米价格进行销售，可实现收入38,534.04万元。第二，该项目将建成的商铺面积为14,886平方米，预计可按照16,000元/平方米的价格进行销售，可实现收入23,817.6万元。第三，该项目将配套地下停车位570个，预计可按照60,000元/个的价格进行销售，可实现收入3,420.0万元。

因此，该项目预计将实现总收65,771.64万元，投资收益达3,970.38万元。

（三）平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目

1、项目基本情况

该项目总用地面积62,014平方米，总建筑面积220,325平方米，其中住宅建筑面积169,723平方米，商业用房建筑面积13,581平方米，管理及配套用房建筑面积2,728平方米，地下室建筑面积30,538平方米，架空层建筑面积3,755平方米。

该项目已于2015年2月正式动工建设。截至2015年8月末，该项目前期设计工作已经完成，桩基部分正在推进，已累计完成总投资的9%。该项目拟使用本期债券募集资金54,000万元，其余部分由发行人自筹解决。

2、项目批复

根据《关于同意平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目可行性研究报告的批复》（平发改投资〔2014〕69号），平阳县发展和改革局于2014年4月17日批准该项目的建设。

根据《关于平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目环境影响报告书的审查意见》（平环建〔2014〕2号），平阳县环境保护局于2014年1月2日批准该项目的建设。

根据《关于昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目用地的预审意见》（平土资预〔2013〕153号），平阳县国土资源局于2013年11月27日批准该项目的建设。

3、项目收益

据公司测算，该项目的收入预计由三方面构成。第一，该项目将建造115.6平方米的保障房314套、96.5平方米的保障房318套、130.1平方米的保障房138套、64.9平方米的保障房138套、132.6平方米的保障房382套和111.2平方米的保障房193套，综合考虑平阳县保障房平均价格水平以及该地块的所在区位，预计可按照平均3,500元/平方米价格进行销售，可实现收入58,103.57万元。第二，该项目将建成的商铺面积为13,581平方米，预计可按照20,000元/平方米的价格进行销售，可实现收入27,162.0万元。第三，该项目将配套地下停车位726个，预计可按照75,000元/个的价格进行销售，可实现收入5,445.0万元。

因此，该项目预计将实现总收90,710.57万元，投资收益达3,315.57万元。

（四）平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目

1、项目基本情况

该项目总用地面积20,828平方米，总建筑面积64,214平方米，其中住宅建筑面积44,972平方米，商业用房建筑面积8,200平方米，管理及配套用房建筑面积968平方米，地下室建筑面积9,498平方米，架空层建筑面积576平方米。

该项目已于2015年1月正式动工建设。截至2015年8月末，该项目前期设计工作完成，桩基基本完成，已累计完成总投资的13%。该项目拟使用本期债券募集资金16,000万元，其余部分由发行人自筹解决。

2、项目批复

根据《关于同意平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目可行性研究报告的批复》（平发改投资〔2014〕70号），平阳县发展和改革局于2014年4月17日批准该项目的建设。

根据《关于平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目环境影响报告表的审查意见》（平环建〔2013〕197号），平阳县环境保护局于2013年11月19日批准该项目的建设。

根据《关于昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目用地的预审意见》（平土资预〔2013〕151号），平阳县国土资源局于2013年11月10日批准该项目的建设。

3、项目收益

据公司测算，该项目的收入预计由两方面构成。第一，该项目将建造115.5平方米的保障房63套、96.7平方米的保障房64套、130.1平方米的保障房50套、64.9平方米的保障房50套、132.6平方米的保障房109套和111.1平方米的保障房55套，综合考虑平阳县保障房平均价格水平以及该地块的所在区位，预计可按照平均3,500元/平方米价格进行销

售，可实现收入15,322.72万元。第二，该项目将建成的商铺面积为8,200平方米，预计可按照14,000元/平方米的价格进行销售，可实现收入11,480.0万元。

因此，该项目预计将实现总收26,802.72万元，投资收益达2,725.77万元。

四、区域经济

平阳县经济保持平稳发展，经济实力稳步增强，但经济总量仍有待提升；支柱产业经营状况平稳，高新技术产业增长较快，已初具规模

平阳县是浙江省温州市下辖县，位于浙江省南部，温州市区南面，陆地面积1,051平方公里，与苍南共有海域面积37,200平方公里。平阳县地理位置较优越，处于浙南闽东北地区的适中位置，是长江三角洲和闽南三角洲两大经济圈联结点，瓯南闽东北地区的物资集散地和主要出海口。横贯县境的鳌江是我国著名的三大涌潮江之一，鳌江港历来是对外开放的重要商埠，拥有5000多平方公里的腹地，辐射人口近500万。

平阳县依托区位优势，经济持续稳步发展。2014年平阳县实现地区生产总值322.20亿元，按可比价格计算，较上年增长7.3%。其中，第一产业增加值13.57亿元，增长0.5%；第二产业增加值156.87亿元，增长7.8%；第三产业增加值151.76亿元，增长7.3%。三次产业结构由上年的4.4：49.2：46.4调整为4.2：48.7：47.1。2014年平阳县完成限额以上固定资产投资297.79亿元，较上年增长16.3%；社会消费品零售总额141.6亿元，较上年增长13.1%；进出口总额7.98亿美元，较上年增长3.3%。

工业方面，全县规模以上工业企业285家，实现工业总产值259.46亿元，较上年增长4.8%。其中重工业产值118.41亿元，轻工业产值141.05亿元，分别增长6.4%、3.5%。全年规模以上工业企业实现主营业务收入220.25亿元，增长4.7%；实现利税总额19.47亿元，增长10.5%，利润总额10.50亿元，增长12.5%，分别比上年提高4.8和4.7个百分点。分行业看，三大支柱产业中，塑料制品业完成产值42.47亿元，较上年增长6.9%，高于全县平均2.1个百分点，皮革及制品、装备制造业分别完成产值48.3和51.78亿元，分别增长4.7%和4.6%，增幅略低于全县平均水平。

为发掘新的经济增长点，提升经济发展质量，平阳县重视高科技企业的培育，2014年平阳县新增高新技术企业6家；新增省级科技型中小企业50家，新增市级科技（创新型）企业46家。截至2014年底通过认定的国家高新技术企业42家；省级科技型企业112家。市以上立项科技项目85项，成功申报印刷包装机械省级高新技术特色产业，实现了省级高新技术特色产业基地零突破；创建腾蛟镇、山门镇、顺溪镇、南雁镇4个市级特色产业科技园。全年规模以上工业企业实现增加值50.05亿元，比上年增长4.7%；其

