

2015 年丽水市城市建设发展有限公司

公司债券 2018 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【2018】跟踪第
【843】号 01

债券简称：15 丽水债

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：
韩晨皓 陈鹏

电话：
021-51035670

邮箱：
hanchh@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 2018 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	2018 年 06 月 22 日	2017 年 06 月 06 日

评级观点：

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 8 月 13 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性尚可，继续获得较大的外部支持；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流持续净流出，面临一定资金压力，有息债务规模持续攀升，面临一定的偿债压力以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年丽水市实现地区生产总值 1,298.20 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.8%，实现公共财政收入 112.91 亿元，同比增长 9.02%，区域经济和财政保持稳定增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性尚可。截至 2017 年末，公司主要在建项目预计总投资 19.19 亿元，已投资 14.12 亿元，待结转收入的代建项目开发成本合计 38.15 亿元，公司业务持续性尚可。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。公司主要从事丽水市基础设施建设和公共交通营运业务，2017 年公司收到营运资金专项补贴合计 15,389.00 万元。此外，当地政府还向公司子公司拨付公交专项补贴款及购车补贴，合计 7,734.75 亿元，公司获得的外部支持力度仍较大。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2017 年末公司应收账款、其他应收款和存货合计占资产总额的 83.61%，应收款项回收期限存在一定不确定性，存货资产主要为基础设施项目开发成本和土地资产，难以短期集中变现，公司资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流持续净流出，面临一定资金压力。**2017 年公司经营活动现金净流出 5.21 亿元，流出规模较上年有所增加，此外，公司在建项目较多，截至 2017 年末，公司主要在建项目尚需投资 5.07 亿元，公司面临一定资金压力。
- **有息债务规模持续攀升，公司面临一定偿债压力。**截至 2017 年末，公司资产负债率为 30.27%，负债中有息债务规模为 28.37 亿元，同比增长 31.70%，占负债总额的 74.04%，有息债务规模增长较快，公司面临一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保合计 13.47 亿元，占年末净资产比重为 16.26%，被担保单位主要系政府下属企业或事业单位，但考虑到对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,188,091.09	1,164,516.21	1,060,025.61
所有者权益（万元）	828,418.80	844,903.69	833,314.29
有息债务（万元）	283,739.29	215,450.64	162,817.05
资产负债率	30.27%	27.45%	21.39%
流动比率	11.28	9.93	10.01
营业收入（万元）	51,616.01	44,516.26	40,360.41
营业外收入（万元）	15,391.33	15,442.80	12,602.23
利润总额（万元）	12,994.24	12,185.18	10,109.22
综合毛利率	2.14%	0.39%	4.19%
EBITDA（万元）	17,564.86	15,483.62	12,425.28
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.27	1.13
经营活动现金流净额（万元）	-52,052.49	-43,708.30	-157,760.56

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

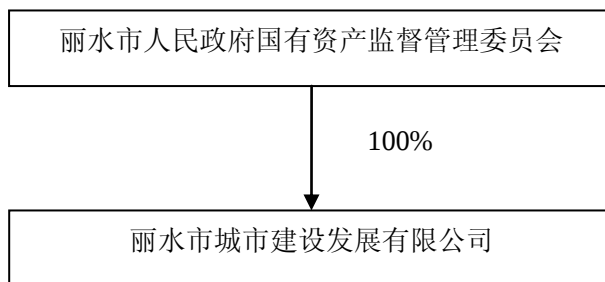
一、本期债券募集资金使用情况

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2017年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均为发生变化，截至2018年5月底，公司注册资本和实收资本均为20,000万元，控股股东和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，2017年，公司合并范围未发生变化。

图1 截至2018年5月底公司股权结构



资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为118.81亿元，所有者权益为82.84亿元，资产负债率为30.27%；2017年度，公司实现营业收入5.16亿元，利润总额1.30亿元，经营活动现金净流出5.21亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势；积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有

所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预

金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”)，严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50 号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62 号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]101 号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债

月	项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	运输部	券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

