

2015 年丽水市城市建设发展有限公司

公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
员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。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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
评级的变化情况。

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>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【241】号 01

债券剩余规模: 6 亿元

债券到期日期:
2022 年 08 月 13 日

债券偿还方式:

每年付息一次, 存续期
后 5 年每年分别偿还本
金的 20%

分析师

姓名:
王海涛 刘书芸

电话:
021-51035670

邮箱:
wanght@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资
信评估有限公司城投公
司主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

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

2015 年丽水市城市建设发展有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2017 年 06 月 06 日	2016 年 07 月 04 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对丽水市城市建设发展有限公司 (以下简称“丽水城发”或“公司”) 及其 2015 年 08 月 13 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 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丽水市地方经济及财政实力稳步增强; 公司作为丽水市重要的基础设施建设主体, 后续基建业务可持续性较好, 且得到了当地政府的一定支持。同时我们也关注到了 2016 年丽水市全市财政自给率及政府性基金收入继续下滑; 公司资产整体流动性较弱, 经营活动现金回款能力不强, 后续面临较大的项目建设支出压力以及存在一定或有负债等风险因素。

正面:

- 区域经济和财政实力稳步增强。2016 年丽水市实现地区生产总值 1,200.22 亿元, 较上年增长 7.1%, 分别实现全市及市本级地方综合财力 385.11 亿元和 85.05 亿元, 同比分别增长 4.77% 和 1.69%, 地方经济及财政实力稳步增强。
- 基建业务可持续性较好。截至 2016 年末, 公司在建基础设施项目较多, 预计总投资 21.59 亿元, 已投资 6.51 亿元, 后续业务发展较有保障。
- 地方政府给予公司一定支持。公司主要从事丽水市区内基础设施建设和公共交通营运业务, 地方政府在财政补贴及资本性注入等方面给予了公司一定支持, 2016 年公司分别收到财政补贴和资本性注入 15,441.49 万元和 745.82 万元, 地方政府持续给予的支持增强了公司资本实力及综合盈利能力。

关注：

- **全市财政自给率及政府性基金收入继续下降。**2016 年丽水市全市公共财政支出同比增长 22.32%，使得财政自给率进一步下滑至 30.31%，政府性基金收入较上年减少 8.74%，且未来能否保持稳定仍存在一定不确定性。
- **资产流动性较弱。**2016 年末公司应收账款、其他应收款和存货合计占资产总额比重为 85.28%，应收账款及其他应收款欠款单位主要系政府部门及其下属单位，但款项回收期限存在一定不确定性，存货资产中账面价值占比 80.18%全部系项目建设成本，难以短期集中变现，整体上看公司资产流动性较弱。
- **公司后续面临较大资金支出压力。**截至 2016 年末，公司在建项目尚需投资 15.08 亿元，随着丽水市市政项目建设的持续推进，公司作为地方主要的基础设施建设主体，后续或面临较大资金压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保合计 16.17 亿元，占年末净资产比重为 19.14%，考虑到对外担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,164,516.21	1,060,025.61	908,212.94
所有者权益合计（万元）	844,903.69	833,314.29	678,955.03
有息债务（万元）	215,450.64	162,817.05	181,331.18
资产负债率	27.45%	21.39%	25.24%
流动比率	9.93	10.01	6.65
营业收入（万元）	44,516.26	40,360.41	44,879.14
政府补助（万元）	15,441.49	11,747.39	11,824.24
利润总额（万元）	12,185.18	10,109.22	10,228.72
综合毛利率	0.39%	4.19%	4.38%
EBITDA（万元）	15,483.62	12,425.28	12,863.92
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.13	1.12
经营活动现金流净额（万元）	-43,708.30	-157,760.56	-50,710.27

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年8月13日发行7年期6亿元公司债券，募集资金拟用于丽水南城小叶、桥亭区块低丘缓坡开发利用工程和丽水市低丘缓坡配套路网及管网工程，截至2016年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司主营业务范围、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更，公司控股股东及实际控制人均为丽水市人民政府国有资产监督管理委员会。

2016年度，公司新增纳入合并报表范围子公司1家，详见下表。

表1 2016年公司新增纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	营业范围
丽水市公交广告有限公司	10.00	100.00%	公交广告载体开发，国内户外广告设计、制作、代理、发布。（法律法规规定须审批的审批后经营，法律法规禁止的不得经营）

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为116.45亿元，所有者权益合计84.49亿元，资产负债率为27.45%；2016年度，公司实现营业收入4.45亿元，利润总额1.22亿元，经营活动现金流净额-4.37亿元。