中，战略性新兴产业增加值3.61亿元，下降1.3%，高新技术产业增加值15.36亿元，增长3.8%，装备制造业增加值12.41亿元，增长5.2%，三者合计占全年规模以上工业企业增加值的62.70%，高新技术产业已初具规模。

表3 2012-2014年平阳县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	322.20	7.3%	298.50	9.9%	259.76	8.8%
第一产业增加值	13.57	0.5%	13.20	-4.6%	13.41	1.6%
第二产业增加值	156.87	7.8%	146.90	9.0%	128.59	8.8%
第三产业增加值	151.76	7.3%	138.40	12.5%	117.76	9.7%
固定资产投资	297.79	16.3 %	256.00	41.1%	181.41	41.3%
社会消费品零售总额	141.60	13.1%	125.20	16.2%	107.84	12.3%
进出口总额（亿美元）	7.98	3.3%	7.70	6.5%	7.23	8.5%
存款余额	354.60	-1.9%	359.71	13.78%	316.14	6.9%
贷款余额	358.01	7.3%	331.47	23.32%	268.79	25.2%

资料来源：2012-2014平阳县国民经济与社会发展统计公报

从温州市范围来看，平阳县地区生产总值规模相对较小。2014年平阳县地区生产总值规模为322.20亿元，增长率为7.30%，在温州市各区、县中排名靠后。整体上看，平阳县产业结构有所优化，支柱产业经营状况平稳，高新技术产业增长较快，近年地区生产总值持续增长，经济发展势头较好，但经济总量仍有待提升。

表4 2012-2014年温州市各区、县GDP及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2014年		2013年		2012年	
	GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
鹿城区	761.96	5.00%	717.97	4.50%	674.87	4.00%
乐清市	704.80	7.60%	657.92	6.50%	599.08	5.50%
瑞安市	678.79	7.00%	635.95	9.50%	559.32	6.70%
龙湾区全区	519.66	7.90%	482.05	9.40%	437.47	7.00%
龙湾区本级	331.91	8.00%	306.90	9.20%	282.45	5.80%
瓯海区	412.98	8.60%	375.40	8.50%	339.94	5.60%
苍南县	393.60	7.60%	364.59	8.10%	325.52	9.30%
永嘉县	313.76	7.00%	291.91	8.00%	260.83	8.70%
平阳县	322.20	7.30%	293.00	10.00%	255.00	8.00%
文成县	64.50	7.50%	57.50	8.00%	53.00	8.00%
泰顺县	64.31	7.70%	58.91	9.40%	51.99	9.00%
洞头县	54.56	8.80%	49.20	9.10%	44.00	10.00%

资料来源：温州市统计局

五、财政实力

近年来平阳县公共财政收入持续增长，地方财政实力不断增强，但财政自给能力一般

近年在经济持续增长的推动下，平阳县公共财政收入规模逐年增长，整体财政实力有所增强。2014年，平阳县财政总收入为990,766万元，2012-2014年复合增长率为29.75%。从地方财政构成看，公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入是主要来源，2014年三项收入分别占财政总收入的22.21%、19.73%和57.70%。在地方经济持续增长和地方企业经营良好的作用下，近年来平阳县公共财政收入持续增长，2014年达220,002万元，较2012年增加28.53%，其中税收收入占94.11%，反映了平阳县公共财政收入的质量和稳定性较好。上级补助收入是平阳县财政收入的重要补充，2012-2014年上级补助收入分别占财政总收入的26.40%、22.73%和19.73%，平阳县财政收入对上级补助收入的依赖程度逐年下降。

2012-2014年平阳县土地出让收入持续增长，2014年以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入达571,695万元，较2012年增长122.90%。政府性基金收入是平阳县地方财政最重要的来源，2012-2014年占地方财政收入的比重分别为43.58%、55.26%和57.70%，政府性基金收入对地方综合财力的影响逐年增强。总体来看，平阳县公共财政收入保持持续增长，财政实力不断增强。政府性基金收入在地方综合财力中占比较大且增长较快，平阳县地方财力易受房地产调控政策和当地土地出让规划的影响。

从财政支出看，2012-2014年平阳县公共财政支出呈逐年增长趋势，年复合增长率达21.46%；2014年平阳县公共财政支出达405,822万元，主要集中在教育、农林水事务及一般公共服务等方面。2012-2014年，平阳县公共财政预算自给率分别为62.22%、62.04%和54.21%，公共财政收入对公共财政支出的保障程度一般。

表5 2012-2014年平阳县财政收入情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
财政收入	990,766	942,688	588,534
（一）公共财政收入	220,002	203,581	171,174
其中：税收收入	207,053	186,050	148,599
非税收入	12,949	17,531	22,575
（二）上级补助收入	195,446	214,315	155,374
其中：返还性收入	21,442	21,281	21,157
一般性转移支付收入	126,576	122,032	84,370

专项转移支付收入	47,428	71,002	49,847
(三) 政府性基金收入	571,695	520,910	256,481
其中：国有土地使用权出让金收入	473,830	466,618	214,499
(四) 预算外财政专户收入	3,623	3,882	5,505
财政支出	989,243	870,925	534,742
(一) 公共财政支出	405,822	328,165	275,092
(二) 政府性基金支出	578,801	538,832	254,150
(三) 预算外财政专户支出	4,620	3,928	5,500
公共财政收入/公共财政支出	54.21%	62.04%	62.22%

资料来源：平阳县财政局

从温州全市范围来看，平阳县财政总收入规模相对较小，2014年平阳县实现财政总收入36.09亿元；增长率为9.30%，在温州市各区、县中排名相对靠后。

表6 2012-2014年温州市各区、县财政总收入及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2014年		2013年		2012年	
	财政总收入	增长率	财政总收入	增长率	财政总收入	增长率
乐清市	111.22	8.70%	102.35	11.60%	91.68	11.60%
瑞安市	86.46	9.96%	78.63	9.20%	72.00	3.90%
鹿城区	41.39	2.80%	40.27	4.70%	38.47	-1.80%
瓯海区	47.03	11.70%	42.11	14.30%	36.85	3.10%
永嘉县	40.51	4.90%	38.64	7.50%	35.55	10.80%
龙湾区本级	38.88	3.30%	37.62	7.40%	30.32	0.70%
苍南县	41.09	11.00%	37.03	15.30%	31.48	6.10%
平阳县	36.09	9.30%	33.03	15.10%	28.70	0.60%
洞头县	8.48	6.60%	7.96	2.70%	7.55	10.50%
文成县	8.30	12.90%	7.35	14.90%	6.40	-
泰顺县	8.22	16.40%	7.06	9.80%	6.43	5.50%

