

2014 年温州市鹿城城市发展有限公司

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【1204】
号 02

债券简称：14 鹿城债

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

分析师

姓名：
吴玥 卢参参

电话：
021-51035670

邮箱：
wuy@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

2014 年温州市鹿城城市发展有限公司 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 10 月 13 日	2016 年 11 月 07 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 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。该等级的评定是考虑到温州市和鹿城区经济和财政实力持续增强，地方政府支持力度较大，公司可出让的土地、在建房产与市政工程项目规模较大，未来营业收入较有保障。但鹏元也关注到了温州市和鹿城区地方综合财力受政府性基金收入影响较大，公司基础设施项目和土地开发业务未来回款时间存在一定不确定性，资产流动性较弱，在建项目规模较大，面临较大的资金压力，有息债务规模大幅增加，存在一定的偿债压力，对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 温州市和鹿城区经济和财政实力持续增强。2016 年温州市和鹿城区分别实现地区生产总值 5,045.4 亿元、877.05 亿元，按可比价格，同比分别增长 8.4%、7.5%；实现公共财政收入 439.87 亿元、28.53 亿元，同比分别增长 9.13%、3.47%。
- 地方政府支持力度较大。2016 年鹿城区财政局给予公司 8.61 亿元财政拨款，增加其他资本公积 8.61 亿元；根据《国有建设用地划拨决定书》政府向公司无偿划拨面积为 11.48 万平方米的土地用于安置房和基础设施建设。
- 公司业务可持续性较好。截至 2016 年末，公司已竣工未确认收入的基础设施建设项目总投资 48,506.59 万元，主要在建基础设施项目总投资 1,656,006.30 万元，已

投资 330,958.97 万元，鹿城区财政局承诺按照成本加成 5%的管理费对公司建设的
基础设施项目进行集中回购；公司存货中土地开发成本 343,000.93 万元，公司通
常按照土地出让金额的 60%确认收入；公司完工在售的房地产项目剩余可销售面
积 19.55 万平方米，主要在建房地产项目总投资 1,457,568.00 万元，已投资
330,893.14 万元。公司业务持续性较好。

关注：

- **地方综合财力受政府性基金收入影响较大。**2016 年温州市全市、市本级政府性基金收入在地方综合财力中的占比分别为 40.60%、50.85%；鹿城区政府性基金收入在地方综合财力中的占比为 50.18%。政府性基金收入主要来自国有土地使用权出让收入，受宏观政策和土地市场行情影响较大，存在一定的不确定性。
- **公司基础设施项目和土地开发业务未来回款时间存在一定不确定性。**公司基础设施项目回购款项和土地开发业务收入具体到账时间受政府资金调度和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。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要为应收鹿城区财政局款项、土地开发成本、保障房开发成本、市政工程项目成本，其中应收鹿城区财政局款项回收时间受政府资金调度影响具有不确定性，土地开发成本、保障房开发成本、市政工程项目成本受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，变现能力较弱。
- **公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2016 年底，公司在建房产项目后续仍需投资 1,126,970.98 万元；公司主要在建基础设施建设项目尚需投入 1,325,670.90 万元，公司面临较大资金压力。
- **公司有息债务规模大幅增加，存在一定的偿债压力。**截至 2016 年末，公司有息负债规模为 45.17 亿元，占负债总额的 45.60%，较上年大幅增加 109.41%，有息债务/EBITDA 为 10.55，存在一定的偿债压力。
- **公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2016 年 12 月末，公司对外担保余额 21.43 亿元，占年末所有者权益的 29.19%，均未设置反担保措施，公司对外担保金额大，占所有者权益的比重高，公司存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,724,786.36	1,187,072.32	986,800.98

所有者权益（万元）	734,094.53	550,630.82	496,798.32
有息债务（万元）	451,728.23	215,717.32	286,994.87
资产负债率	57.44%	53.61%	49.66%
流动比率	3.88	3.33	2.65
营业收入（万元）	151,517.15	79,871.54	44,635.90
利润总额（万元）	42,269.37	23,931.04	11,608.18
综合毛利率	30.52%	33.04%	47.36%
EBITDA（万元）	42,822.51	23,970.27	17,939.43
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.67	1.34
经营活动现金流净额（万元）	-74,068.94	21,659.32	-7,185.55

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

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%。本期债券募集资金全部用于温州市汇昌河葡萄居住区建设项目，截至2017年8月末已使用募集资金9.50亿元，募集资金剩余2.50亿元。

二、发行主体概况

截至2017年7月末，公司注册资本与实收资本均为10,000万元，控股股东和实际控制人仍为温州市鹿城区财政局，均未发生变化。2016年公司合并范围新增11家子公司，截至2016年末，公司合并范围内共有19家子公司。

表1 2016年公司合并范围新增子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
温州市南郊城市投资有限公司	8,000.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城区大南城市投资有限公司	3,000.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市广华城市投资有限公司	7,000.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城轻工产业园区建设投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市丰门城市建设有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市蒲鞋市城市投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城区城市综合开发投资管理有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城区新鹿城市道路建设投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城区城改建设有限公司	1,000.00	市政建设	51.00	-	设立
温州市兴银建设投资有限公司	1,000.00	市政建设	51.00	-	设立
温州市鹿城区杭银城中村改造有限公司	1,000.00	市政建设	51.00	-	设立

资料来源：公司 2016 年审计报告

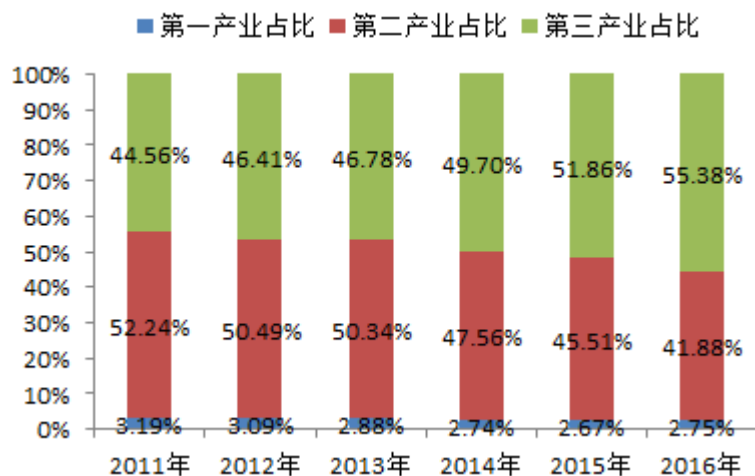
截至2016年12月31日，公司资产总额为1,724,786.36万元，所有者权益为734,094.53万元，资产负债率为57.44%；2016年，公司实现营业收入151,517.15万元，利润总额42,269.37万元，经营活动现金净流出74,068.94万元。