三、区域经济与财政实力

地方经济实力不断增强，产业结构继续优化，但投资驱动经济增长作用持续减弱

丽水市是浙江省地级市，下辖1个市辖区，7个县，1个代管县级市，辖区总面积17,298平方公里，截至2016年末，全市户籍人口268.03万人，比上年增长0.6%。丽水市位于浙江省西南部，以中山、丘陵地貌为主，累计创建AAAA级景区19家，系首批国家级生态保护与建设示范区。交通方面，丽水市境内有长深高速、龙丽温高速交汇，金温铁路设有丽水站，丽水机场目前选址已通过。

2016年丽水市经济平稳发展，全年实现地区生产总值1,200.22亿元，较上年增长7.1%，增速同比回升0.7个百分点。分产业看，第一产业、第二产业和第三产业分别实现增加值95.63亿元、536.29亿元和568.30亿元，分别同比增长2.9%、6.2%和8.7%，产业结构由去年的8.3:45.7:46.0调整为8.0:44.7:47.3，第三产业比重提高1.3个百分点，产业结构继续优化。2016年丽水市人均地区生产总值5.58万元，同比增长6.2%，系同期全国人均水平的1.01倍，

地方经济发展水平一般。

2016年丽水市第二产业发展加快，全年规模以上工业增加值380.60亿元，比上年增长7.0%，规模以上工业销售产值1,726.18亿元，增长6.7%，规模以上工业企业产销率95.6%，比上年提高1.1个百分点。规模以上工业中，高新技术产业增加值较上年增长10.5%，高于同期规模以上工业增加增速3.5个百分点，对工业发展拉动作用较强，全年实现增加值105.33亿元，占规模以上工业增加值比重为27.7%，占比较上年提高2.1个百分点，高新技术产业经济贡献度进一步提升。全市全年建筑业增加值80.42亿元，同比增长5.4%。

2016年丽水市完成固定资产投资841.65亿元，同比增长12.0%，增速继续回落，其中第二产业和第三产业是投资主要方向，分别完成投资210.35亿元和602.31亿元，其中房地产开发投资规模随市场回暖有所上升，全年完成投资167.61亿元，比上年增长5.9%。2016年全市社会消费品零售总额571.64亿元，比上年增长11.0%，明显高于地区生产总值增速，对经济发展有一定推动作用。2016年全市进出口总额225.46亿元，同比增长7.1%，主要受益于轻工工艺品和纺织服装出口规模增长。2016年末全市存款余额和贷款余额分别为2,151.05亿元和1,555.26亿元，分别同比增长9.6%和3.4%，地方融资活跃度有所下降。

表2 2015-2016年丽水市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,200.22	7.1%	1,102.34	6.4%
第一产业增加值	95.63	2.9%	91.42	2.4%
第二产业增加值	536.29	6.2%	502.99	3.3%
第三产业增加值	568.30	8.7%	507.93	10.7%
固定资产投资	841.65	12.0%	751.52	13.0%
社会消费品零售总额	571.64	11.0%	519.28	9.0%
进出口总额	225.46	7.1%	33.64 (亿美元)	15.7%
存款余额	2,151.05	9.6%	1,963.46	5.7%
贷款余额	1,555.26	3.4%	1,503.75	5.9%
人均 GDP（元）	55,772	6.2%	51,632	6.0%
人均 GDP/全国人均 GDP		1.01		1.05

注：上述同比增长均按可比价格计算。

资料来源：丽水市 2015-2016 年国民经济和社会发展统计公报

丽水市全市及市本级地方综合财力稳步增强，但全市地方综合财力对上级补助收入依赖程度较高，财政自给率持续下滑

随着地方经济的稳步发展，2016年丽水市地方综合财力继续增强，全年实现全市地方综合财力385.11亿元，同比增长4.77%。其中，公共财政收入103.57亿元，同比增长9.59%，占地方综合财力比重为26.89%，占比较上年提高1.18个百分点。2016年丽水市分别实现税收收入和非税收入84.06亿元和19.51亿元，同比分别增长7.32%和20.66%，税收收入占公共

财政收入的比重为81.16%，较上年基本持平。整体上看，丽水市公共财政收入质量较好。

上级补助收入系地方综合财力的主要来源，2016年丽水市收到上级补助收入193.48亿元，同比增长9.58%，其中一般性转移支付收入系其增长的主要来源，上级补助收入占地方综合财力比重超过50%，丽水市地方综合财力对上级补助收入的依赖度有所上升。

2016年丽水市实现政府性基金收入88.06亿元，同比下降8.74%，占地方综合财力的比重为22.87%，占比较上年下降3.38个百分点，考虑到政府性基金收入较易受地方土地出让市场波动影响，后续收入规模能否保持稳定仍存在一定不确定性。