资料来源：温州市财政局

六、经营与竞争

公司作为平阳县重要的土地开发利用、城市基础设施建设投融资和建设、国有资产运营主体，主要从事土地开发、供水、工程施工、交通运输以及少量租赁业务。2012-2014年公司营业收入构成和毛利率情况如下表所示。

从收入规模和毛利率水平看，土地开发业务、供水业务、工程施工业务以及运输业务是公司收入和毛利的主要来源，销售业务和租赁业务占比较小。

表7 2012-2014年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发收入	36,352.52	58.57%	1,132.32	47.79%	-	-
水费收入	9,893.23	17.74%	8,689.27	20.13%	7,293.19	20.21%
工程施工收入	7,363.85	9.77%	951.84	28.04%	2,821.13	14.93%
运输收入	5,053.06	10.50%	5,298.86	20.64%	5,290.24	28.01%
销售收入	2,350.33	15.38%	2,247.65	9.34%	2,204.73	2.92%
租金收入	1,689.04	85.52%	1,179.14	64.29%	833.27	55.67%
其他	6,265.98	50.86%	6,327.29	51.00%	5,173.03	57.07%
合计	68,968.00	42.47%	25,826.37	30.38%	23,615.59	29.04%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

土地开发业务是公司主要收入来源，未来公司土地开发业务规模较有保障；但土地出让规模及价格易受国家政策及市场状况影响而波动

土地开发业务是公司收入的重要来源，主要由公司下属子公司平阳县滩涂围垦开发有限公司（以下简称“平阳滩涂围垦”）和平阳县城市建设投资有限公司（以下简称“平阳城投”）负责经营。平阳滩涂围垦根据浙江省海洋与渔业局的总体规划，主要负责平阳县滨海新区的土地围垦开发建设工作。平阳城投根据当地政府的开发规划，主要负责对平阳县城东新区规划出让的土地进行整理（包括征地、拆迁、安置、补偿、场地平整及适当的城市配套设施），以达到净地的出让标准。土地开发完毕后，委托具有合法资质的地价评估部门对拟出让地块进行地价评估，然后按照“招、拍、挂”程序进行出让（滨海新区开发土地由平阳县海洋与渔业局和平阳县国土资源局联合出让，城东新区开发土地由平阳县国土资源局出让），土地出让金转入县财政专户，在扣除必要规费、市政配套费及相关税收后按一定比例给予返还，公司按照当年度收到的返还金额确认土地出让金返还收入。

受到土地出让情况、地方财政资金安排的影响，近年来公司土地出让收入波动性较为明显。2012年公司虽有部分土地出让，但未收到土地出让金返还，2013-2014年分别实现土地出让金返还收入1,132.32万元、36,352.52万元，2014年收入大幅增加主要系以前年度的土地出让金集中在本年度返还所致，当年的实际出让面积同比有所下降。

表8 2012-2014年公司土地开发业务经营情况

项目	2014年	2013年	2012年
平阳滩涂围垦			
出让面积（亩）	479.55	615.75	276.26
出让价格（万元/亩）	45.00	45.00	45.00

平阳城投

出让面积（亩）	73.85	-	-
出让价格（万元/亩）	479.91	-	-

资料来源：公司提供

截至2014年末，滨海新区中期围垦规划为12,500亩，未来三年内可出让土地约2,900亩，城东新区规划开发面积为9.25平方公里，剩余可出让土地约4,610亩，公司未来土地开发业务持续性较好。但考虑到土地出让计划受房地产市场波动和当地政府土地出让规划的影响较大，未来公司获得土地收益返还存在一定的不确定性。

近年来公司供水业务稳步增长，为公司重要收入来源之一

公司的供水业务主要由下属子公司平阳县公用事业投资有限公司（以下简称“平阳公投”）运营，平阳公投下属有五家自来水厂，分别向鳌江镇、昆阳镇、麻步镇、水头镇及肖江镇等区域供应居民生活用水和工业用水，日供水能力合计达15.00万吨。由于平阳公投是平阳县境内唯一的供水单位。目前，公司供水业务收入已成为公司重要收入来源之一，2012-2014年公司水费收入分别为7,293.19万元、8,689.27万元和9,893.23万元。

表9 2012-2014年公司供水业务经营情况

项目	2014年	2013年	2012年
供水面积（平方公里）	173.60	163.70	150.40
服务人口（万人）	68.20	66.13	55.00
供水能力（万吨/日）	15.00	15.00	14.50
供水总量（万吨）	4,628.47	4,518.58	4,042.67
售水总量（万吨）	3,299.66	3,154.94	2,725.14
管网漏损率	29.26%	30.89%	44.10%
水质综合合格率	99.88%	99.89%	99.93%
销售收入（万元）	9,893.23	8,689.27	7,293.19

资料来源：公司提供

近年来，平阳公投持续进行供水管网的建设，供水服务人群不断扩大，供水总量逐年增加，2014年达4,628.47万吨，较2012年增加14.49%。为减少供水管网漏损，平阳公投加大了网建设修理力度，近年来供水管网漏损率明显下降，由2012年的44.10%下降至2014年的29.26%。

公司自来水源水主要从温州珊溪水库引进，水质较好。2013年珊溪水库原水价格上调至0.99元/吨，但自2012年以来平阳县居民生活用水价格为2.7元/吨，工业用水价格为3.2元/吨，一直保持不变，故2014年公司供水业务毛利水较上年有所下滑。

公司工程业务收入和毛利率波动性较大，运输业务收入保持稳定但毛利水平逐年下滑，两项业务对公司营业收入和毛利的贡献较为有限

公司工程建设业务主要由下属孙公司平阳县通泉市政安装工程有限公司（以下简称“平阳通泉”）负责经营，平阳通泉工程建设范围主要包括平阳县及下属乡镇的供水工程安装业务。业务模式方面，公司主要通过公开招投标方式获取工程项目，根据工程进度确认收入、结转成本。由于公司需面临来自平阳县内其他具有承接类似工程业务资质企业的竞争（多数为民营企业），公司工程业务收入存在较大波动性。2012-2014年公司实现工程业务收入分别为2,821.13万元、951.84万元和7,363.85万元。毛利率方面，2012-2014年公司安装工程业务毛利率分别为14.93%、28.04%和9.77%，根据工程项目的不同而有所波动，总体盈利空间一般。