丽水市经济实力不断增强，经济增长主要依靠固定资产投资拉动

2017年丽水市经济实力不断增强，全年实现地区生产总值1,298.20亿元，同比增长6.8%，其中，第一产业增加值99.45亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值为556.96亿元，同比增长6.3%；第三产业增加值为641.79亿元，同比增长7.7%，三次产业结构由上年的8.0:44.7:47.3调整为7.7:42.9:49.4，第三产业比重提高2.2个百分点，第三产业比重持续提高。2017年丽水市人均GDP为5.97万元，同比增长5.6%，与同期全国人均GDP水平相当。

2017丽水市完成固定资产投资903.84亿元，同比增长11.5%，分产业来看，第一产业、第二产业和第三产业分别完成固定资产投资19.53亿元、213.38亿元和670.93亿元，分别同比增长1.5%、7.3%和13.2%，固定资产投资是推动经济增长的重要力量。2017年全市社会消费品零售总额635.96亿元，同比增长11.3%，是经济增长的重要支撑。

表2 2016-2017年丽水市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,298.20	6.8%	1,200.22	7.1%
第一产业增加值	99.45	3.7%	95.63	2.9%
第二产业增加值	556.96	6.3%	536.29	6.2%
第三产业增加值	641.79	7.7%	568.30	8.7%
固定资产投资	903.84	11.5%	841.65	12.0%
社会消费品零售总额	635.96	11.3%	571.64	11.0%

进出口总额	222.84	-1.4%	225.46	7.1%
存款余额	2,309.08	7.4%	2,151.05	9.6%
贷款余额	1,734.07	11.5%	1,555.26	3.4%
人均 GDP（元）	59,674		55,772	
人均 GDP/全国人均 GDP	100.02%		101.00%	

资料来源：2016-2017年丽水市国民经济和社会发展统计公报

受政府性基金大幅增加的影响，丽水市地方综合财力大幅增加，全市公共财政收入稳步增长，公共财政收入质量较好，但全市财政自给能力较差

2017年丽水市全市实现地方综合财力488.70亿元，同比增长26.90%，主要系政府性基金大幅增加。从地方综合财力结构来看，公共财政收入、上级补助收入、政府性基金收入占比分别为23.10%、43.68%和33.22%，上级补助收入是地方综合财力最主要的来源。2017年丽水市全市实现公共财政收入112.91亿元，同比增长9.02%，其中税收收入88.99亿元，占公共财政收入的78.81%，公共财政收入质量较好。2017年丽水市全市上级补助收入为213.44亿元，同比增长10.32%，其中一般性转移支付收入150.68亿元，占上级补助收入的70.60%，是上级补助收入最主要的来源，丽水市全市地方综合财力对上级补助收入的依赖度较高。2017年丽水市全市实现政府性基金收入162.35亿元，同比增长84.36%，占地方综合财力的比重为33.22%。

财政支出方面，2017年丽水市全市财政支出为519.94亿元，其中公共财政支出378.64亿元，同比增长10.82%，政府性基金支出141.30亿元，同比增长40.18%。2017年丽水市全市财政自给率为29.82%，公共财政收入对公共财政支出的保障程度较差。

从市本级的口径来看，2017年丽水市本级实现公共财政收入29.91亿元，同比增长17.25%，其中税收收入23.07亿元，占公共财政收入的77.13%，公共财政收入质量较好。2017年丽水市本级实现政府性基金收入59.46亿元，同比增长53.52%，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，未来能否保持稳定仍存在一定不确定性。财政支出方面，2017年丽水市本级财政支出为92.09亿元，同比增长5.28%，其中公共财政支出45.12亿元，同比增长3.49%，政府性基金支出46.97亿元，同比增长7.07%。2017年丽水市本级财政自给率为66.29%，较上年提高7.78个百分点，公共财政收入对公共财政支出的保障程度有所提高。

表3 2016-2017年丽水市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	488.70	-	385.11	85.05

(一) 公共财政收入	112.91	29.91	103.57	25.51
其中：税收收入	88.99	23.07	84.06	21.98
非税收入	23.91	6.84	19.51	3.53
(二) 上级补助收入	213.44	-	193.48	20.81
其中：返还性收入	9.01	-	7.53	2.24
一般性转移支付收入	150.68	-	127.61	7.91
专项转移支付收入	53.75	-	58.34	10.65
(三) 政府性基金收入	162.35	59.46	88.06	38.73
财政支出	519.94	92.09	442.47	87.47
(一) 公共财政支出	378.64	45.12	341.67	43.60
(二) 政府性基金支出	141.30	46.97	100.80	43.87
财政自给率	29.82%	66.29%	30.31%	58.51%