2016年丽水市完成全市财政支出442.47亿元，同比增长19.28%，其中公共财政支出341.67亿元，政府性基金支出100.80亿元，较上年分别增长22.32%和10.02%，其中公共财政支出主要包括教育支出、农林水支出、社会保障和就业支出、医疗卫生支出以及城乡社区支出等。由于公共财政支出增长较快，2016年财政自给率由上年的33.83%下降至30.31%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖能力进一步下降。

表3 2015-2016年丽水市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	385.11	85.05	367.57	83.64
（一）公共财政收入	103.57	25.51	94.51	23.29
其中：税收收入	84.06	21.98	78.33	19.78
非税收入	19.51	3.53	16.17	3.50
（二）上级补助收入	193.48	20.81	176.57	20.62
其中：返还性收入	7.53	2.24	6.71	1.43
一般性转移支付收入	127.61	7.91	113.69	7.09
专项转移支付收入	58.34	10.65	56.17	12.09
（三）政府性基金收入	88.06	38.73	96.49	33.43
（四）预算外财政专户收入	-	-	-	6.30
财政支出	442.47	87.47	370.95	69.76
（一）公共财政支出	341.67	43.60	279.33	45.68
（二）政府性基金支出	100.80	43.87	91.62	24.08
（三）预算外财政专户支出	-	-	-	-
财政自给率	30.31%	58.51%	33.83%	50.99%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：丽水市财政局

市本级财政方面，2016年丽水市实现市本级地方综合财力85.05亿元，同比稳中有增。从收入来源构成看，2016年丽水市市本级公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入分别为25.52亿元、20.81亿元和38.73亿元，较上年均有不同程度增长，占地方综合财力的比重分别为29.99%、24.47%和45.54%，地方综合财力收入规模及结构较上年基本保持稳定。市本级财政支出方面，2016年丽水市分别完成市本级公共财政支出和政府性基金支出

43.60亿元和43.87亿元，其中政府性基金支出同比大幅增长，但公共财政支出同比有所下降，财政自给率由上年的50.99%上升至58.51%，市本级公共财政收入对公共财政支出的覆盖能力有所增强。

四、经营与竞争

公司作为丽水市重要的基础设施建设及国有资产经营管理主体，其主营业务主要包括城市基础设施建设业务、公交营运业务和广告制作业务等，2016年公司实现营业收入4.45亿元，同比增长10.30%，其中城市基础设施建设收入3.88亿元，同比增长15.14%，系营业收入的主要增长来源，同期，公交营运收入、广告制作收入及其他业务收入均有所下滑。毛利率方面，2016年公司综合毛利率为0.39%，较上年下滑3.80个百分点，其中城市基础设施建设业务和广告制作业务毛利率同比保持稳定，但公交营运业务亏损规模进一步扩大，系综合毛利率大幅下滑的主要原因。

表4 2015-2016年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
城市基础设施建设收入	38,839.09	13.04%	33,733.33	13.04%
公交营运收入	4,324.53	-136.02%	4,854.81	-81.23%
广告制作收入	609.77	92.17%	755.49	92.43%
其他业务收入小计	742.87	57.86%	1,016.77	47.16%
合计	44,516.26	0.39%	40,360.41	4.19%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年公司代建收入同比增长，目前在建项目较多，后续业务发展较有保障，但需关注项目建设资金压力

公司根据丽水市政府规模对指定基础设施项目进行代建，并根据《丽水市城市基础设施建设工程协议书》（以下简称“《协议书》”）进行具体运作。根据《协议书》约定，公司承担丽水市城市基础设施建设工程任务，项目建设期内的建设资金由公司负责筹措，每年年底丽水市人民政府对公司投入情况进行认定，项目竣工后由丽水市人民政府或政府相关部门根据实际投资情况进行回购，并按约定向公司支付回购价款，回购款包括项目建设总成本 and 公司的收益，公司的项目建设收益为项目建设总成本的15%。

2016年度，公司城市基础设施代建业务确认收入的项目主要包括丽阳路西段、滨水公园、民兵训练中心、花园路南端地下停车场及配套工程、东港路二期、富岭互通连接线加宽项目等，合计结转成本3.38亿元，确认收入3.88亿元，代建收益的成本加成比例为15%，业务毛利率维持13.04%不变。

表5 2016年公司城市基础设施建设业务收入明细（单位：万元）

项目名称	结转成本	确认收入
城北路西段	980.76	1,127.86
丽阳路西段	3,259.95	3,748.95
水东路	81.34	93.54
滨水公园	4,919.80	5,657.77
民兵训练中心	2,109.00	2,425.36
花园路南端地下停车场及配套工程	8,574.62	9,860.82
长虹路东段	350.99	403.64
教工路	3,347.35	3,849.44
花街路	28.40	32.66
外国语实验学校北侧支路	220.51	253.59
东港路二期	4,599.66	5,289.61
水南路	768.46	883.73
香蜜园北侧便道	73.38	84.38
富岭互通连接线加宽项目	4,458.90	5,127.74
合计	33,773.12	38,839.09