表10 近年公司工程建设业务经营情况（单位：万元）

项目名称	确认收入
平阳县昆鳌新城供水联网工程	1,848.00
平阳县鳌江镇3号泵站至昆鳌污水处理厂污水管道改线工程	504.00
平阳县临港产业基地电镀园区供水管道工程	712.00
平阳县腾蛟镇供水管网改造建设工程	1,871.00
平阳县水头镇供水管网改造建设工程	4,440.00
合计	9,375.00

资料来源：公司提供

公司的运输业务主要由下属子公司温州长安集团有限公司（以下简称“长安集团”）负责经营，长安集团全面负责平阳县交通运输管理工作，包括长途汽车、出租车等收取管理费用，以及对公交车收取公交费，2012-2014年公司分别实现运输收入5,290.24万元、5,298.86万元和5,053.06万元。受职工薪酬福利支出增加的影响，公司运输业务毛利率水平逐年下滑。受鳌江高铁线路增加的影响，公司部分线路暂停运营，运营车辆数量亦逐年减少。同时，长安集团经营加油站，油气销售每年产生稳定的销售收入，2012-2014年公司分别实现销售收入2,204.73万元、2,247.65万元和2,350.33万元。

表11 2012-2014年公司运输业务经营情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
车辆数量（辆）	112.00	117.00	119.00
客流量（人次）	343,590.00	438,650.00	498,980.00
旅客周转量（人公里）	270,324,045.00	375,900,555.00	455,370,117.00
运输收入（万元）	5,053.06	5,298.86	5,290.24

资料来源：公司提供

作为平阳县城市基础设施投融资和建设主体，公司承担了平阳县基础设施建设项

目的投融资和建设任务，公司在建工程规模较大，未来面临一定的资金压力

公司基础设施建设业务自己由公司本部及下属子公司平阳县交通投资集团有限公司（以下简称“平阳交投”）负责运营，公司大部分基础设施建设项目通过与政府签订委托代建协议，约定由公司负责项目资金筹措和项目建设，待工程竣工决算后，由政府按照经审计确认的竣工决算金额拨付建设款或者加成一定比例进行回购；少部分项目由公司建成后自主运营。公司建设的安置房项目采用自行销售的模式。2012-2014年公司未确认相关收入，主要系建设项目尚未完工或未投入运营所致。

截至2015年8月末，公司主要在建项目总投资共计754,984.34万元，目前已投资230,788.78万元，未来尚需投资524,195.56万元，公司面临一定的资金压力。

表12 截至2015年8月31日公司在建项目情况

项目名称	计划总投资（万元）	项目已投资（万元）
昆鳌快速通道	53,000.00	53,880.54
新河北路	14,410.00	12,925.52
广场路东首	3,140.00	2,083.51
水头国发创业大楼	7,119.63	1,738.76
顺溪水利工程	94,000.00	92,572.08
万鳌公路	149,000.00	32.77
万锦公路工程	136,000.00	31.07
昆宋公路工程	70,000.00	42,092.63
平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目	55,041.50	8,256.23
平阳县昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目	61,801.26	6,180.13
平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目	87,395.00	7,865.55
平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目	24,076.95	3,130.00
合计	754,984.34	230,788.78

注：顺溪水利工程原计划总投资为57,000万元，后实际投资额超过计划投资额较多，目前项目已基本完工，公司已申请将计划投资额改为94,000万元

资料来源：公司提供

公司得到了平阳县人民政府在股权划拨、资产注入和政府补贴等方面的大力支持

作为平阳县重要的土地开发利用、城市基础设施建设投融资和建设、国有资产运营主体，公司自成立以来得到了平阳县人民政府在资产注入和政府补贴方面的大力支持。

资产注入方面，2013年1月，平阳县财政局以货币资金出资45,330.00万元增加公司注册资本，截至2014年末，公司注册资本增至150,000万元。2012-2014年间平阳县人民政府多次通过财政拨款、注入土地资产等方式对公司及下属子公司进行资产注入，截至

2014年末，公司资本公积规模由2012年末的213,030.27万元上升至410,186.28万元。得益于平阳县政府的资产注入，公司资本实力显著增强。

由于公司主营业务土地开发、基础设施建设面临投资支出较大，平阳县政府在财政补贴方面也给予公司持续的支持，2012-2014年公司分别获得政府补贴10,100.29万元、12,532.78万元和12,394.92万元，公司的利润水平得到显著提升。

整体来看，平阳县政府对公司的支持力度较大，有效提升了公司整体资本实力和可持续发展能力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2012-2013年公司合并报表范围未发生变化，2014年新增子公司6家，具体情况如下。

表13 2012-2014年公司合并报表范围变化情况

时间	公司名称	变动情况
2014年	平阳县城市建设投资有限公司	新增，股权划转
2014年	平阳县滩涂围垦开发建设有限公司	新增，股权划转
2014年	平阳县公用事业投资有限公司	新增，股权划转
2014年	温州长安集团有限公司	新增，股权划转
2014年	平阳县交通投资集团有限公司	新增，股权划转
2014年	平阳县国有资产投资经营有限公司	新增，股权划转

资料来源：2012-2014年公司审计报告

资产结构与质量

公司资产规模逐年增长，但整体资产流动性一般

近年来，公司资产规模增长速度较快，2012-2014年总资产的复合增长率为44.29%，截至2014年末，公司总资产规模为1,367,141.92万元。公司资产规模的扩大主要系存货增加所致，随着公司土地开发、安置房及市政建设项目等投资建设的推进，预计未来资产规模仍将保持增长。从资产结构来看，流动资产占比较大，截至2014年末公司流动资产占总资产比重为80.55%。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	88,211.45	6.45%	104,327.41	9.35%	49,689.66	7.57%
预付款项	28,453.75	2.08%	39,124.22	3.51%	31,234.33	4.76%
其他应收款	152,237.73	11.14%	125,111.16	11.22%	67,748.73	10.32%
存货	796,388.31	58.25%	606,685.91	54.39%	361,271.11	55.02%
其他流动资产	29,200.00	2.14%	-	-	-	-
流动资产合计	1,101,234.20	80.55%	877,809.59	78.69%	511,801.67	77.94%
可供出售金融资产	31,600.38	2.31%	24,884.44	2.23%	8,204.37	1.25%
长期应收款	61,636.98	4.51%	83,028.73	7.44%	49,663.40	7.56%
固定资产	39,096.42	2.86%	31,992.31	2.87%	32,540.99	4.96%
在建工程	28,831.42	2.11%	19,648.60	1.76%	15,213.74	2.32%
无形资产	102,321.34	7.48%	77,712.33	6.97%	38,864.77	5.92%
非流动资产合计	265,907.72	19.45%	237,727.10	21.31%	144,843.02	22.06%
资产总计	1,367,141.92	100.00%	1,115,536.69	100.00%	656,644.69	100.00%