三、区域经济与财政实力

温州市经济持续增长，产业结构以第二、第三产业为主，房地产市场回暖

2016年，温州市全年完成地区生产总值5,045.4亿元，按可比价格计算，同比增长8.4%，增速较上年增加0.1个百分点，经济保持持续增长。其中，第一产业增加值138.8亿元，同比增长4.1%；第二产业增加值2,112.7亿元，同比增长6.3%，其中工业增加值1,760.5亿元，同比增长7.1%；第三产业增加值2,793.9亿元，同比增长10.4%。三产业结构比由上年的2.7：45.5：51.8调整至2016年的2.8：41.9：55.4，以批发和零售、房地产业和金融业为主的第三产业是温州市经济的主要动力。2016年，温州市实现人均GDP55,165元，较上年增加7.8%，与全国人均GDP的比为102.20%。

图1 2011-2016年温州市三产业占比情况



资料来源：温州市2011-2016年国民经济和社会发展统计公报

2016年，温州市实现工业增加值1,760.5亿元，比上年增长7.1%。规模以上工业企业4,865家，实现工业增加值1,149.8亿元，增长7.9%，其中轻、重工业增加值分别为441.1和708.7亿元，分别增长7.2%和8.4%。规模以上工业中，高新技术产业增加值451.4亿元，增长9.6%，占规模以上工业的比重为39.3%，对规模以上工业增长贡献率为47.0%；装备制造业增加值512亿元，增长9.4%，占规模以上工业的比重为44.5%；战略性新兴产业增加值104亿元，增长10.3%，占规模以上工业的比重为9.0%。信息经济核心产业制造业增加值131.9亿元，增长13.0%。电气、鞋业、服装、汽摩配、泵阀五大传统支柱产业增加值567亿元，增长7.8%，占全部规上工业增加值比重49.3%。全年工业产值超亿元企业达1,013家，比上年净增加50家。2016年温州市建筑业增加值352.9亿元，比上年增长2.8%。

2016年，温州市完成全社会固定资产投资3,905.7亿元，同比增长13.0%，增速较上年下降0.2个百分点，投资仍是带动经济增长的重要动力。工业投资中的工业技改投资、战略性新兴产业投资和装备制造投资分别为736.6亿元、279亿元和509亿元，增速分别为9.6%、11.3%和15.4%。重点投资领域中重大基础设施、重大产业项目、高新技术产业和生态环保投资的增速

分别为30.4%、38.4%、19.3%和74.2%，增速均较快。2016年温州市房地产市场景气度有所提高。

表2 2015-2016年温州市房地产市场情况

项目	2016 年		2015 年	
	数额	增长率	数额	增长率
房地产开发投资（亿元）	902	17.7%	766.29	-5.3%
房屋施工面积（万平方米）	4,723.7	1.6%	4,650.82	-0.5%
竣工面积（万平方米）	770.9	29.0%	597.72	10.7%
商品房销售面积（万平方米）	773.8	47.2%	525.57	25.1%

资料来源：2015-2016年温州市国民经济和社会发展统计公报

2016年，温州市社会消费品零售总额为3,006.9亿元，同比增长12.3%，增速较上年增加1.3个百分点，居民商品购买力与消费意愿增强。受全球经济低迷影响，温州市进出口总额1,192.8亿元，同比下降1.3%，连续第二年出现负增长。截至2016年末，温州市金融机构本外币各项存款余额10,625.00亿元，同比增长10.9%，增速较上年增加0.4个百分点；而年末金融机构本外币各项贷款余额8,072.00亿元，同比增长5.7%。

表3 温州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	5,045.40	8.4%	4,619.84	8.3%
第一产业增加值	138.80	4.1%	123.24	3.1%
第二产业增加值	2,112.70	6.3%	2,101.53	7.1%
第三产业增加值	2,793.90	10.4%	2,395.07	9.9%
规模以上工业增加值	1,149.80	7.9%	1,091.32	6.3%
固定资产投资	3,905.70	13.0%	3,456.39	13.2%
社会消费品零售总额	3,006.90	12.3%	2,674.38	11.0%
进出口总额	1,192.80	-1.3%	1,264.82	-6.3%
存款余额	10,625.00	10.9%	9,577.46	10.5%
贷款余额	8,072.00	5.7%	7,637.38	4.0%
人均 GDP（元）	55,165		50,809	
人均 GDP/全国人均 GDP	102.20%		102.95%	

资料来源：2015-2016 年温州市国民经济和社会发展统计公报

鹿城区经济平稳增长，第三产业对经济增长的拉动作用显著，经济发展水平较高

2016年，鹿城区实现地区生产总值877.05亿元，按可比价计算，同比增长7.5%。其中，第一产业增加值1.85亿元，同比增长4.3%；第二产业增加值244.10亿元，同比增长2.1%，其中工业增加值173.01亿元，同比增长6.7%；第三产业增加值631.10亿元，同比增长9.9%。三次产业结构比由上年的0.2：30.5：69.3调整为0.2：27.8：72.0，第三产业比重提高2.7个

百分点。第二、第三产业对全区经济的贡献率分别为8.5%和91.4%，依次拉动经济增长0.6和6.9个百分点。以批发和零售业、房地产业、金融业、住宿餐饮业为主的第三产业对经济增长的拉动作用更趋显著。2016年鹿城区人均GDP为116,578元，与全国人均GDP的比为215.97%。

2016年鹿城区实现工业总产值474.41亿元，同比增长6.9%，较上年下滑0.1个百分点。全区297家规模以上工业企业总产值317.28亿元，增长7.7%，增速比上年下滑1.2个百分点；工业增加值77.00亿元，增长6.6%，与上年持平。分行业看，全区规模以上工业22个行业大类中16个行业总产值正增长，主导行业中，制鞋业工业总产值169.04亿元，增长7.6%；装备制造业和化学原料及化学制品制造业工业总产值分别为86.34亿元和14.08亿元，分别增长10.6%和14.5%。规模以上工业中，战略新兴产业、高新技术产业和装备制造业工业增加值分别为2.49亿元、23.54亿元和16.85亿元，分别增长13.1%、10.2%和5.4%，分别占规模以上工业增加值总量的3.2%、30.6%和21.9%；新产品产值92.56亿元，增长3.8%，新产品产值率为29.2%。2016年，鹿城区建筑业实现增加值71.15亿元，同比下降7.9%。

2016年鹿城区实现固定资产投资372.73亿元，同比增长13.6%。从产业投向看，第一产业投资0.17亿元，下降92.9%；第二产业投资39.11亿元，下降34.4%，其中工业技改投资28.87亿元，下降35.1%；第三产业投资333.45亿元，增长25.3%。2016年鹿城区房地产市场景气度有所提高。

表4 2015-2016年鹿城区房地产市场情况

项目	2016 年		2015 年	
	数额	增长率	数额	增长率
房地产开发投资（亿元）	164.31	88.7%	509	-11.8%
房屋施工面积（万平方米）	548.56	3.5%	-	-
竣工面积（万平方米）	149.81	44.8%	-	-
商品房销售面积（万平方米）	85.81	101.2%	42.66	49.7%