资料来源：公司提供

截至2016年末，本期债券募投项目丽水南城小叶和桥亭区块低丘缓坡开发利用工程已完工，丽水市低丘缓坡配套路网及管网工程尚在建设中，为平衡本期债券募投项目相关资金成本，丽水市人民政府出具丽政函【2014】40号文及其补充通知，将丽水市旧机场地块1,309亩住宅用地出让收入扣除成本和相关税费后的净收益全额归属公司，作为募投项目的成本补偿和收益来源。公司目前主要在建基础设施项目包括教工路（丽阳街-学院路）、好溪东路南段、桐岭路、联花路（花街路-绕城路）、紫金路中段、滨江路及大众街等，计划总投资21.59亿元，考虑到在建项目较多，后续业务发展可持续性较有保障。同时需注意，2016年末公司主要在建项目已投资6.51亿元，尚需投资规模为15.08亿元，面临较大资金压力。

表6 截至2016年12月31日公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资	是否回购
教工路（丽阳街-学院路）	2.26	0.99	1.27	是
好溪东路南段	2.61	0.91	1.70	是
桐岭路	10.67	0.71	9.96	是
联花路（花街路-绕城路）	1.38	0.54	0.84	是
紫金路中段	1.25	0.66	0.59	是
滨江路一期、二期、三期	1.92	1.46	0.46	是
大众街	1.50	1.24	0.26	是
合计	21.59	6.51	15.08	-

资料来源：公司提供

公司市场化业务较多，但整体盈利能力不佳，对公司综合盈利能力提升有限

公司公交营运业务主要由子公司丽水市公共交通有限公司和丽水市城乡公共交通有

限公司负责运营，2016年实现业务收入4,324.53万元，较上年减少10.92%，主要系随着地方人均汽车保有量的增长，公交营运客流量下降所致，业务毛利率为-136.02%，较上年下降54.79个百分点，主要系公共交通票价由政府统一制定，具有一定公益性质，且2016年公司更新换代运输设备较多，成本大幅增长。针对公交营运业务持续亏损，政府每年对公司给予一定补贴，2016年公司收到政府公交补贴款3,946.42万元，较上年增长125.85%。

公司广告制作业务主要由子公司丽水绿谷信息实业有限公司负责运营，2016年实现业务收入609.77万元，业务毛利率92.17%，整体规模仍然较小。

公司其他业务主要包括房屋租赁、车辆广告出租、IC卡销售、公共自行车等，2016年合计实现业务收入742.87万元，同比下降26.94%，毛利率为57.86%，较上年提高10.70个百分点。

综合来看，公司公交营运及其他附属业务较多，但盈利能力不佳，广告制作业务及房屋租赁业务毛利率较好，但业务规模较小，整体上看对公司综合盈利能力提升有限。

地方政府给予公司一定支持

公司作为丽水市重要的城市基础设施建设主体，当地政府给予了一定支持。2016年公司收到政府财政补贴15,441.49万元，其中，根据丽财资产[2016]378号文和丽财资产[2016]380号文，政府分别对公司拨付营运资金专项补贴10,000.00万元和1,495.00万元；根据丽财资产[2016]381号文和丽财资产[2016]379号文，分别对子公司丽水市城乡公共交通有限公司及丽水市公共交通有限公司分别拨付公交专项补贴款1,187.73万元和2,758.68万元；2016年公司收到政府资产注入745.82万元。政府对公司给予的支持，一定程度上增强了公司的资本实力和盈利能力。

表7 2015-2016年公司受政府支持情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
财政补贴	15,441.49	11,747.39
资本性注入	745.82	144,945.01
合计	16,187.31	156,692.40

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年至2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2016年公司新增纳入合并报表范围子公司1家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模稳步扩大，资产结构保持稳定，整体流动性较弱