资料来源：2012-2014年公司审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。公司货币资金以银行存款为主，2014年末货币资金规模为88,211.45万元，其中18.80%用于借款质押，货币资金的流动性较好。公司其他应收款主要为与政府及下属关联单位的往来款，近年来保持较快增长，2012-2014年其他应收款的复合增长率为49.90%，截至2014年末规模为152,237.73万元。考虑到公司的业务性质和应收款项的对象，该款项未来回收风险不大，但回收时间不确定，存在一定的资金占用情况。公司存货主要由开发成本、工程代建项目、开发土地及开发产品构成，其中开发成本主要系尚未完工的征地拆迁等工程项目，开发产品主要系已完成土地整理的地块。由于近年来公司土地开发、工程建设方面的投资规模较大，公司存货规模也保持快速增长，截至2014年末为796,388.31万元，2012-2014年复合增长率为48.47%。公司存货中土地使用权类型均为出让，以城镇住宅用地用途为主，截至2014年末公司存货中土地账面价值231,849.47万元，其中账面价值154,293.10万元的土地使用权已用于抵押。

公司非流动资产主要包括无形资产、长期应收款、固定资产、可供出售金融资产和在建工程。2014年末公司无形资产规模为102,321.34万元，主要为土地使用权、海域使用权及采矿权，其中土地使用权规模为70,765.92万元，账面价值50,545.16万元的土地使用权已用于抵押。公司长期应收款主要为与平阳县57省道复线指挥部及平阳县昆宋公路

工程建设领导小组等政府单位的资金往来，截至2014年末规模为61,636.98万元。公司固定资产主要为房屋及建筑物。

总体上看，随着公司土地开发、安置房及市政建设项目等投资建设的推进，公司资产规模呈现较快增长，但公司资产中存货及应收政府部门等单位的款项占比较大，相关资产质量易受土地出让市场和政府财政状况的影响，整体资产流动性一般。

盈利能力

土地开发业务收入的大幅增长提升了公司营业收入和综合毛利率，但该部分收入易产生波动，且盈利对政府补贴的依赖性较大

2012-2014年，公司分别实现营业收入23,615.59万元、25,826.37万元和68,968.00万元。其中，土地开发业务是公司营业收入的主要来源，占2014年营业收入的52.71%。公司供水业务、运输业务规模稳定，是营业收入的重要组成。受土地开发收入大幅增长的影响，2014年公司营业收入较2012年增长192.04%。

从毛利率水平看，2012-2014年公司综合毛利率分别为29.04%、30.38%和42.47%。2014年公司综合毛利率较上年大幅提升12.09个百分点，主要系毛利率水平较高的土地开发业务收入大幅增长所致。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，受各工程项目持续推进的影响，管理费用逐年增加，2012-2014年分别为7,878.34万元、9,911.48万元和13,713.74万元；同期公司期间费用率分别为35.32%、55.72%和23.75%。2013年期间费用率较高主要系当年财务费用中融资费用支出较大所致。

由于公司主营业务投资支出较大，平阳县人民政府在财政补助方面给予公司持续性支持，2012-2014年公司分别获得政府补助收入10,100.29万元、12,532.78万元和12,394.92万元，公司盈利水平得到显著提升，但盈利能力对政府补助的依赖程度较大，易受平阳县经济发展和财政收支情况影响。

总体来看，公司主营业务收入波动性较大、盈利能力较弱。得益于政府财政补贴收入，公司盈利水平有所提升，盈利能力对财政补贴的依赖程度较大。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
营业收入	68,968.00	25,826.37	23,615.59
营业利润	12,723.80	-6,746.94	-2,406.80
补贴收入	12,394.92	12,532.78	10,100.29
利润总额	25,066.74	5,538.18	7,644.76
综合毛利率	42.47%	30.38%	29.04%

期间费用率	23.75%	55.72%	35.32%
总资产回报率	2.25%	0.69%	-

资料来源：2012-2014年公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司近年经营活动现金流表现较差，目前在拟建项目投入资金量较大，公司面临较大的资金压力

公司经营活动现金的回笼较为及时，且预收款项规模较大，收现比表现较好，2012-2014年分别为1.09、1.60和1.29。受土地开发、工程建设支出规模较大的影响，2012-2014年公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为175,436.45万元、212,100.46万元和153,778.46万元。得益于近年来营业收入的增加和经营活动现金的及时回笼，公司经营活动现金净流出规模逐年下降，2012-2014年分别为-161,431.73万元、-139,165.66万元和-93,768.65万元，但总体仍呈现较大规模的净流出。

由于公司承担了大量的土地开发及基础设施建设等业务，近年来公司投资活动现金流支出规模较大，2012-2014年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-107,902.67万元、-90,818.97万元和-84,209.13万元。

公司经营活动现金流不能满足其资金需求，经营和投资活动产生的资金缺口主要依赖于外部融资解决。近年来，公司外部融资规模均保持在较高水平，2012-2014年筹资活动产生的现金流净额分别为248,323.77万元、284,622.38万元和145,281.83万元。2014年，公司偿还了部分银行借款，筹资活动现金流净额较往年有所下降。

整体上看，公司通过自身经营活动产生现金流的能力较弱，经营和投资活动产生的现金流缺口主要通过筹资活动来弥补。考虑到公司在拟建项目较多，后续资金需求规模较大，未来面临一定的资金压力。

表16 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
收现比	1.29	1.60	1.09
销售商品、提供劳务收到的现金	88,794.63	41,390.80	25,826.49
收到的其他与经营活动有关的现金	17,947.43	77,243.08	57,618.13
经营活动现金流入小计	106,890.56	118,633.87	83,444.62
购买商品、接受劳务支付的现金	153,778.46	212,100.46	175,436.45
支付的其他与经营活动有关的现金	34,097.88	34,988.69	59,496.40
经营活动现金流出小计	200,659.21	257,799.53	244,876.35
经营活动产生的现金流量净额	-93,768.65	-139,165.66	-161,431.73

投资活动产生的现金流量净额	-84,209.13	-90,818.97	-107,902.67
筹资活动产生的现金流量净额	145,281.83	284,622.38	248,323.77
现金及现金等价物净增加额	-32,695.96	54,637.75	-21,010.64