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；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，2017 年本级数据来自《关于丽水市 2017 年全市和市本级预算执行情况及 2018 年全市和市本级预算草案的报告》

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，2017年公司实现营业收入5.16亿元，同比增长15.95%，其中城市基础设施建设收入4.62亿元，同比增长19.00%，占营业收入的89.54%，是公司营业收入最主要的来源；公交营运收入3,822.91亿元，同比下降11.60%。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为2.14%，较上年提高1.75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较上年相对稳定，公交营运业务持续亏损，2017年公交营运毛利率为-156.31%，较上年下降20.29个百分点。

表4 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
城市基础设施建设	46,217.54	13.04%	38,839.09	13.04%
公交营运	3,822.91	-156.31%	4,324.53	-136.02%
广告制作	687.50	91.62%	609.77	92.17%
其他业务	888.06	47.55%	742.87	57.86%
合计	51,616.01	2.14%	44,516.26	0.39%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司代建收入有所增长，业务持续性尚可，同时也面临一定资金压力

公司根据丽水市政府规划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，公司项目建设收益为项目建设总成本的15%。

2017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城西路北段、东港路道路及管网二期工程、联城路、污水输送主干工程等项目，合计结转成本4.02亿元，确认收入4.62亿元，业务毛利率维持13.04%不变。

截至2017年末，公司主要在建基础设施项目包括丽阳路西段、滨水公园、教工路（丽阳街-学院路）、垃圾填埋场等，计划总投资19.19亿元，已投资14.12亿元，未来尚需投资5.07亿元，待结转收入的代建项目开发成本合计38.15亿元，公司业务持续性尚可，同时也面临一定资金压力。

表5 截至 2017 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	总投资	已投资
丽阳路西段	3.02	2.21
滨水公园	2.85	2.67
垃圾填埋场	2.14	2.14
花园路南段地下停车场及配套工程	2.31	2.10
教工路（丽阳街-学院路）	2.26	1.02
大众街	1.50	1.25
东港路二期(长林路-东环路)	1.40	0.1
东港路道路及管网二期工程	1.25	1.23
紫金路中段	1.25	0.69
花街路（伟四路-莲花路）	1.21	0.71
合计	19.19	14.12

资料来源：公司提供

公司公交营运业务盈利能力不佳，广告制作及房屋租赁等业务毛利率较高，但业务规模较小

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（以下简称“公交公司”）和丽水市城乡公共交通有限公司（以下简称“城乡公交公司”）负责运营，2017年公司实现公交营运业务收入3,822.91万元，较上年减少11.60%，业务毛利率为-156.31%，较上年下降20.29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。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，2017年公交公司收到政府拨付的公交专项补贴款2,384.82万元和购车补贴2,592.15万元，城乡公交公司收到政府拨付公交专项补贴款289.78万元和购车补贴2,468.00万元公司，合计7,734.75万元，其中公交专项补贴款直接用于冲减公交业务营业成本，购车补贴款按车辆使用寿命五年平均摊销计入当期损

益。

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，2017年实现业务收入687.50万元，业务毛利率91.62%，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，2017年合计实现业务收入888.06万元，同比增长19.54%，毛利率为47.55%，较上年下降10.31个百分点。

综合来看，公司公交营运盈利能力不佳，广告制作及房屋租赁等业务毛利率较高，但业务规模较小。

公司获得的外部支持力度仍较大

公司作为丽水市重要的城市基础设施建设主体，获得的外部支持力度较大。根据丽国资委【2017】130号文和丽国资委【2017】131号文，当地政府分别向公司及其子公司丽水市交通建设开发有限公司拨付营运资金专项补贴13,000.00万元和2,379.00万元，合计15,389.00万元；此外，根据丽国资委【2017】132号文和丽国资委【2017】133号文，当地政府还向公交公司拨付公交专项补贴款2,384.82万元和购车补贴2,592.15万元，向城乡公交公司拨付公交专项补贴款289.78万元和购车补贴2,468.00万元，合计7,734.75万元，一定程度提高了公司盈利水平。