资料来源：2015-2016年温州市鹿城区国民经济和社会发展统计公报

2016年，鹿城区社会消费品零售总额862.76亿元，同比增长9.6%，居民商品购买力与消费意愿增强。受进出口环境波动影响，2016年，鹿城区外贸进出口总额217.37亿元，下降2.0%。其中，出口总额199.30亿元，下降1.9%；进口总额18.07亿元，下降3.7%。截至2016年末鹿城区金融机构人民币各项存款余额3,947.34亿元，同比增长14.3%，较上年末增加4.2个百分点；金融机构人民币各项贷款余额2,675.09亿元，同比增长12.2%，较上年末提高6.6个百分点。存贷款余额增速分别较上年末增加4.2和6.6个百分点，整体来看鹿城区金融环境稳定。

表5 2015-2016年鹿城区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	877.05	7.50%	807.79	7.50%
第一产业增加值	1.85	4.30%	1.76	3.10%
第二产业增加值	244.10	2.10%	246.64	9.90%
第三产业增加值	631.10	9.90%	559.39	6.30%
规模以上工业增加值	77.00	6.60%	74.58	6.6%
全年固定资产投资	372.73	13.60%	328.17	7.00%
社会消费品零售总额	862.76	9.60%	787.52	10.10%
进出口总额	217.37	-2.00%	238.38	-2.70%
存款余额	3,947.34	14.30%	3,167.33	10.10%
贷款余额	2,675.09	12.20%	2,346.85	5.60%
人均 GDP（元）	116,578		108,416	
人均 GDP/全国人均 GDP	215.97%		219.68%	

资料来源：鹿城区 2015-2016 年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

2016年温州市公共财政收入持续增长，受土地市场回暖影响，政府性基金收入大幅增加

2016年，温州市全市实现地方综合财力1,165.93亿元，同比增长12.29%，增幅显著，主要系国有土地使用权出让收入增加所致。公共财政收入和政府性基金收入是温州市全市地方综合财力的主要来源，2016年在地方综合财力中的占比分别为37.73%和40.60%。

从温州市全市范围来看，2016年实现公共财政收入为439.87亿元，同比增长9.13%。其中税收收入371.38亿元，同比增长6.24%，在公共财政收入中的占比为84.43%，公共财政收入质量较好。税收收入主要来自增值税和营业税、企业所得税和契税等税种；非税收入68.50亿元，同比大幅增长28.01%，在公共财政收入中的占比为15.57%，主要来自专项收入、罚没收入和国有资源（资产）有偿使用等方面。上级补助方面，2016年温州市全市获得上级补助收入为236.95亿元，同比小幅增加2.62%，其中一般性转移支付收入140.62亿元，占上级补助收入比重由2015年的52.54%上升至59.35%，上级补助收入自由支配度有所提高。2016年温州市全市政府性基金收入为473.37亿元，同比增加21.97%，系土地出让收入大幅增加所致。根据Wind资讯数据，2016年温州市供应土地占地面积376.39万平方米，同比增加29.12%；成交土地占地面积305.59万平方米，同比增加41.23%。考虑到土地出让收入受房地产景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的规模存在一定的不确定性。

从温州市本级范围来看，2016年公共财政收入为100.08亿元，同比增加5.40%，增速有所提升，其中税收收入84.24亿元，基本保持稳定；非税收入15.84亿元，同比大幅增加44.72%。2016年温州市本级上级补助收入62.47亿元，同比大幅增加120.83%，其中返还性收入18.83亿元，

同比增长219.56%；一般性转移支付收入27.39亿元，同比增长122.86%；专项转移支付16.25亿元，同比增长60.80%，政府对温州市本级的支持力度有所加大。2016年温州市本级政府性基金收入为177.04亿元，同比增加20.31%，系土地出让收入大幅增加所致。

从财政支出情况来看，2016年温州市全市和本级公共财政支出分别为666.75亿元和86.71亿元，分别同比增长17.09%和0.04%，其中一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育等刚性支出分别为362.89亿元、47.60亿元，占公共财政支出比重分别为54.43%和54.90%。

2016年温州市全市和本级公共财政收入与公共财政支出的比率分别为65.97%和115.43%，全市财政自给率有所减弱。但总体来看，温州市全市及本级财政自给能力仍较强。2016年末温州市区地方政府债务余额434.7亿元，其中，一般债务85.13亿元、专项债务349.57亿元。

表6 温州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	1,165.93	348.15	1,038.32	279.09
（一）公共财政收入	439.87	100.08	403.07	94.96
其中：税收收入	371.37	84.24	349.56	84.01
非税收入	68.50	15.84	53.51	10.94
（二）上级补助收入	236.95	62.47	230.90	28.29
其中：返还性收入	32.67	18.83	35.60	5.89
一般性转移支付收入	140.67	27.39	121.31	12.29
专项转移支付	63.66	16.25	35.60	10.11
（三）政府基金收入	473.37	177.04	388.10	147.16
其中：国有土地使用权出让收入	395.39	158.63	328.11	130.41
（四）预算外财政专户收入	15.74	8.56	16.25	8.70
财政支出	-	-	-	-
（一）公共财政支出	666.75	86.71	569.43	86.67
（二）政府基金支出	484.81	126.83	367.81	100.74
（三）预算外财政专户支出	-	-	-	-
财政自给率	65.97%	115.42%	70.79%	109.56%

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；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出+预算外财政专户支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；“-”为没有获得数据。
资料来源：鹏元经济财政数据库

鹿城区上级补助收入和政府性基金收入大幅增加使得地方综合财力增强，财政自给能力强

鹿城区地方综合财力由公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入构成，2016年鹿城区实现地方综合财力109.44亿元，较上年大幅增加103.87%，主要系政府性基金收入大

幅增加所致。

随着鹿城区经济的发展，鹿城区公共财政收入稳步增长，2016年实现公共财政收入28.53亿元，较上年增加3.44%。其中，实现税收收入23.99亿元，占公共财政收入的84.09%，主要来自营业税、增值税和土地增值税等税种，公共财政收入质量较好；实现非税收入4.54亿元，由专项收入、罚没收入和少量国有资源（资产）有偿使用收入构成。2016年鹿城区获得上级补助收入25.99亿元，较上年大幅增加86.84%，其中一般性转移支付收入、专项转移支付和税收返还收入占比分别为69.57%、17.16%和13.24%。2016年由于村二三产业返还¹及国有土地使用权出让收入大幅增加使得鹿城区获得54.91亿元的政府性基金收入，较上年大幅增加350.45%，在地方综合财力中的占比为50.17%，成为鹿城区地方综合财力最主要的来源。土地出让收入易受房地产市场变化和政策调控等影响，未来鹿城区土地出让收入仍可能存在一定的波动性。

从财政支出情况来看，2016年鹿城区公共财政支出38.25亿元，同比增加15.25%，其中一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育等刚性支出为18.11亿元，占公共财政支出的比重为47.35%。2016年鹿城区财政自给率为74.60%，尽管较上年减少8.50个百分点，财政自给能力仍较强。2016年末温州市鹿城区地方政府债务余额429,136万元，债务率为47.90%。