随着公司经营规模的不断扩大，其资产总额逐年增长，截至2016年末，公司资产总计116.45亿元，同比增长9.86%。公司资产以应收款项、存货等流动资产为主，2016年末流动资产账面价值合计104.66亿元，同比增长6.75%，占年末总资产比重89.87%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至2016年末，公司货币资金账面余额4.87亿元，不存在使用受限情况。截至2016年末，公司应收账款账面价值合计12.62亿元，同比减少6.10%，主要系往来款冲减所致，其中应收丽水市财政局项目回购款12.60亿元，占应收账款总额的93.85%。其他应收款主要是公司与丽水市财政局、丽水市广通公路经营有限责任公司、丽水市水利发展有限公司、丽水市安居房建设管理处等单位的往来款项，2016年末账面价值17.60亿元，考虑到欠款方主要是政府单位，款项回收风险较小，但回款时间存在较大不确定性。存货主要为公司代建的城市基础设施项目和自有的土地使用权资产，2016年末账面价值合计69.07亿元，同比增长10.14%，其中土地资产账面价值13.69亿元，年末不存在对外抵押情况，土地资产流动性有所改善，但剩余55.38亿元存货全部系项目建设成本，预计后续将通过政府回购实现资金回笼，难以短期集中变现，整体上看，公司存货流动性不佳。

表8 2015-2016年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	48,681.47	4.18%	16,320.92	1.54%
应收账款	126,220.88	10.84%	134,419.06	12.68%
其他应收款	176,041.72	15.12%	196,587.72	18.55%
存货	690,732.90	59.32%	627,150.41	59.16%
流动资产合计	1,046,570.28	89.87%	980,417.24	92.49%
可供出售金融资产	40,515.93	3.48%	40,515.93	3.82%
在建工程	40,799.59	3.50%	4,710.03	0.44%
无形资产	14,202.46	1.22%	14,437.24	1.36%
非流动资产合计	117,945.93	10.13%	79,608.37	7.51%
资产合计	1,164,516.21	100.00%	1,060,025.61	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、在建工程、无形资产等，2016年末账面价值合计11.79亿元，同比增长48.16%，占年末负债总额的10.13%。截至2016年末，公司可供出售金融资产账面价值4.05亿元，同比保持稳定，主要系对丽水市广通公路经营有限责任公司、浙江金丽温高速公路有限公司、浙江丽水安邦护卫有限公司等单位的股权投资，由于公司对被投资单位的财务和经营无实质影响，故采用成本法核算。在建工程全部是公

公司及下属子公司在建的自营项目和基础设施项目，主要包括绿谷信息产业园一期、天宁孵化基地改造工程、水阁枢纽站等，2016年末账面价值4.08亿元，同比有大幅提高。无形资产主要是公司自有的土地使用权，2016年末账面价值1.42亿元，较上年变化不大。

综合来看，2016年公司资产规模同比稳中有增，资产结构保持稳定，但公司资产主要由应收款项、工程施工成本构成，资产整体流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增长，但盈利能力进一步下降，公司利润对政府补贴依赖度较高

公司营业收入主要来源于城市基础设施建设收入和公交营运收入，其中基建业务2016年收入规模同比有所增加，拉动公司整体营业收入较上年增长10.30%至4.45亿元。毛利率方面，公司城市基础设施建设业务收入系以工程成本加成15%比例确认，业务毛利率稳定性较好，但公交营运业务处于亏损状态且毛利率持续下滑，公司综合毛利率水平较低。

2016年公司期间费用合计0.28亿元，较上年减少21.31%。2016年公司实现营业利润-0.31亿元，经营亏损规模进一步扩大，营业利润率为-6.94%，同比下滑1.44个百分点，公司经营获利能力受综合毛利率下滑影响进一步下降。

公司作为丽水市重要的基础设施建设主体，持续获得政府的一定支持，2016年公司收到政府财政补贴1.54亿元，有效弥补了经营亏损，全年公司实现利润总额1.22亿元，全部来源于财政补贴收入，公司利润对政府财政补助依赖度较高。

表9 2015-2016年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	44,516.26	40,360.41
期间费用	2,845.95	3,616.77
营业利润	-3,090.75	-2,219.33
政府补助	15,441.49	11,747.39
利润总额	12,185.18	10,109.22
综合毛利率	0.39%	4.19%
营业利润率	-6.94%	-5.50%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营现金回款能力较弱，对外部融资依赖度较高，后续项目待投资规模较大，或存在一定资金支出压力

2016年公司主营业务收入回款情况改善明显，全年收到现金流入2.29亿元，经营收现比为0.51，公司经营活动现金回款能力较弱。同期，公司用于基建业务支出的规模明显高

于流入规模，全年经营活动现金净流出4.37亿元。此外，公司与政府单位间的往来款规模较大，对经营活动整体现金流平衡有较大影响。投资活动方面，2016年公司投资活动现金净流出0.52亿元，主要是购建固定资产支出。筹资活动方面，2016年公司继续加大外部融资力度以维持整体经营现金流平衡，全年通过借款取得的现金合计10.34亿元，扣除偿还债务、利息支出的现金，全年筹资活动现金净流入8.13亿元，有效弥补了经营活动和投资活动的现金缺口。