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2016年至2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2017年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模小幅增长，但主要由应收款项、工程施工成本及土地资产构成，整体资产流动性较弱

2017年，公司资产规模小幅增长，截至2017年末，公司资产总额为118.81亿元，同比增长2.02%。公司资产以应收款项、存货等流动资产为主，2017年末流动资产账面价值合计105.35亿元，占年末总资产的88.68%。

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2017年末，公司货币资金账面余额4.27亿元，不存在使用受限情况；应收账款账面价值合计14.47亿元，同比增长14.67%，主要为应收工程结算款，其中应收丽水市财政局14.45亿元，占应收账款总额的98.89%；其他应收款账面价值为17.36亿元，前五大应收对象为丽水市水利发展有限公司、丽水市林业建设发展有限公司、丽水市广通公路经营有限责任公司、丽水市财政局、国网浙江丽水市莲都区供电有限公司，合计占比为94.30%，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。截至2017年末存货账面价值合计67.51亿元，主要为公司代建的城市基础设施项目开发成本和土地资产，难以短期集中变现。截至2017年末，公司计入存货的土地资产合计27.95万平方米，账面价值合计10.85亿元，均未对外抵押。

表6 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	42,724.19	3.60%	48,681.47	4.18%
应收账款	144,743.08	12.18%	126,220.88	10.84%
其他应收款	173,633.16	14.61%	176,041.72	15.12%
存货	675,130.95	56.82%	690,732.90	59.32%
流动资产合计	1,053,545.37	88.68%	1,046,570.28	89.87%
可供出售金融资产	41,063.93	3.46%	40,515.93	3.48%
在建工程	53,636.08	4.51%	40,799.59	3.50%
无形资产	13,810.96	1.16%	14,202.46	1.22%
非流动资产合计	134,545.72	11.32%	117,945.93	10.13%
资产合计	1,188,091.09	100.00%	1,164,516.21	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 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。截至2017年末，公司可供出售金融资产账面价值4.11亿元，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、浙江龙丽龙高速公路有限公司、浙江丽水安邦护卫有限公司等公司的股权投资；在建工程账面价值5.36亿，系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等；无形资产账面价值1.38亿元，主要是公司自有的土地使用权。

综合来看，2017年公司资产规模小幅增长，但主要由应收款项、工程施工成本及土地资产构成，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增长，但盈利能力仍较差，公司利润对政府补贴依赖度仍较高

2017年公司实现营业收入5.16亿元，同比增长15.95%，其中城市基础设施建设收入4.62亿元，同比增长19.00%，占营业收入的89.54%，是公司营业收入最主要的来源；公交营运收入3,822.91万元，同比下降11.60%。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为2.14%，较上年提高1.75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较上年相对稳定，公交营运业务持续亏损，2017年公交营运毛利率为-156.31%，较上年下降20.29个百分点，公司主营业务盈利能力仍较差，2017年公司实现营业利润-0.21亿元。

公司作为丽水市重要的基础设施建设主体，获得政府较大的支持，2017年公司实现营业外收入15,391.33万元，其中政府补助15,389.00万元，占利润总额的118.43%，公司利润对政府补贴依赖度较高，值得关注的是政府补助规模受地方财力影响较大，存在一定的不确定性。

表7 2016-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	51,616.01	44,516.26
营业利润	-2,067.68	-3,090.75
营业外收入	15,391.33	15,442.80
利润总额	12,994.24	12,185.18
综合毛利率	2.14%	0.39%

资料来源：公司 2016-2017 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，存在一定资金支出压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于城市基础设施建设业务收入，2017年公司收现比为0.67，较上年提高0.16，业务回款情况有所改善。2017年公司收到其他与经营活动有关的现金17.47亿元，主要为收到的其他单位的往来款。经营活动现金流出方面，2017年公司购买商品、接受劳务支付的现金为4.10亿元，主要为城市基础设施建设工程成本支出，支付其他与经营活动有关的现金21.10亿元，主要为支付给其他单位的往来款。2017年公司经营活动现金净流出5.21亿元，流出规模较上年有所增加。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金净流出0.56亿元，主要是购建固定资产支出。筹资活动方面，2017年公司通过银行借款取得的现金7.15亿元，收到其他和筹资活动有关的现金3.11亿元，扣除偿还债务、利息支出的现金，全年筹资活动现金净流入5.17亿元，有效弥补了经营活动和投资活动的现金缺口。截至2017年末，公司主要在建项目尚需投资