资料来源：2012-2014年公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司近年刚性债务规模不断扩大，债务偿还压力有所加重

2014年末，公司所有者权益为603,749.02万元，2012-2014年复合增长率为35.08%。得益于近年来平阳县政府的资产注入以及自身的经营积累，公司资本实力逐年加强。受外部融资规模逐年扩大的影响，公司负债总额不断上升。2014年末，公司负债总额为763,392.90万元，较2012年末增加134.35%，负债经营程度总体有所上升。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014年	2013年	2012年
负债总额	763,392.90	631,359.99	325,743.74
所有者权益	603,749.02	484,176.71	330,900.95
负债与所有者权益比率	1.26	1.30	0.98

资料来源：2012-2014年公司审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2012-2014年公司负债中非流动负债占比较大，但呈下降趋势。2014年末，公司非流动负债占负债总额比重为56.78%，较2012下降9.98个百分点。

公司流动负债主要由短期借款、预付款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。公司短期借款主要用于补充流动资金，2014年末规模为46,415.00万元；预收款项主要为预付的工程款项；其他应付款主要为应付平阳县财政局、万全镇人民政府及平阳县城区片珊溪引供水工程建设领导小组办公室等单位的往来款项，近年来规模较大，2014年末余额为165,489.94万元。

公司非流动负债主要为长期借款和专项应付款。银行借款是公司主要的外部融资渠道，近年来公司长期借款规模较大且保持较快增长，2012-2014年复合增长率为46.90%，2014年末余额为276,640.00万元。专项应付款主要为各项基础设施、工程项目建设的补贴资金，2014年末规模为156,008.16万元。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	46,415.00	6.08%	26,119.90	4.14%	8,240.00	2.53%
预收款项	48,370.29	6.34%	24,361.60	3.86%	8,657.92	2.66%
其他应付款	165,489.94	21.68%	160,206.49	25.37%	79,852.81	24.51%

一年内到期的非流动负债	61,280.00	8.03%	54,690.92	8.66%	5,700.00	1.75%
流动负债合计	329,944.74	43.22%	272,989.90	43.24%	108,271.47	33.24%
长期借款	276,640.00	36.24%	224,550.00	35.57%	128,190.92	39.35%
专项应付款	156,008.16	20.44%	133,020.08	21.07%	89,281.36	27.41%
非流动负债合计	433,448.16	56.78%	358,370.08	56.76%	217,472.28	66.76%
负债合计	763,392.90	100.00%	631,359.99	100.00%	325,743.74	100.00%
其中：有息债务	385,135.00	50.45%	306,160.82	48.49%	142,130.92	43.63%

注：有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+融资租赁款+长期应付款中的计息借款
 资料来源：2012-2014年公司审计报告，鹏元整理

近年来公司有息负债规模增长较快，2014年末公司有息债务余额为385,135.00万元，较2012年增长170.97%，债务偿还压力有所加重。同时2015年公司需偿还的有息负债规模为107,695.00万元，规模较大，公司面临一定的即期债务偿还压力。

从偿债指标来看，2012年后公司资产负债率有所上升，负债经营程度尚可；流动比率和速动比率表现尚可，但考虑到公司流动资产中土地资产规模较大且流动性一般，其短期偿债能力偏弱。受土地开发收入大幅增加的影响，2014年公司EBITDA较上年大幅增加，对利息保障程度有所加强。2014年公司EBITDA利息保障倍数为1.73，较上年大幅提升0.96。根据公司未来项目投资计划，公司仍需进行较大规模的外部融资，整体有息负债规模预计将进一步增加，未来公司整体负债水平将有所提升。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2014年	2013年	2012年
资产负债率	55.84%	56.60%	49.61%
流动比率	3.34	3.22	4.73
速动比率	0.92	0.99	1.39
EBITDA（万元）	33,886.49	11,347.87	11,564.16
EBITDA利息保障倍数	1.73	0.77	1.66
有息债务/EBITDA	11.37	26.98	12.29

资料来源：2012-2014年公司审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

募投项目未来销售收入是本期债券还本付息资金的重要来源。募投项目完工后，将由发行人的全资子公司平阳城投面向安置或保障对象直接销售，预计四个项目的住宅销售收入、商铺销售收入和地下停车位销售收入合计将达到240,461.29万元，能够为本期债券的偿付提供较好的来源保障。但需要关注的是，募投项目的销售收入易受当地房地产市场波动的影响，尚具有一定的不确定性。

公司营业收入是本期债券还本付息资金的重要来源。2012-2014年，公司分别实现营业收入23,615.59万元、25,826.37万元和68,968.00万元。公司业务具有一定持续性且政府对其支持力度较大，收入来源较有保障，能为本期债券的按时还本付息提供一定的保障。但公司重要收入来源土地出让返还收入受土地规划、地方财力的影响较大，可能对营业收入的稳定性造成一定影响。

地方政府的资金支持是本期债券还本付息资金的重要补充。近年来，在平阳县经济持续增长的拉动下，平阳县财政收入增长较快。2014年，平阳县实现综合财政收入990,766万元，实现公共财政收入220,002万元，财政实力有所增强。作为平阳县重要的土地开发利用、城市基础设施建设投融资和建设、国有资产运营主体，公司在资产注入、政府补助等方面获得了平阳县政府部门的大力支持。2012-2014年，公司获得的政府补助分别为10,100.29万元、12,532.78万元和12,394.92万元，已成为公司利润的重要来源。但平阳县地方财政对土地出让收入存在依赖，易受土地出让收入不确定性的影响，平阳县综合财政收入存在波动，地方财政实力有待加强。

土地资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2014年末，公司资产中可变现的土地使用权账面价值为208,549.28万元（详见附录五），土地用途主要为城镇住宅用地、批发零售用地，土地使用权类型均为出让。公司在必要时可以通过变现土地资产来补充偿债资金。考虑到公司土地使用权大部分已用于抵押融资，其流动性一般且价值易受土地出让市场波动的影响。

九、或有事项分析

截至2014年12月31日，公司及下属子公司对外担保余额为89,000.00万元，占公司2014年末所有者权益的14.74%，存在一定或有负债风险。

表20 截至2014年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
平阳县人民医院	30,000.00	2018年7月
平阳县鳌江流域综合治理工程建设办公室	59,000.00	2022年12月
合计	89,000.00	-