综合来看，公司经营活动现金流回款能力较弱，且受往来款影响较大，近年持续表现为现金净流出，公司整体现金流入主要依赖于外部融资活动，考虑到目前在建及拟建项目较多，未来或面临一定资金支出压力。

表10 2015-2016年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.51	0.15
销售商品、提供劳务收到的现金	22,920.06	6,142.23
收到其他与经营活动有关的现金	220,787.37	81,740.26
经营活动现金流入小计	243,707.99	87,882.49
购买商品、接受劳务支付的现金	81,456.75	46,653.33
支付其他与经营活动有关的现金	197,870.01	192,591.16
经营活动现金流出小计	287,416.29	245,643.05
经营活动产生的现金流量净额	-43,708.30	-157,760.56
投资活动产生的现金流量净额	-5,246.73	-1,471.70
筹资活动产生的现金流量净额	81,315.59	156,770.16
现金及现金等价物净增加额	32,360.55	-2,462.09

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模进一步增长，有息债务压力上升

随着公司经营利润的不断累积和政府无偿给予的资产注入，公司所有者权益不断增长，2016年末净资产合计84.49亿元，同比增加1.39%。同期，公司负债规模增长明显，年末负债合计31.96亿元，同比增长40.98%。截至2016年末，公司负债与所有者权益比率为37.83%，较上年提高10.62个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下降，但整体保障程度较好。

表11 2015-2016年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	319,612.52	226,711.32
所有者权益	844,903.69	833,314.29
负债与所有者权益比率	37.83%	27.21%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债，2016年末

账面余额为10.54亿元，同比增长7.60%。应付账款主要是公司所欠施工方的工程款，2016年末账面余额为2.63亿元，账龄主要集中在1年以内。其他应付款主要是公司与丽水市旅游投资发展有限公司、丽水市林业建设发展有限公司、丽水市交通运输局等单位间的往来款项，2016年末账面余额为6.37亿元，同比增长20.45%，该款项账龄较分散，且往来单位主要是政府部门及其下属单位，即时偿付压力不大。一年内到期的非流动负债全部是即将到期的长期借款，账面余额为0.56亿元，同比减少83.38%。

表12 2015-2016年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	26,295.32	8.23%	2,553.73	1.13%
其他应付款	63,655.63	19.92%	52,850.07	23.31%
一年内到期的非流动负债	5,600.00	1.75%	33,700.00	14.86%
流动负债合计	105,364.28	32.97%	97,922.99	43.19%
长期借款	149,809.09	46.87%	68,963.64	30.42%
应付债券	59,641.55	18.66%	59,753.41	26.36%
非流动负债合计	214,248.24	67.03%	128,788.33	56.81%
负债合计	319,612.52	100.00%	226,711.32	100.00%
有息债务	215,450.64	67.41%	162,817.05	71.82%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

非流动负债是公司主要的负债构成，2016年末账面余额21.42亿元，同比增长66.36%，占年末负债总额的比重为67.03%，占比较上年增加10.22个百分点，公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。截至2016年末，长期借款账面余额14.98亿元，较上年增加117.23%，主要包括保证借款12.53亿元和质押借款3.00亿元。应付债券即应付本期债券，剩余未偿还本金6.00亿元。

整体上看，随着公司外部融资力度的增加，有息负债规模随之上升，截至2016年末，公司有息债务合计21.55亿元，同比增长32.33%。由于公司新增负债主要集中于长期借款，短期偿债压力增长有限，2016年公司非流动负债占负债总额的比重有所提高，但面临较大中长期债务压力。

随着负债规模的增长，2016年公司资产负债水平有所提高，年末资产负债率上升至27.45%，较上年提高6.06个百分点，整体上看公司资产负债水平不高。从短期偿债指标看，2016年公司流动比率和速动比率较上年基本持平，且均处于较高水平，流动资产对流动负债的覆盖程度较高，但需注意流动资产主要系应收款项、工程项目及抵押土地，公司短期偿债能力或弱于账面表现。受益于政府的较大支出，2016年公司实现息税折旧前利润1.55亿元，同比增长24.61%，同期公司有息负债及其利息增长较多，利润对利息的保障程度仍处于较低水平，公司经营债务负担较大。

表13 2015-2016年公司偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	27.45%	21.39%
流动比率	9.93	10.01
速动比率	3.38	3.61
EBITDA（万元）	15,483.62	12,425.28
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.13
有息债务/EBITDA	13.91	13.12