5.07亿元，公司面临一定的资金压力

综合来看，公司经营活动现金流持续净流出，且在建项目尚需投入一定资金，公司面临一定资金压力。

表8 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.67	0.51
销售商品、提供劳务收到的现金	34,556.74	22,920.06
收到的其他与经营活动有关的现金	174,650.95	220,787.37
经营活动现金流入小计	209,207.69	243,707.99
购买商品、接受劳务支付的现金	40,967.42	81,456.75
支付的其他与经营活动有关的现金	210,976.72	197,870.01
经营活动现金流出小计	261,260.18	287,416.29
经营活动产生的现金流量净额	-52,052.49	-43,708.30
投资活动产生的现金流量净额	-5,637.78	-5,246.73
筹资活动产生的现金流量净额	51,732.99	81,315.59
现金及现金等价物净增加额	-5,957.29	32,360.55

资料来源：公司 2016-2017 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，有息债务偿债压力加大

随着公司基础设施建设业务的逐步推进，公司对项目建设的资金需求不断增加，负债规模持续上升，2017年末公司负债总额为35.97亿元，同比增长12.53%，主要系长期借款、应付债券的增加，所有者权益为82.84亿元，较上年小幅下降，主要系政府收回公司土地资产，减少资本公积2.84亿元所致。截至2017年末，公司负债与所有者权益比率为43.42%，较上年提高5.59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9 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	359,672.29	319,612.52
所有者权益	828,418.80	844,903.69
产权比率	43.42%	37.83%

资料来源：2016-2017 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，2017年末应付账款账面余额为0.43亿元，主要为应付的购车款，从账龄上看，1年以内的应付账款为0.34亿元，占比79.75%；其他应付款账面余额为5.08亿元，同比下降20.27%，主要为应

付丽水市交通运输局、丽水市旅游投资发展有限公司、丽水市中天交通投资有限公司、丽水市安居房建设有限公司、丽水市水利发展有限公司等单位往来款。一年内到期的非流动负债账面余额为2.66亿元，系即将到期的长期借款和应付债券。

表10 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	4,297.40	1.19%	26,295.32	8.23%
其他应付款	50,751.16	14.11%	63,655.63	19.92%
一年内到期的非流动负债	26,590.00	7.39%	5,600.00	1.75%
流动负债合计	93,370.75	25.96%	105,364.28	32.97%
长期借款	179,469.09	49.90%	149,809.09	46.87%
应付债券	77,680.20	21.60%	59,641.55	18.66%
非流动负债合计	266,301.54	74.04%	214,248.24	67.03%
负债合计	359,672.29	100.00%	319,612.52	100.00%
有息债务	283,739.29	78.89%	215,450.64	67.41%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

非流动负债是公司主要的负债构成，2017年末非流动负债账面余额为26.63亿元，同比增长24.30%，占负债总额的74.04%，较上年增加7.01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2017年末，长期借款账面余额17.95亿元，较上年增加19.80%，主要包括保证借款16.40亿元、质押借款3.00亿元；应付债券系本期债券及“2017丽水城建PPN”，账面余额为7.77亿元。

随着公司外部融资力度的加大，公司有息负债规模持续攀升，截至2017年末，公司有息债务合计28.37亿元，同比增长31.70%。从有息债务结构来看，公司短期、长期有息债务余额分别为2.66亿元和25.71亿元，分别占有息债务的9.37%和90.63%，有息债务主要为长期融资，短期偿债压力有限，但中长期偿债压力较大。

随着负债规模的增长，公司负债水平有所提高，截至2017年末，公司资产负债率为30.27%，较上年提高2.82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，2017年公司流动比率和速动比率分别为11.28和4.05，但需注意流动资产中存货占比较多，且速动资产中应收款项回款时间具有一定不确定性，因此流动资产和速动资产对流动负债的实际保障能力较弱。受益于公司综合毛利率的提升，2017年公司实现EBITDA1.76亿元，同比增长13.44%，同期公司EBITDA对利息的保障程度有所提升，但仍处于较低水平，公司盈利水平对利息的保障程度较弱。