表7 2015-2016年鹿城区财政收支基本情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2015 年
地方综合财力	109.44	53.68
（一）公共财政收入	28.53	27.58
其中：税收收入	23.99	24.42
非税收入	4.54	3.15
（二）上级补助收入	25.99	13.91
其中：一般性转移支付收入	18.08	9.48
专项转移支付	4.46	4.43
税收返还收入	3.44	-
（三）政府性基金收入	54.91	12.19
其中：国有土地使用权出让收入	15.21	12.19
财政支出	95.40	46.35
（一）公共财政支出	38.25	33.19
（二）政府性基金支出	57.15	13.16
财政自给率	74.60%	83.10%

注：1、财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

¹ “二三产业返还”是指当第二三产业得到迅速发展的时候，第一产业已经相对落后，成为第二三产业继续向前发展的障碍。所以二三产业就必须反哺第一产业，才能使整个经济结构平衡发展。

2、财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；
 3、财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；
 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。2016年公司出让的土地多为住宅和商业用地（2015年出让的主要为工业用地），地理位置良好，成交土地的面积和价格均较上年有所提高，使得公司土地开发项目收入较上年增加48.86%、毛利率较上年增加42.65个百分点；2016年由于公司交付的安置房项目较多使得房地产开发项目收入较上年大幅增加273.45%。2015年公司仅交付了部分安置房项目，这部分安置房项目按照比例确认的成本相对较低，2016年公司安置房项目确认成本时将后期的各种费用均纳入其中使得成本相对较高，综合使得2016年公司房地产开发项目毛利率较上年减少67.17个百分点。

表8 2015-2016年公司主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发项目	97,209.05	81.65%	65,304.00	39.00%
房地产开发项目	54,302.10	-61.02%	14,540.47	6.15%
合计	151,511.15	30.52%	79,844.47	33.01%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司基础设施项目暂未产生收入，对公司资金形成一定占用，同时在建基础设施项目尚需投入较多资金，未来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。

根据温州市鹿城区人民政府《关于同意对温州市鹿城城市发展有限公司及下属子公司基础设施项目进行集中回购的批复》（温鹿政发〔2016〕13号），鹿城区政府同意对公司及下属子公司承建的基础设施项目，自2016年1月1日起办理移交手续的，由鹿城区财政局根据资产移交清单按成本价加成5%的管理费在当年年底进行集中回购。

截至2016年12月31日，公司基础设施建设项目尚未产生收入及现金流，公司已竣工未确认收入的基础设施项目总投资合计48,506.59万元，对公司资金形成了一定占用。

表9 截至2016年底公司已竣工未确认收入的主要基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	竣工时间
------	-----	------

汇昌河水上公园 D2 段	3,368.29	2015 年
鞋都三期立交桥	9,297.00	2014 年
铁路沿线经七路	3,591.00	2014 年
沿河北路戴宅南路	3,165.00	2014 年
鞋都三期垃圾转运站	755	2014 年
铁路沿线纬二路和河道整治	2,960.00	2014 年
鞋都小学	6,004.00	2014 年
8#地块葡萄棚河道整治及景观绿化工程	323.46	2013 年
西山南路道路工程	1,448.30	2012 年
汇昌河小学	2,057.45	2012 年
汇昌河水上公园 B 段	3,106.47	2012 年
汇昌河水上公园 D1 段	1,689.56	2011 年
葡萄路一期道路	3,167.25	2008 年
眺舟桥路一期道路工程	5,148.68	2008 年
前黄路道路工程	2,425.13	2008 年
总计	48,506.59	-

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司主要在建基础设施建设项目总投资为1,656,006.30万元，已投资金额330,958.97万元，尚需投入1,325,670.90万元，公司面临较大资金压力。

表10 截至2016年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	项目已投资	尚需投资	是否回购
七都大桥	95,315	65,886.71	29,428.29	是
七都堤塘	65,000	41,952.69	23,047.31	是
标准堤塘保滩护岸工程	517	128.37	388.63	是
标准堤塘附属绿化工程	5,000	525.39	4,474.61	是
特色轻工产业园区一期市政道路工程	233,173	37,557.54	180,355.47	是
特色轻工产业园区一期市政桥梁工程		13,316.44		是
特色轻工产业园区一期市政绿化工程		1,244.19		是
特色轻工产业园区一期其他市政配套工程		699.36		是
鞋都产业园区三期	118,000	29,625.96	88,374.04	是
牛山北路拓宽工程	28,053	24,081.40	3,971.60	是
戍浦江河道整治工程	160,000	17,859.91	142,140.09	是
纬一路	20,138.20	14,025.07	6,113.13	是
经四路	20,997	12,379.51	8,617.49	是
纬二路	38,108	9,572.45	28,535.55	是
总部经济园一期（A、B）地块	53,794	7,352.55	46,441.45	是
经三路	12,659	6,100.57	6,558.43	是
七都千亩征地综合开发	32,286	5,843.34	26,442.66	是

德政东路	13,179	5,327.18	7,851.82	是
广化南路（鹿城段）市政道路工程	48,667	4,446.92	44,220.08	是
车站大道（江滨路-温州大道）	14,280	3,262.58	11,017.42	是
江滨路	100,000	3,016.70	96,983.30	是
汇昌河一、二期	290,204	2,873.91	287,330.09	是
蛟凤北路	6,079	2,389.93	3,689.07	是
鞋都产业园区二期	69,362	2,383.59	66,978.41	是
戍浦江综合治理工程拆迁安置房（二期）项目	8,400	2,343.09	6,056.91	是
垃圾转运站	4,078	1,978.27	2,099.73	是
区府东路（江滨路-市府路）	8,475	1,735.07	6,739.93	是
永川路	2,000	1,496.74	503.26	是
区新城大道（府东路-汤家桥路）	6,637	1,368.31	5,268.69	是
东龙路北段与划龙桥西路	2,000	1,313.86	686.14	是
区惠民路（瓯江路-金温铁路）	12,321	1,202.58	11,118.42	是
鞋都产业园区一期	50,638	1,175.17	49,462.83	是
西站东路	5,991	1,157.80	4,833.20	是
园区路道路工程	42,812	867.06	41,944.94	是
戍浦江大坝（江堤外移）工程	5,131	602.3	4,528.70	是
南塘西片区东屿地段（东屿路、东屿中路、东屿西路、东屿北路）	2,381	528.5	1,852.50	是
原鞋都园区基础配套	31,787.10	519.84	31,267.26	是
新纺织路	2,648	511.93	2,136.07	是
制革基地 B5、B9 一期及仰新路	1,650	464.29	1,185.71	是
甲里路	5,573	306.3	5,266.70	是
西进城口及郑桥广场	2,843	232.14	2,610.86	是
马坑路一期	23,016	225.24	22,790.76	是
眺舟桥路	4,018	179.57	3,838.43	是
葡萄路	6,473	143.81	6,329.19	是
江滨路（环城东路-车站大道）	2,323	131.27	2,191.73	是
其他	-	623.57	-	是
合计	1,656,006.30	330,958.97	1,325,670.90	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