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保合计16.17亿元，较上年增加27.62%，占年末净资产比重为19.14%，较上年上升3.94个百分点，被担保单位主要系政府下属企业或事业单位，考虑到对外担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表14 截至2016年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	单位性质	担保方式	反担保方式	担保金额
丽水市水利发展有限公司	国有独资	连带责任保证	无	70,000.00
丽水市安居房建设有限公司	国有独资	连带责任保证	无	18,000.00
丽水市安居房建设有限公司	国有独资	连带责任保证	无	6,000.00
丽水市莲都区低丘缓坡开发有限责任公司	国有独资	连带责任保证	无	10,000.00
丽水市机动车驾驶员考试中心	事业单位	连带责任保证	无	4,700.00
丽水市机动车驾驶员考试中心	事业单位	连带责任保证	无	3,000.00
丽水市港航建设开发有限公司	国有独资	连带责任保证	无	50,000.00
合计	-	-	-	161,700.00

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

七、评级结论

2016年丽水市地方经济及财政实力稳步增强。公司主要从事丽水市区内基础设施建设和公共交通营运业务，后续基建业务发展可持续性较好，且地方政府在财政补贴及资本性注入等方面给予了公司一定支持。

同时我们也注意到，2016年丽水市全市公共财政支出同比增长22.32%，使得财政自给率进一步下滑至30.31%，政府性基金收入较上年减少8.74%，且未来能否保持稳定仍存在一定不确定性。公司资产主要由应收账款、其他应收款和工程施工成本构成，整体流动性较弱；公司经营活动现金回款能力不强，后续面临较大资金支出压力；公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

综合分析，鹏元对公司及其本期债券的2017年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	48,681.47	16,320.92	18,783.01
应收账款	126,220.88	134,419.06	93,590.12
预付款项	2,644.06	4,339.24	7,344.25
其他应收款	176,041.72	196,587.72	146,567.67
存货	690,732.90	627,150.41	564,553.51
其他流动资产	2,249.25	1,599.88	348.21
流动资产合计	1,046,570.28	980,417.24	831,186.77
可供出售金融资产	40,515.93	40,515.93	40,500.93
长期股权投资	551.24	588.18	578.58
投资性房地产	9,185.27	9,371.19	9,557.11
固定资产	12,616.95	9,936.48	7,766.18
在建工程	40,799.59	4,710.03	18,558.96
无形资产	14,202.46	14,437.24	13.92
长期待摊费用（递延资产）	55.25	0.00	0.00
递延所得税资产	19.22	49.33	50.49
非流动资产合计	117,945.93	79,608.37	77,026.18
资产总计	1,164,516.21	1,060,025.61	908,212.94
短期借款	400.00	400.00	2,500.00
应付账款	26,295.32	2,553.73	1,651.88
预收款项	1,110.33	1,364.07	1,061.57
应付职工薪酬	614.40	460.67	335.83
应交税费	6,387.30	5,164.87	3,502.03
应付利息	1,301.31	1,429.57	0.00
其他应付款	63,655.63	52,850.07	41,305.42
一年内到期的非流动负债	5,600.00	33,700.00	74,617.55
流动负债合计	105,364.28	97,922.99	124,974.28
长期借款	149,809.09	68,963.64	94,713.64
应付债券	59,641.55	59,753.41	0.00
长期应付款	0.00	0.00	9,500.00
专项应付款	115.00	71.28	70.00
递延收益	4,682.60	0.00	0.00
非流动负债合计	214,248.24	128,788.33	104,283.64
负债合计	319,612.52	226,711.32	229,257.91
实收资本（股本）	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	744,750.96	744,005.14	599,277.18
盈余公积	7,402.25	6,137.36	4,934.67
未分配利润	72,761.41	62,460.78	54,103.67
归属于母公司所有者权益合计	844,914.62	832,603.28	678,315.52
少数股东权益	-10.93	711.01	639.51
所有者权益合计	844,903.69	833,314.29	678,955.03
负债和所有者权益总计	1,164,516.21	1,060,025.61	908,212.94

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	44,516.26	40,360.41	44,879.14
其中：营业收入	44,516.26	40,360.41	44,879.14
二、营业总成本	47,570.07	42,589.33	46,460.34
其中：营业成本	44,340.50	38,669.15	42,911.56
营业税金及附加	486.56	322.50	319.81
销售费用	153.54	128.87	104.44
管理费用	2,575.89	2,944.58	2,079.86
财务费用	116.53	543.31	888.14
资产减值损失	-102.94	-19.09	156.54
投资收益（损失以“-”号填列）	-36.93	9.60	31.75
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-3,090.75	-2,219.33	-1,549.44
加：营业外收入	15,442.80	12,602.23	11,947.96
减：营业外支出	166.88	273.69	169.80
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	12,185.18	10,109.22	10,228.72
减：所得税费用	981.31	694.97	771.26
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	11,203.88	9,414.25	9,457.46