表11 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	30.27%	27.45%

流动比率	11.28	9.93
速动比率	4.05	3.38
EBITDA（万元）	17,564.86	15,483.62
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.27
有息债务/EBITDA	16.15	13.91

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保合计13.47亿元，同比下降16.70%，占年末净资产比重为16.26%，对外担保规模较大，被担保单位主要系政府下属企业或事业单位，但考虑到对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表12 截至 2017 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	-	-	-	134,700.00

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

七、评级结论

2017年丽水市实现地区生产总值1,298.20亿元，按可比价格计算，同比增长6.8%，实现公共财政收入112.91亿元，同比增长9.02%，公司外部环境仍较好；公司业务持续性尚可；公司获得的外部支持力度仍较大。同时我们也注意到，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，资产流动性较弱；公司经营活动现金流持续净流出，面临一定的资金压力；有息债务规模持续攀升，公司面临一定的偿债压力；公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，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2018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	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	42,724.19	48,681.47	16,320.92
应收账款	144,743.08	126,220.88	134,419.06
预付款项	13,928.78	2,644.06	4,339.24
其他应收款	173,633.16	176,041.72	196,587.72
存货	675,130.95	690,732.90	627,150.41
其他流动资产	3,385.21	2,249.25	1,599.88
流动资产合计	1,053,545.37	1,046,570.28	980,417.24
可供出售金融资产	41,063.93	40,515.93	40,515.93
长期股权投资	561.04	551.24	588.18
投资性房地产	8,999.35	9,185.27	9,371.19
固定资产	16,418.51	12,616.95	9,936.48
在建工程	53,636.08	40,799.59	4,710.03
无形资产	13,810.96	14,202.46	14,437.24
长期待摊费用（递延资产）	41.44	55.25	0.00
递延所得税资产	14.41	19.22	49.33
非流动资产合计	134,545.72	117,945.93	79,608.37
资产总计	1,188,091.09	1,164,516.21	1,060,025.61
短期借款	-	400.00	400.00
应付账款	4,297.40	26,295.32	2,553.73
预收款项	1,367.71	1,110.33	1,364.07
应付职工薪酬	633.94	614.40	460.67
应交税费	7,950.86	6,387.30	5,164.87
应付利息	1,779.67	1,301.31	1,429.57
其他应付款	50,751.16	63,655.63	52,850.07
一年内到期的非流动负债	26,590.00	5,600.00	33,700.00
流动负债合计	93,370.75	105,364.28	97,922.99
长期借款	179,469.09	149,809.09	68,963.64
应付债券	77,680.20	59,641.55	59,753.41
专项应付款	1,244.77	115.00	71.28
递延收益	7,907.49	4,682.60	0.00
非流动负债合计	266,301.54	214,248.24	128,788.33
负债合计	359,672.29	319,612.52	226,711.32
实收资本（股本）	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	716,434.15	744,750.96	744,005.14
盈余公积	9,044.08	7,402.25	6,137.36
未分配利润	83,775.90	72,761.41	62,460.78
归属于母公司所有者权益合计	829,254.13	844,914.62	832,603.28
少数股东权益	-835.33	-10.93	711.01
所有者权益合计	828,418.80	844,903.69	833,314.29
负债和所有者权益总计	1,188,091.09	1,164,516.21	1,060,025.61

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	51,616.01	44,516.26	40,360.41
其中：营业收入	51,616.01	44,516.26	40,360.41
二、营业总成本	55,522.65	47,570.07	42,589.33
其中：营业成本	50,511.13	44,340.50	38,669.15
营业税金及附加	1,297.48	486.56	322.50
销售费用	151.25	153.54	128.87
管理费用	3,126.43	2,575.89	2,944.58
财务费用	434.43	116.53	543.31
资产减值损失	1.92	-102.94	-19.09
投资收益（损失以“-”号填列）	9.79	-36.93	9.60
资产处置收益	-6.09	-	-
其他收益	1,835.26	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-2,067.68	-3,090.75	-2,219.33
加：营业外收入	15,391.33	15,442.80	12,602.23
减：营业外支出	329.42	166.88	273.69
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	12,994.24	12,185.18	10,109.22
减：所得税费用	1,162.32	981.31	694.97
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	11,831.92	11,203.88	9,414.25