综合来看，公司基础设施项目均为政府回购模式，但何时回购、回购款项具体到账时间受政府资金调度安排具有不确定性，在建基础设施项目尚需投资规模较大使公司面临较大资金压力。

公司土地开发规模扩大，毛利率上升；目前公司可出让土地规模较大，可为未来收入提供一定保障

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，由政府进行招拍挂出让。根据政府计划通过国土资源局公开招拍挂出让，政府将招拍挂出让所得收入按一定比例返还给公司，公司以政府实际交付土地给受让方的时间节点确认土地出让收入、成本。公司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。

根据《温州市人民政府关于印发市区土地出让收入分配暂行办法的通知》（温改发【2014】148号）规定，公司按照土地出让金额的60%确认收入。2016年公司出让了5宗土地，其中“轻工产业园区E街坊E-9地块”、“七都控规04-C-19地块”和“温州市汇昌河水上公园地区城市设计A-06a地块”公司按照土地出让金的60%确认收入，“七都控规03-C-04地块”和“温州汇昌河水上公园地区城市设计A-10地块”为征收的农民住宅用地，政府出让后先将部分土地出让金返还给农民，剩余部分公司再和政府分成，2016年合计确认收入97,209.05万元。

表11 2016年公司土地出让收入构成情况（单位：万元）

项目	出让金额	性质	确认收入
七都控规 04-C-19 地块国有建设用地使用权	127,400.00	住宅、批发零售用地	76,440.00
七都控规 03-C-04 地块国有建设用地使用权	36,600.00	住宅	5,519.67
温州汇昌河水上公园地区城市设计 A-10 地块国有建设用地使用权	20,261.00	住宅	4,895.78
温州市汇昌河水上公园地区城市设计 A-06a 地块国有建设用地使用权	12,058.00	商务金融用地	7,234.80
轻工产业园区 E 街坊 E-9 地块国有建设用地使用权	5,198.00	工业	3,118.80
合计	201,517.00	-	97,209.05

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2016年末，公司土地开发成本账面价值为343,000.93万元，可为未来收入提供一定保障；受鹿城区土地市场活跃程度和政府规划影响，公司未来土地开发项目收入和毛利率可能存在波动。

2016年公司在售、在建房产项目规模较大，业务持续性较好，但资金缺口较大，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。

2016年公司实现房地产销售收入54,302.10万元，主要为双潮新社区、南岸新家园、七都千亩征地安置房等项目的销售收入。截至2016年末，公司完工在售的房产项目为双潮新社区、南岸新家园、七都千亩征地安置房等5个项目，可售面积为32.81万平方米，已售面积为13.26万平方米，单价范围为3,800元/平方米-6,000元/平方米。

表12 截至2016年底公司完工在售的房产项目情况（单位：万平方米，元/平方米）

项目	可售面积	已售面积	单价范围
双潮新社区项目	11.69	1.40	3,800-5,000
南岸新家园项目	9.92	4.92	3,800-5,500
七都千亩征地安置房	6.36	4.67	3,800-5,000
安置房吴桥路 A2 项目	2.47	1.03	3,800-6,000
农房改造德政集聚点工程	2.37	1.24	3,800-6,000
合计	32.81	13.26	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2016年底，公司在建房产项目计划总投资额为1,457,568.00万元，已投资额为330,893.14万元，后续仍需投资1,126,970.98万元，资金缺口较大，公司面临较大的资金压力。

表13 截至2016年底公司主要在建房产项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	尚需投资
汇昌河葡萄居住区	377,100	129,785.02	247,314.98
横渎河西地块安置房	87,434	63,844.54	23,589.46
中央涂 A-2 安置房	106,734	29,412.80	77,321.20
鞋都安置房工程	34,464	27,896.58	6,567.42
横山安置房项目	35,424	16,332.17	19,091.83
永川路安置房	107,659	23,949.02	83,709.98
庄头	136,908	6,215.13	130,692.87
C 地块办公房	6,932	5,934.75	997.25
进城口 2 号安置房	31,947	5,787.75	26,159.25
18、19 号地块安置房	72,994	4,810.31	68,183.69
人才公寓	6,472	4,030.76	2,441.24
丰收村 B-1 地块安置房项目	15,368	2,806.96	12,561.04

驿头安置房项目	3,444	2,309.35	1,134.65
吴滨巷	54,133	1,972.34	52,160.66
九山一号地块	39,912	1,077.70	38,834.30
广华南路	48,668	724.08	47,943.92
矮凳桥周转房	10,000	670.29	9,329.71
里垟保障性安居工程	80,273	603.57	79,669.43
上成轻工园安置房项目	8,726	580.43	8,145.57
瑞都锦园安置房	8,521	566.06	7,954.94
永楠地块-安置房	22,421	561.11	21,859.89
东屿村地段	75,723	448.73	75,275.27
仰义街道农居房二期	86,311	278.57	86,032.43
其他项目	-	295.12	-
合计	1,457,568.00	330,893.14	1,126,970.98

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司是鹿城区主要基础设施建设主体，得到鹿城区政府较大的支持

公司是鹿城区主要基础设施建设主体，为支持公司项目建设，鹿城区人民政府继续给予公司较大支持。在财政拨款方面，根据温州市鹿城区财政局《关于同意对温州市鹿城城市发展有限公司财政资本性投入资金的批复》，2016年鹿城区财政局向公司注入86,139.16万元的财政资本性拨款，增强了公司的资本实力。

资产划拨方面，根据《国有建设用地划拨决定书》，截至2016年末政府共计向公司无偿划拨土地面积为240.29万平方米，其中2016年政府划拨土地面积为11.48万平方米，无账面价值。

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中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告及中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告。公司的财务报表按照新会计准则进行编制，2016年公司合并范围新增11家子公司。

资产结构与质量

2016年公司资产规模快速增长，存货在公司总资产中占比较大，应收款项占用公司营

运资金，资产流动性较弱。

受益于公司在建工程项目投入增加及融资规模快速增长，2016年末公司资产规模较上年增加45.30%至1,724,786.36万元。从资产结构来看，公司资产几乎全为流动资产，截至2016年末，流动资产占比达99.18%。