资料来源：公司提供

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	88,211.45	104,327.41	49,689.66
应收账款	6,742.95	2,560.89	1,857.84
预付款项	28,453.75	39,124.22	31,234.33
其他应收款	152,237.73	125,111.16	67,748.73
存货	796,388.31	606,685.91	361,271.11
其他流动资产	29,200.00	-	-
流动资产合计	1,101,234.20	877,809.59	511,801.67
可供出售金融资产	31,600.38	24,884.44	8,204.37
持有至到期投资	-	0.63	0.63
长期应收款	61,636.98	83,028.73	49,663.40
长期股权投资	1,836.25	21.91	18.08
固定资产	39,096.42	31,992.31	32,540.99
在建工程	28,831.42	19,648.60	15,213.74
工程物资	74.96	64.60	20.33
无形资产	102,321.34	77,712.33	38,864.77
长期待摊费用	484.95	352.67	296.26
递延所得税资产	25.04	20.88	20.46
非流动资产合计	265,907.72	237,727.10	144,843.02
资产总计	1,367,141.92	1,115,536.69	656,644.69
短期借款	46,415.00	26,119.90	8,240.00
应付账款	7,416.14	6,415.43	5,096.54
预收款项	48,370.29	24,361.60	8,657.92
应付职工薪酬	114.00	153.19	48.02
应交税费	185.68	277.40	214.83
应付利息	373.85	548.99	307.62
应付股利	-	-	4.38
其他应付款	165,489.94	160,206.49	79,852.81
一年内到期的非流动负债	61,280.00	54,690.92	5,700.00
其他流动负债	299.85	215.99	149.35
流动负债合计	329,944.74	272,989.90	108,271.47
长期借款	276,640.00	224,550.00	128,190.92
长期应付款	800.00	800.00	-
专项应付款	156,008.16	133,020.08	89,281.36
非流动负债合计	433,448.16	358,370.08	217,472.28

负债合计	763,392.90	631,359.99	325,743.74
实收资本	150,000.00	150,000.00	104,670.00
资本公积	410,186.28	315,076.28	213,030.27
盈余公积	1,279.15	317.08	195.07
未分配利润	31,877.71	7,459.96	2,276.00
归属于母公司所有者权益合计	593,343.13	472,853.31	320,171.35
少数股东权益	10,405.89	11,323.39	10,729.60
所有者权益合计	603,749.02	484,176.71	330,900.95
负债和所有者权益总计	1,367,141.92	1,115,536.69	656,644.69

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	68,968.00	25,826.37	23,615.59
其中：营业收入	68,968.00	25,826.37	23,615.59
二、营业总成本	56,883.30	32,917.38	26,129.06
其中：营业成本	39,679.93	17,980.71	16,758.42
营业税金及附加	782.39	451.39	843.44
销售费用	264.13	346.30	342.03
管理费用	13,713.74	9,911.48	7,878.34
财务费用	2,401.06	4,131.97	121.24
资产减值损失	42.06	95.53	185.60
加：投资收益（损失以“－”号填列）	639.09	344.07	106.67
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-9.02	3.84	-36.45
三、营业利润（亏损以“－”号填列）	12,723.80	-6,746.94	-2,406.80
加：营业外收入	12,580.12	12,612.59	10,235.10
其中：非流动资产处置利得	63.47	0.50	2.82
减：营业外支出	237.18	327.46	183.54
其中：非流动资产处置损失	-	10.58	0.37
四、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	25,066.74	5,538.18	7,644.76
减：所得税费用	325.84	168.36	112.82
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	24,740.90	5,369.83	7,531.94

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（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	88,794.63	41,390.80	25,826.49
收到的税费返还	148.50	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	17,947.43	77,243.08	57,618.13
经营活动现金流入小计	106,890.56	118,633.87	83,444.62
购买商品、接受劳务支付的现金	153,778.46	212,100.46	175,436.45
支付给职工以及为职工支付的现金	10,327.41	8,777.86	7,184.45
支付的各项税费	2,455.47	1,932.53	2,759.05
支付其他与经营活动有关的现金	34,097.88	34,988.69	59,496.40
经营活动现金流出小计	200,659.21	257,799.53	244,876.35
经营活动产生的现金流量净额	-93,768.65	-139,165.66	-161,431.73
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.92	-	0.49
取得投资收益收到的现金	648.12	327.47	140.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	90.07	52.04	31.60
收到其他与投资活动有关的现金	96.40	119.00	80.65
投资活动现金流入小计	835.51	498.51	253.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	47,245.99	73,600.97	105,156.70
投资支付的现金	8,598.65	16,756.00	2,999.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	960.51	-
支付其他与投资活动有关的现金	29,200.00	-	-
投资活动现金流出小计	85,044.64	91,317.48	108,155.70
投资活动产生的现金流量净额	-84,209.13	-90,818.97	-107,902.67
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	213.07	48,917.90	7,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	213.07	676.90	-
取得借款收到的现金	186,655.00	183,134.90	92,040.00
收到其他与筹资活动有关的现金	102,822.98	95,576.27	161,684.96
筹资活动现金流入小计	289,691.04	327,629.07	260,724.96
偿还债务支付的现金	107,680.82	24,355.00	4,673.18
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	20,079.39	14,867.19	6,948.01

其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	45.66	10.39	-
支付其他与筹资活动有关的现金	16,649.00	3,784.50	780.00
筹资活动现金流出小计	144,409.21	43,006.69	12,401.19
筹资活动产生的现金流量净额	145,281.83	284,622.38	248,323.77
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	-32,695.96	54,637.75	-21,010.64
加：期初现金及现金等价物余额	104,327.41	49,689.66	70,700.29
六、期末现金及现金等价物余额	71,631.45	104,327.41	49,689.66

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	24,740.90	5,369.83	7,531.94
加：资产减值准备	42.06	95.53	185.60
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,929.56	3,649.52	2,629.67
无形资产摊销	2,620.50	1,435.11	834.90
长期待摊费用摊销	364.95	154.07	145.77
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	-63.47	10.09	-1.10
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	-	-	-7.35
财务费用（收益以“－”号填列）	2,904.73	4,344.98	309.07
投资损失（收益以“－”号填列）	-639.09	-344.07	-106.67
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-4.16	-0.43	-1.55
存货的减少（增加以“－”号填列）	-136,127.01	-191,368.59	-149,172.35
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-20,608.28	-33,888.19	-67,676.85
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	30,070.65	71,376.50	43,897.20
经营活动产生的现金流量净额	-93,768.65	-139,165.66	-161,431.73
现金的期末余额	71,631.45	104,327.41	49,689.66
减：现金的期初余额	104,327.41	49,689.66	70,700.29
现金及现金等价物净增加额	-32,695.96	54,637.75	-21,010.64