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	34,556.74	22,920.06	6,142.23
收到的税费返还	-	0.56	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	174,650.95	220,787.37	81,740.26
经营活动现金流入小计	209,207.69	243,707.99	87,882.49
购买商品、接受劳务支付的现金	40,967.42	81,456.75	46,653.33
支付给职工以及为职工支付的现金	8,016.85	6,461.62	4,759.41
支付的各项税费	1,299.18	1,627.91	1,639.16
支付的其他与经营活动有关的现金	210,976.72	197,870.01	192,591.16
经营活动现金流出小计	261,260.18	287,416.29	245,643.05
经营活动产生的现金流量净额	-52,052.49	-43,708.30	-157,760.56
收回投资收到的现金	-	0.00	0.00
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	2.00	1.30	35.02
投资活动现金流入小计	2.00	1.30	35.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,141.78	5,248.03	1,491.72
投资支付的现金	498.00	0.00	15.00
投资活动现金流出小计	5,639.78	5,248.03	1,506.72
投资活动产生的现金流量净额	-5,637.78	-5,246.73	-1,471.70
吸收投资收到的现金	-	0.00	144,945.01
取得借款收到的现金	71,500.00	103,400.00	79,120.00
收到其他与筹资活动有关的现金	31,091.87	60.00	0.00
筹资活动现金流入小计	102,591.87	103,460.00	224,065.01
偿还债务支付的现金	36,250.00	12,155.39	61,654.55
支付其他与筹资活动有关的现金	-	6,582.03	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14,608.88	3,407.00	5,640.30
筹资活动现金流出小计	50,858.88	22,144.41	67,294.85
筹资活动产生的现金流量净额	51,732.99	81,315.59	156,770.16
五、现金及现金等价物净增加额	-5,957.29	32,360.55	-2,462.09
加：期初现金及现金等价物余额	48,681.47	16,320.92	18,783.01
六、期末现金及现金等价物余额	42,724.19	48,681.47	16,320.92

资料来源：公司 2015-2017 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	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	11,831.92	11,203.88	9,414.25
加：资产减值准备	1.92	-102.94	-19.09
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,201.53	2,575.67	1,730.14
无形资产摊销	401.76	234.78	3.68
长期待摊费用摊销	13.81	13.81	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	6.09	6.37	-28.50
财务费用	953.52	474.17	568.51
投资损失	-9.79	36.93	-9.60
递延所得税资产减少	4.81	30.11	1.17
存货的减少	26,048.78	-63,582.48	-60,933.92
经营性应收项目的减少	-78,573.18	30,439.37	-108,487.19
经营性应付项目的增加	-15,933.66	-25,037.96	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-52,052.49	-43,708.30	-157,760.56
现金的期末余额	42,724.19	48,681.47	16,320.92
减：现金的期初余额	48,681.47	16,320.92	18,783.01
现金及现金等价物净增加额	-5,957.29	32,360.55	-2,462.09

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	283,739.29	215,450.64	162,817.05
资产负债率	30.27%	27.45%	21.39%
流动比率	11.28	9.93	10.01
速动比率	4.05	3.38	3.61
负债与所有者权益比率	43.42%	37.83%	27.21%
综合毛利率	2.14%	0.39%	4.19%
EBITDA（万元）	17,564.86	15,483.62	12,425.28
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.27	1.13
有息债务/EBITDA	16.15	13.91	13.12

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年末公司合并范围（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
丽水市城乡公共交通有限公司	1,500.00	67.00%	城乡公共交通
丽水市公共交通有限公司	1,500.00	100.00%	市内公共汽车运输
丽水市交通建设开发有限公司	25,300.00	100.00%	交通建设、投资、开发、管理等
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
丽水绿谷信息实业有限公司	16,350.00	100.00%	信息产业投资、咨询；企业管理；物业管理等

资料来源：公司2017年审计报告

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+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

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。