公司货币资金主要由银行存款、7天定期理财产品、保证金和少量库存现金构成，2016年由于公司筹资增加使得公司货币资金较上年增加121.47%。公司应收账款全部为应收温州市鹿城区财政局的土地出让金，2016年应收账款余额较上年增加35.60%至202,491.83万元，其中账龄在1年以内的占比29.12%，1-2年的占比28.54%，账龄在2年以上的占比42.34%，账龄偏长，且未计提坏账准备。公司预付账款主要为预付给温州市鹿城区保障房建设办公室、温州通润建设有限公司、浙江实强建设有限公司和温州市鹿城开发建设有限公司等公司的工程款，截至2016年末余额20,150.48万元，其中账龄在1年以内的占比26.54%，账龄1-2年占比57.96%，账龄超过2年的占比15.50%。公司其他应收款主要为同温州市鹿城区进城口改建工程指挥部、温州市鹿城区藤桥镇人民政府、温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司和温州市鹿城区保障房建设办公室等政府部门或国企的往来款，按性质分成对非关联公司的款项（占比26.83%）、关联方往来款（占比70.59%）和少量代收代付款项（占比1.91%）、保证金及押金（占比0.67%），其中账龄在1年以内的占比45.98%，账龄在1-2年内的占比8.52%，账龄超过2年的占比45.50%。截至2016年末，公司应收款项（应收账款+其他应收款）账面价值合计292,293.88万元，占公司总资产的16.95%，占用公司营运资金。公司应收款项账龄偏长，其中应收鹿城区财政局款项回收时间受政府资金调度影响具有不确定性。

2016年由于公司建设项目增加使得存货账面价值较上年增加30.99%至1,034,330.00万元，占公司总资产的59.97%。公司存货中的市政工程项目为受托承建的道路、桥梁等基础设施项目，根据温州市鹿城区人民政府《关于同意对温州市鹿城城市发展有限公司及下属子公司承建的基础设施项目进行集中回购的批复》（温鹿政发【2016】13号），同意对公司承建的已完工尚未移交的基础设施项目由财政局根据资产移交清单进行集中回购，截至2016年末尚未回购的市政工程项目成本合计352,203.52万元，在公司存货中占比为34.05%；土地开发成本为公司在整理的汇昌河葡萄居住区、七都地块和横渎河西地块建设工程项目等几十个地块，面积合计2,402,850.50平方米，账面价值343,000.93万元，在公司存货中的占比为33.16%；房地产开发成本为公司在开发的汇昌河葡萄居住区、横渎河西地块安置房和南岸新家园项目账面价值339,125.55万元。公司土地资产均为无偿取得，截至2016年末，面积合计240.29万平方米，其中被抵押部分面积合计3.65万平方米，占土地总面积的1.52%。土地开发成本、保障房开发成本、市政工程项目成本受鹿城区土地市场活跃程度、政府规

划、当地财政资金预算安排等因素影响，变现能力较弱。

表14 截至2016年12月31日公司存货中抵押情况（单位：平方米）

抵押权单位	期限	抵押资产	抵押资产面积
交通银行鹿城支行	2014/12/3 至 2017/12/31	鹿城区南汇街道横渎河西 A-37a-1 地块土地使用权	24,242.00
交通银行信河支行	2015/9/17 至 2017/9/30	鹿城区南郊街道农房改造德政集聚点工程及土地使用权	12,208.00
合计			36,450.00

资料来源：公司2016年审计报告

2016年公司新增对温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）、温州市七都大桥北汉桥建设有限公司的长期股权投资，账面余额14,008.03万元，占公司总资产的0.81%。

整体上看，2016年公司资产规模快速增长，存货在公司总资产中占比较大，应收款项占用公司营运资金，资产流动性较弱。

表15 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	362,189.35	21.00%	163,536.55	13.78%
应收账款	202,491.83	11.74%	149,325.89	12.58%
预付款项	20,150.48	1.17%	25,952.94	2.19%
其他应收款	89,802.05	5.21%	58,596.54	4.94%
存货	1,034,330.00	59.97%	789,610.69	66.52%
流动资产合计	1,710,718.90	99.18%	1,187,022.61	99.996%
长期股权投资	14,008.03	0.81%	-	-
非流动资产合计	14,067.46	0.82%	49.71	0.004%
资产总计	1,724,786.36	100.00%	1,187,072.32	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年公司营业收入较上年大幅增加，利润水平有所提升

2016年由于公司土地开发和房地产开发项目收入增加使得公司营业收入较上年大幅增加89.70%至151,517.15万元。截至2016年末，公司已竣工未确认收入主要基础设施建设项目总投资和主要在建基础设施建设项目已投资合计379,465.56万元，土地开发成本343,000.93万元，完工待售安置房剩余可售面积19.55万平方米，主要在建房产项目已投资330,893.14万元，公司未来营业收入较有保障。2016年公司确认收入的房产项目较多，成本确认时包含各种费用，使得公司房地产开发项目毛利率较上年大幅减少，综合毛利率较上年减少2.52

个百分点。营业利润是公司利润总额最主要的来源，2016年受营业收入规模大幅提升影响较上年增加76.64%至42,273.58万元，利润水平有所提升。

表16 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	151,517.15	79,871.54
营业利润	42,273.58	23,932.31
利润总额	42,269.37	23,931.04
净利润	22,765.80	17,762.94
综合毛利率	30.52%	33.04%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现为净流出，在建项目尚需投入规模较大，未来存在较大资金压力

2016年公司现金回笼情况弱化，收现比大幅下降至0.75。同时，随着各项业务的推进，基础设施、土地整理和保障房等项目的投入持续增加，使得公司当年经营活动现金流净额由净流入21,659.32万元转为净流出74,068.94万元。

从投资活动方面来看，2016年由于公司支付联营企业温州市七都大桥北汉桥建设有限公司1,500.00 万元的股权款和温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）12,500 万元的股权款使得公司投资活动产生现金净流出14,035.59万元。

从筹资活动方面来看，2016年主要由于公司新增159,908.00万元银行长短期借款同时长期应付款增加应付温州宁建金科投资管理有限公司20,000.00 万元和温州中恒投资发展有限公司85,044 万元的款项使得公司筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流出转变为净流入280,247.06万元。

截至2016年末，公司在建房产项目计划总投资额1,486,072.00万元，后续仍需投资1,133,807.50万元；公司主要在建基础设施建设项目总投资为1,656,006.30万元，尚需投入1,325,670.90万元，整体看，公司面临较大资金压力。

表17 2015-2016年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.75	2.16
销售商品、提供劳务收到的现金	113,477.01	172,814.11
收到的其他与经营活动有关的现金	149,001.68	58,951.13
经营活动现金流入小计	262,478.69	231,765.24

购买商品、接受劳务支付的现金	293,074.23	178,631.82
支付的其他与经营活动有关的现金	31,768.25	29,192.98
经营活动现金流出小计	336,547.64	210,105.92
经营活动产生的现金流量净额	-74,068.94	21,659.32
投资活动产生的现金流量净额	-14,035.59	-31.48
筹资活动产生的现金流量净额	280,247.06	-28,665.76
现金及现金等价物净增加额	192,142.53	-7,037.91

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

公司有息债务规模较大且增长较快，面临一定的偿债压力

2016年主要由于公司收到86,139.16万元的财政资本性拨款，同时新增温州市鹿城区城改建设有限公司、温州市兴银建设投资有限公司和温州市鹿城区杭银城中村改造有限公司3家重要非全资子公司使得公司所有者权益较上年大幅增加33.32%；主要由于公司新增较大规模的长期借款及对温州宁建金科投资管理有限公司、温州中恒投资发展有限公司的长期应付款使得公司负债规模较上年增加55.66%。综合使得2016年公司产权比率较上年增加19.37个百分点。