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	385,135.00	306,160.82	142,130.92
资产负债率	55.84%	56.60%	49.61%
流动比率	3.34	3.22	4.73
综合毛利率	42.47%	30.38%	29.04%
总资产回报率	2.25%	0.69%	-
EBITDA（万元）	33,886.49	11,347.87	11,564.16
EBITDA利息保障倍数	1.73	0.77	1.66

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日公司土地资产情况（单位：万元、亩）

土地证编号	土地面积	土地性质	土地用途	账面价值	是否抵押
平国用（2012）第32-8007号	75.18	出让	商业、住宅	22,815.24	是
平国用（2012）第01-8030号	17.70	出让	商业、住宅	5,591.51	是
平国用（2012）第01-8031号	16.74	出让	商业、住宅	5,388.82	是
平国用（2013）第32-01369号	55.05	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	22,671.97	是
平国用（2013）第01-01365号	44.87	出让	城镇住宅用地	16,806.25	是
平国用（2014）第62114号	14.33	出让	商务金融用地	2,442.72	否
平国用（2013）第06684号	0.69	划拨	仓储用地	71.70	否
平国用（2014）第12676号	101.76	出让	城镇住宅用地	2,362.09	否
平国用（2013）第10589号	15.32	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	9,898.90	是
平国用（2013）第10592号	24.08	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	4,685.79	是
平国用（2013）第10590号	17.31	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	10,527.40	否
平国用（2012）第02-8067号	42.12	出让	街巷用地	11,418.12	否
平国用（2014）第06573号	4.67	划拨	街巷用地	90.00	否
平国用（2012）第02-8031号	30.92	出让	商业、住宅	11,581.79	是
平国用(2012)第32-8025/8024	118.68	划拨	城镇住宅用地	28,348.48	否
平国用（2005）第2-8050	2.71	划拨	商业服务业	276.75	否
平国用（2002）第7-8013	4.87	划拨	商业服务业	496.53	否
平国用（2011）第32-8035号	5.00	出让	工业	294.91	否
平国用（2011）第32-8034号	12.52	出让	工业	751.42	否
平国用（2013）第10745号	33.38	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	545.22	否
平国用（2013）第10744号	75.84	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	1,238.64	否
平国用（2013）第10743号	26.62	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	434.74	否
平国用（2013）第10742号	33.24	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	542.87	否
平国用（2009）第14-8011号	26.29	出让	住宅用地	2,906.24	是
平国用（2009）第14-8012号	32.87	出让	商业服务业用地	3,630.31	否
平国用（2012）第02-8035号	171.25	划拨	商住	8,806.28	否
平国用（2012）第02-8037号	33.05	划拨	商住	5,620.26	否
平国用（2013）第07301号	76.31	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	1,832.50	是

平国用（2013）第06942号	33.76	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	1,415.92	否
平国用（2013）第06941号	50.97	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	3,575.40	否
平国用（2013）第07300号	51.66	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	2,928.18	是
平国用（2014）第12457号	9.07	出让	城镇住宅用地	324.84	否
平国用（2014）第12458号	6.92	出让	城镇住宅用地	247.95	否
平国用（2014）第12456号	17.04	出让	城镇住宅用地	610.46	否
平国用（2014）第12880号	31.95	出让	城镇住宅用地	1,492.03	否
平国用（2014）第12886号	19.65	出让	城镇住宅用地	917.86	否
平国用（2014）第12889号	43.09	出让	城镇住宅用地	891.82	否
平国用（2014）第12884号	51.67	出让	城镇住宅用地	2,413.18	否
平国用（2014）第12875号	17.29	出让	城镇住宅用地	807.60	否
平国用（2014）第12887号	18.62	出让	城镇住宅用地	667.21	否
平国用（2013）字第01-05629号	58.81	出让	城镇住宅用地	16,159.00	是
平国用（2013）第08796号	23.65	划拨	城镇住宅用地、批发零售用地	6,176.01	是
平国用（2014）第06446号	32.95	划拨	城镇住宅用地、批发零售用地	7,467.80	是
平国用（2012）第01-8104号	58.13	划拨	商业住宅用地	12,344.99	是
平国用（2012）第01-8049号	32.03	划拨	城镇住宅用地	5,280.26	是
平国用（2013）第09099号	20.07	出让	城镇住宅用地	209.42	否
平国用（2013）第09098号	19.63	出让	批发零售用地、城镇住宅用地	369.78	是
平国用（2011）第32-8025号	16.98	划拨	城镇住宅用地	3,656.72	是
平国用（2014）第11929号	22.94	划拨	城镇住宅用地	4,942.09	否
平国用（2013）第09948号	16.37	出让	城镇住宅用地	216.25	否
平国用（2013）第09947号	24.05	出让	城镇住宅用地	147.17	否
平国用（2013）第10588号	49.62	划拨	城镇住宅用地	10,316.03	是
平国用（2014）第1666号	20.91	划拨	城镇住宅用地	3,878.27	否
平国用（2014）第1986号	32.18	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	517.36	否
平国用（2014）第1987号	13.11	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	309.92	否
平国用（2007）第01-8068号	0.93	划拨	公共基础设施用地	7.68	否
平国用（2007）第01-8069号	4.81	划拨	公共基础设施用地	23.90	否
平国用（2005）第1-8072号	0.26	划拨	商业	12.17	否
平国用（2002）字第02-8027号	12.32	划拨	公共建筑用地	73.68	否
平国用（2000）字第03-8015号	2.09	划拨	市政公用设施	10.46	否
平国用（2006）第3-8003号	3.18	划拨	公共基础设施	15.92	否
平国用（2000）字第03-8014号	3.27	划拨	市政公用设施	16.38	否

平国用（2009）第03-8007号	39.98	划拨	公共设施用地	520.11	否
平国用（2003）第03-8004号	2.45	划拨	公共基础设施用地	31.84	否
平国用（2005）第3-8016号	0.21	划拨	公共基础设施用地	2.71	否
平国用（2013）第06967号	117.80	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	2,445.55	是
平国用（2013）第06971号	21.08	出让	城镇住宅用地	505.55	是
平国用（2013）第06970号	21.61	出让	城镇住宅用地、批发零售用地	353.62	是
平国用（2012）第02-8024号	26.76	出让	商住用地	9,678.39	是
平国用（2012）第01-8112号	65.79	出让	城镇住宅用地	22,977.37	是
合计	2,228.98			307,036.29	

资料来源：公司提供

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评

级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。