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
销售商品、提供劳务收到的现金	22,920.06	6,142.23	53,192.13
收到的税费返还	0.56	0.00	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	220,787.37	81,740.26	144,105.32
经营活动现金流入小计	243,707.99	87,882.49	197,297.45
购买商品、接受劳务支付的现金	81,456.75	46,653.33	81,684.07
支付给职工以及为职工支付的现金	6,461.62	4,759.41	5,886.84
支付的各项税费	1,627.91	1,639.16	397.25
支付的其他与经营活动有关的现金	197,870.01	192,591.16	160,039.55
经营活动现金流出小计	287,416.29	245,643.05	248,007.71
经营活动产生的现金流量净额	-43,708.30	-157,760.56	-50,710.27
收回投资收到的现金	0.00	0.00	212.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额	1.30	35.02	42.97
投资活动现金流入小计	1.30	35.02	255.65
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,248.03	1,491.72	4,747.04
投资支付的现金	0.00	15.00	0.00
投资活动现金流出小计	5,248.03	1,506.72	4,747.04
投资活动产生的现金流量净额	-5,246.73	-1,471.70	-4,491.39
吸收投资收到的现金	0.00	144,945.01	26,448.47
取得借款收到的现金	103,400.00	79,120.00	61,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	60.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	103,460.00	224,065.01	87,448.47
偿还债务支付的现金	12,155.39	61,654.55	29,522.55
支付其他与筹资活动有关的现金	6,582.03	0.00	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,407.00	5,640.30	686.98
筹资活动现金流出小计	22,144.41	67,294.85	30,209.52
筹资活动产生的现金流量净额	81,315.59	156,770.16	57,238.95
五、现金及现金等价物净增加额	32,360.55	-2,462.09	2,037.29
加：期初现金及现金等价物余额	16,320.92	18,783.01	16,745.72
六、期末现金及现金等价物余额	48,681.47	16,320.92	18,783.01

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	11,203.88	9,414.25	9,457.46
加：资产减值准备	-102.94	-19.09	156.54
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,575.67	1,730.14	1,727.62
无形资产摊销	234.78	3.68	3.68
长期待摊费用摊销	13.81	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	6.37	-28.50	-11.14
财务费用	474.17	568.51	903.90
投资损失	36.93	-9.60	-31.75
递延所得税资产减少	30.11	1.17	-32.89
存货的减少	-63,582.48	-60,933.92	-62,268.06
经营性应收项目的减少	30,439.37	-108,487.19	50,356.14
经营性应付项目的增加	-25,037.96	0.00	-50,971.76
经营活动产生的现金流量净额	-43,708.30	-157,760.56	-50,710.27
现金的期末余额	48,681.47	16,320.92	18,783.01
减：现金的期初余额	16,320.92	18,783.01	16,745.72
现金及现金等价物净增加额	32,360.55	-2,462.09	2,037.29

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	215,450.64	162,817.05	181,331.18
资产负债率	27.45%	21.39%	25.24%
流动比率	9.93	10.01	6.65
速动比率	3.38	3.61	2.13
负债与所有者权益比率	37.83%	27.21%	33.77%
综合毛利率	0.39%	4.19%	4.38%
EBITDA（万元）	15,483.62	12,425.28	12,863.92
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.13	1.12
有息债务/EBITDA	13.91	13.12	14.10

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的一级子公司

公司名称	业务性质	注册资本(万元)	持股比例
丽水市交通建设开发有限公司	交通建设	25,300.00	100.00%
丽水市公共交通有限公司	市内公交	1,500.00	100.00%
丽水市城乡公共交通有限公司	城乡公共交通	1,500.00	73.08%
丽水绿谷信息实业有限公司	信息产业投资咨询；企业管理；物业管理服务	16,350.00	67.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 截至2016年12月31日公司存货中土地资产情况（单位：万元、亩）

名称	产权证号	性质	用途	面积	账面金额	是否抵押
中区路与水东路交叉西南侧地块	丽水国用（2010）第 970 号	出让	城镇混合住宅用地	31,050.77	27,816.02	否
莲都区原毛巾厂西南侧地块	丽水国用（2010）第 971 号	出让	城镇混合住宅用地	21,504.44	28,381.82	否
莲都区中岸圩 1 号地块	丽国用（2012）第 3231 号	出让	商住用地	75,896.34	47,072.12	否
莲都区中岸圩 2 号地块	丽国用（2012）第 3232 号	出让	商住用地	44,862.80	27,824.63	否
农贸城北侧、粮食储备库东南侧	丽国用（2011）第 6405、6406 号	储备	商住用地	127,302.71	5,817.86	否
合计	-	-	-	300,617.06	136,912.45	-

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业总收入} - \text{营业总成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录八 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。