表18 2015-2016年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
负债总额	990,691.83	636,441.50
所有者权益	734,094.53	550,630.82
产权比率	134.95%	115.58%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年公司负债规模较上年增加55.66%至990,691.83万元，同时主要由于公司新增较大规模的长期借款和长期应付款使得公司负债结构由上年的以流动负债为主转变为以非流动负债为主。截至2016年末，公司非流动负债规模合计549,950.85万元，占公司总负债的55.51%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款等构成。2016年公司为应对业务量的增加，筹得的短期借款规模较上年增加65.29%至18,740.93万元。公司应付账款主要为应付温州海嘉建设有限公司、中纬工程建设有限公司、中铁十局集团有限公司等公司的工程款，截至2016年末账面余额57,518.73万元，较上年大幅增加175.81%，主要系存货在建项目增加导致的应付工程款增加所致。公司预收款项主要系预收的拆迁安置户差价款。公司其他应付款主要为对温州市鹿城区土地储备中心、温州市鹿城区城市建设投资有限公司和温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司等单位的保证金、往来资金、

工程监督资金及少量代扣代缴款，截至2016年末较上年增加14.94%至150,929.47万元。2016年公司长期借款规模较上年大幅增加200.28%至228,652.40万元。公司应付债券为本期债券的账面余额。2016年公司长期应付款余额较上年大幅增加329.12%至153,194.50万元，主要是新增中国农业发展银行经由温州中恒投资发展有限公司发放给公司的借款、应付给温州宁建金科投资管理有限公司的款项。公司专项应付款为中央拨付工程建设专项资金款，主要为牛山片区改造工程中央专项建设资金和少量横滨河西A-37a-1地块建设工程中央建设专项资金。公司其他非流动负债为应返还安置房款，截至2016年末账面余额21,955.06万元。

表19 2015-2016年公司主要负债构成情况（单位：万元）

负 债	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	18,740.93	1.89%	11,338.19	1.78%
应付账款	57,518.73	5.81%	20,854.59	3.28%
预收款项	166,642.02	16.82%	151,516.22	23.81%
其他应付款	150,929.47	15.23%	131,315.71	20.63%
流动负债合计	440,740.98	44.49%	356,124.02	55.96%
长期借款	228,652.40	23.08%	76,147.14	11.96%
应付债券	119,290.90	12.04%	119,657.29	18.80%
长期应付款	153,194.50	15.46%	35,700.00	5.61%
专项应付款	26,857.98	2.71%	26,857.98	4.22%
其他非流动负债	21,955.06	2.22%	21,955.06	3.45%
非流动负债合计	549,950.85	55.51%	280,317.48	44.04%
负债合计	990,691.83	100.00%	636,441.50	100.00%
有息债务	451,728.23	45.60%	215,717.32	33.89%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和部分长期应付款构成，截至2016年末规模合计451,728.23万元，较上年大幅增加109.41%，在公司总负债中的占比为45.60%，其中短期和长期有息债务占比分别为4.15%、95.85%，公司有息债务规模持续增加，面临一定的偿债压力。

2016年公司资产负债率较上年增加3.83个百分点至57.44%，公司负债经营程度有所提高。2016年公司流动比率、速动比率分别较上年增加0.55、0.41至3.88、1.53，但考虑到公司应收款项回款速度较慢且存货变现能力一般，公司实际短期偿债能力弱于账面表现。2016年公司EBITDA较上年增加78.65%至42,822.51万元，但EBITDA利息保障倍数较上年减少1.08至0.59，EBITDA对利息的保障程度有所降低。整体来看，公司有息债务规模较大且增长较快，面临一定的偿债压力。

表20 2015-2016年公司偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	57.44%	53.61%
流动比率	3.88	3.33
速动比率	1.53	1.12
EBITDA（万元）	42,822.51	23,970.27
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.67
有息债务/EBITDA	10.55	9.00

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 12 月末，公司对外担保余额合计 214,300.00 万元，占公司当年所有者权益中的 29.19%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表21 截至2016年12月末公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保金额	期末担保余额	担保起始日	担保到期日	是否具有反担保
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	10,000.00	6,500.00	2014/6/27	2017/6/27	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	25,000.00	25,000.00	2015/5/7	2017/5/7	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	70,000.00	70,000.00	2015/2/17	2020/2/17	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	3,000.00	3,000.00	2015/9/28	2025/9/28	否
温州市鹿城区七都综合建设开发有限责任公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	8,000.00	7,000.00	2015/9/28	2025/9/28	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	8,000.00	8,000.00	2015/9/28	2025/9/28	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	24,000.00	24,000.00	2016/5/4	2018/5/4	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	11,000.00	11,000.00	2016/12/21	2018/12/21	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	3,000.00	3,000.00	2015/12/11	2017/12/11	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区水利建设投资有限公司	2,000.00	2,000.00	2015/9/22	2017/9/22	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州市鹿城区交通投资有限公司	50,000.00	50,000.00	2016/5/16	2017/5/15	否
温州市鹿城城市发展有限公司	温州鞋革职业中等专业学校	4,800.00	4,800.00	2013/11/1	2018/11/1	否
合计		218,800.00	214,300.00	-	-	-

资料来源：公司 2016 年审计报告

七、评级结论

2016年，温州市和鹿城区经济、公共财政收入持续增长。地方政府持续给予公司财政拨款，同时向公司无偿划拨土地用于安置房和基础设施建设。截至2016年末，公司已竣工未确认收入的基础设施建设项目总投资48,506.59万元，主要在建基础设施项目总投资1,656,006.30万元，已投资330,958.97万元，鹿城区财政局承诺按照成本加成5%的管理费对公司建设的基础设施项目进行集中回购；公司存货中土地开发成本343,000.93万元，公司通常按照土地出让金额的60%确认收入；公司完工在售的房地产项目剩余面积19.55万平方米，主要在建房产项目总投资1,457,568.00万元，已投资330,893.14万元。公司未来收入较有保障。同时鹏元也关注到温州市和鹿城区地方综合财力受政府性基金收入影响较大。公司基础设施项目回购款和土地开发业务收入具体到账时间受政府资金调度和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。公司资产主要为应收鹿城区财政所款项、土地开发成本、保障房开发成本、市政工程项目成本，其中应收鹿城区财政局款项回款时间受政府资金调度影响具有不确定性，土地开发成本、保障房开发成本、市政工程项目成本受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，变现能力较弱，公司资产流动性较弱。公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。公司对外担保金额大，均未设置反担保措施，占所有者权益的比重高，存在一定的或有负债风险。

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	362,189.35	163,536.55	170,574.47
应收账款	202,491.83	149,325.89	4,100.38
预付款项	20,150.48	25,952.94	16,707.04
其他应收款	89,802.05	58,596.54	144,647.23
存货	1,034,330.00	789,610.69	331,941.90
其他流动资产	1,755.19	0.00	1.31
流动资产合计	1,710,718.90	1,187,022.61	667,972.32
长期股权投资	14,008.03	0.00	0.00
固定资产	58.01	49.71	129,418.20
在建工程	0.00	0.00	189,410.47
无形资产	1.42	0.00	0.00
非流动资产合计	14,067.46	49.71	318,828.66
资产总计	1,724,786.36	1,187,072.32	986,800.98
短期借款	18,740.93	11,338.19	8,000.00
应付账款	57,518.73	20,854.59	11,798.71
预收款项	166,642.02	151,516.22	18,890.86
应付职工薪酬	63.96	88.97	212.03
应交税费	45,036.99	31,145.94	24,895.43
应付利息	1,808.89	1,289.71	1,396.19
其他应付款	150,929.47	131,315.71	123,859.51
一年内到期的非流动负债	0.00	8,574.70	63,336.00
流动负债合计	440,740.98	356,124.02	252,388.73
长期借款	228,652.40	76,147.14	96,830.70
应付债券	119,290.90	119,657.29	118,828.17
长期应付款	153,194.50	35,700.00	0.00
专项应付款	26,857.98	26,857.98	0.00
其他非流动负债	21,955.06	21,955.06	21,955.06
非流动负债合计	549,950.85	280,317.48	237,613.93
负债合计	990,691.83	636,441.50	490,002.66
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积金	476,028.06	389,888.90	374,599.91
盈余公积金	25.75	23.73	24.49
未分配利润	166,685.70	142,911.39	111,433.61

归属于母公司所有者权益合计	652,739.51	542,824.01	496,058.02
少数股东权益	81,355.02	7,806.81	740.3
所有者权益合计	734,094.53	550,630.82	496,798.32
负债和所有者权益总计	1,724,786.36	1,187,072.32	986,800.98

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

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	151,517.15	79,871.54	44,635.90
其中：营业收入	151,517.15	79,871.54	44,635.90
二、营业总成本	109,232.36	55,939.23	33,028.09
减：营业成本	105,273.76	53,484.93	23,495.11
营业税金及附加	2,593.72	828.81	2,476.45
管理费用	1,143.26	1,724.53	6,575.50
财务费用	221.61	-99.03	481.03
投资收益	-11.22	0.00	0.00
三、营业利润	42,273.58	23,932.31	11,607.81
加：营业外收入	0.00	0.00	0.50
减：营业外支出	4.21	1.27	0.12
四、利润总额	42,269.37	23,931.04	11,608.18
减：所得税	19,503.58	6,168.10	3,185.26
五、净利润	22,765.80	17,762.94	8,422.92

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 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	113,477.01	172,814.11	45,003.43
收到其他与经营活动有关的现金	149,001.68	58,951.13	92,457.50
经营活动现金流入小计	262,478.69	231,765.24	137,460.93
购买商品、接受劳务支付的现金	293,074.23	178,631.82	140,375.50
支付给职工以及为职工支付的现金	1,637.10	1,407.89	1,820.84
支付的各项税费	10,068.05	873.23	38.91
支付其他与经营活动有关的现金	31,768.25	29,192.98	2,411.23
经营活动现金流出小计	336,547.64	210,105.92	144,646.48
经营活动产生的现金流量净额	-74,068.94	21,659.32	-7,185.55
二、投资活动产生的现金流量：			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	35.59	31.48	35,003.80
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	14,000.00		
投资活动现金流出小计	14,035.59	31.48	35,003.80
投资活动产生的现金流量净额	-14,035.59	-31.48	-35,003.80
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	190,020.97	113,792.90	159,394.87
收到其他与筹资活动有关的现金	149,866.00	22,129.59	62,886.94
筹资活动现金流入小计	339,886.97	135,922.48	222,281.81
偿还债务支付的现金	38,687.67	150,199.56	39,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14,452.24	14,388.68	1,348.69
支付其他与筹资活动有关的现金	6,500.00	0.00	340.34
筹资活动现金流出小计	59,639.92	164,588.25	40,989.02
筹资活动产生的现金流量净额	280,247.06	-28,665.76	181,292.79
五、现金及现金等价物净增加额	192,142.53	-7,037.91	139,103.43
期初现金及现金等价物余额	163,536.55	170,574.47	31,471.03
六、期末现金及现金等价物余额	355,679.08	163,536.55	170,574.47

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

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	22,765.80	17,762.94	8,422.92
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	22.97	39.23	4,977.48
长期待摊费用摊销	0.18	0.00	5.08
财务费用	0.00	14,495.16	1,689.02
投资损失	11.22	0.00	0.00
存货的减少	-244,719.31	-124,956.86	-102,562.45
经营性应收项目的减少	-27,752.62	-36,656.13	-41,853.74
经营性应付项目的增加	175,602.84	150,974.98	122,136.14
经营活动产生的现金流量净额	-74,068.94	21,659.32	-7,185.55
现金的期末余额	355,679.08	163,536.55	170,574.47
减：现金的期初余额	163,536.55	170,574.47	31,471.03
现金及现金等价物净增加额	192,142.53	-7,037.91	139,103.43

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
综合毛利率	30.52%	33.04%	47.36%
产权比率	134.95%	115.58%	98.63%
资产负债率	57.44%	53.61%	49.66%
流动比率	3.88	3.33	2.65
速动比率	1.53	1.12	1.33
EBITDA（万元）	42,822.51	23,970.27	17,939.43
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.67	1.34
有息债务/EBITDA	10.55	9.00	16.00
有息债务（万元）	451,728.23	215,717.32	286,994.87

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日纳入合并范围的子公司(单位:万元)

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
温州市南汇城市投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州鞋都投资开发有限公司	3,000.00	市政建设	100.00	-	划转
温州鹿城区七都综合建设开发有限责任公司	1,000.00	市政建设	100.00	-	划转
温州市鹿城区藤桥镇新农村建设投资有限公司	10,780.00	市政建设	92.76	-	划转
温州市鹿城区塘河改造与建设开发有限责任公司	500.00	市政建设	100.00	-	划转
温州市鹿城区双屿城中村改造建设有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市五马城市投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市松台城市投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市南郊城市投资有限公司	8,000.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城区大南城市投资有限公司	3,000.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市广华城市投资有限公司	7,000.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城轻工产业园区建设投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市丰门城市建设有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市蒲鞋市城市投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城区城市综合开发投资管理有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城区新鹿城市道路建设投资有限公司	500.00	市政建设	100.00	-	设立
温州市鹿城区城改建设有限公司	1,000.00	市政建设	51.00	-	设立
温州市兴银建设投资有限公司	1,000.00	市政建设	51.00	-	设立
温州市鹿城区杭银城中村改造有限公司	1,000.00	市政建设	51.00	-	设立

资料来源:公司2016年审计报告,鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+部分长期应付款

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。