

2016 年平阳县国资发展有限公司

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人員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員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
【540】号 01

债券简称:

16 平阳债

债券剩余规模:

15 亿元

债券到期日期:

2023 年 1 月 8 日

债券偿还方式: 单利按
年计息, 自本期债券存
续期的第 3 年至第 7 年
末分别偿还本金总额的
20%

分析师

姓名:

张伟亚 刘师宇

电话:

021-51035670

邮箱:

liushy@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

2016 年平阳县国资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 26 日	2017 年 05 月 31 日

评级观点:

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“平阳国资”或“公司”) 及其 2016 年 1 月 8 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, 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发展的外部环境较好; 供水业务收入保持稳定, 具有较好的持续性; 安置房预收账款大幅增加, 可为未来收入提供保障; 公司受外部支持力度较大。同时鹏元也关注到公司主营业务收入及毛利率大幅下滑; 公司整体资产流动性一般; 经营活动资金缺口进一步扩大, 在建项目较多, 仍面临较大资金压力; 公司有息债务大幅攀升, 且面临较大的债务集中偿还压力; 面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 公司发展的外部环境较好。2017 年, 平阳县实现地区生产总值 410.00 亿元, 按可比价格计算, 较上年增长 9.20%; 2017 年, 平阳县实现公共财政收入 29.8 亿元, 较上年增长 7.19%。外部环境为公司发展提供了较好的基础。
- 供水业务覆盖范围扩大, 收入保持稳定, 具有较好的持续性。2017 年公司供水范围进一步扩大, 实现水费收入 11,940.57 万元, 近年来供水收入规模较稳定, 且具有一定的区域垄断性, 持续性较好。
- 公司在建基础设施规模和可转让土地面积较大, 且 2017 年安置房预收账款大幅增加, 可为未来收入提供保障。2017 年底, 公司代建工程总投资 817,501.70 万元,

已投资 426,104.56 万元；截至 2017 年末，公司主要在建安置房项目预收房款金额达 112,175.7 万元，较 2016 年末大幅增加 68,202.6 万元。预收款项未来将随着安置房建设的完工逐步结转为收入。2017 年底公司滨海新区围垦规划面积 12,500 亩，两年内可出让土地面积约 1,800 亩，可为公司未来收入提供保障。

- **公司受外部支持力度较大。**考虑到政策因素使得公司在土地开发、基础设施等业务上支出较多，政府加大了公司补助力度，2017 年获得政府补助 26,143.85 万元，较上年增加 35.19%。同时平阳县政府将凉头水电站、戈场桥水电站等资产以及 7.90 亿货币资金无偿注入，公司，截至 2017 年末，公司资本公积增至 678,701.85 万元，同比增加 6.93%。

关注：

- **主营业务收入及毛利率大幅下滑。**受到土地转让规划影响，2017 年公司安置房业务和公司土地开发业务分别实现收入 8,264.16 万元和 5,800.00 万元，均同比大幅减少，且毛利率亦大幅下降。受此影响，2017 年公司实现营业收入 46,392.27 万元，同比下降 23.67%，综合毛利率也大幅下降为 11.12%。
- **公司整体资产流动性一般。**截至 2017 年末，公司存货和其他应收款合计占资产总额的比重为 76.07%。公司存货以土地资产和工程项目为主，其他应收款规模较大且回款期限不确定，相关资产质量易受当地土地出让市场和政府财政状况影响。
- **经营活动资金缺口进一步扩大，在建项目较多，仍面临较大资金压力。**2017 年公司经营活动产生的现金净流出 446,011.24 万元，净流出规模较上年增长 12.32%。截至 2017 年公司在建项目计划总投资 817,501.70 万元，未来尚需投资 394,984.27 万元；安置房计划总投资 469,473.38 万元，未来尚需投资 145,356.19 万元，仍面临较大资金压力。
- **公司负债程度较高，2017 年有息债务大幅攀升，面临较大的债务集中偿还压力。**截至 2017 年末，公司资产负债率为 69.39%，较上年增加 4.59 个百分点。且有息债务规模增至 1,502,467.27 万元，同比增加 47.53 %。此外，2018-2020 年公司需偿还的有息债务金额分别为 267,090.53 万元、285,903.00 万元和 65,100.00 万元，合计占 2017 年末有息债务总额的比重为 41.14%，公司面临的债务集中偿还压力较大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 121,913.00 万元，占净资产的比重为 12.54%。公司对外担保余额较大，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）	3,176,301.58	2,440,865.76	1,638,007.77
所有者权益（万元）	972,278.04	859,232.83	650,458.45
有息债务（万元）	1,502,467.27	1,018,401.79	451,746.00
资产负债率	69.39%	64.80%	60.29%
流动比率	4.12	4.57	3.10
营业收入（万元）	46,939.27	61,493.89	54,459.40
其他收益（万元）	26,143.85	-	-
营业外收入（万元）	448.76	19,624.47	25,980.21
利润总额（万元）	6,974.06	14,556.29	20,538.40
综合毛利率	11.12%	20.59%	24.04%
EBITDA（万元）	14,597.87	22,233.97	30,848.63
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.67	0.95
经营活动现金流净额（万元）	-446,011.24	-397,087.43	-136,271.88

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

经国家发展和改革委员会“发改财金[2015]2961号”文件批准，公司于2016年1月8日公开发行15亿元公司债券。截至2018年4月30日，本期债券募集资金已使用完毕，使用情况如下表所示。

表1 截至2018年4月30日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

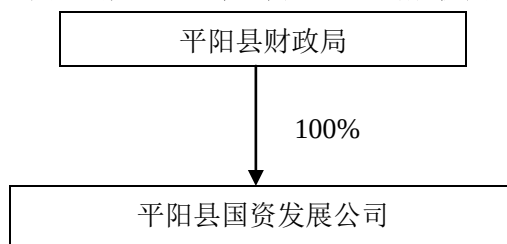
项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
平阳县昆阳镇城东新区 B30 地块安置房建设项目	38,000	38,000
平阳县昆阳镇城东新区 B34 地块安置房建设项目	42,000	42,000
平阳县昆阳镇城东新区 C28 地块安置房建设项目	54,000	54,000
平阳县昆阳镇城东新区 C29 地块安置房建设项目	16,000	16,000
合计	150,000	150,000

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

截至2017年12月31日，公司注册资本和实收资本均为150,000.00万元，控股股东为平阳县财政局，实际控制人为平阳县人民政府，均未发生变更，股权结构图如下所示：

图1 截至2017年12月31日公司股权图



资料来源：公司提供

2017年度，公司合并报表范围内增加6家子公司，截至2017年底，纳入合并范围子公司69家，新增子公司如下表所示：

表2 2017年度公司新增子公司变化情况（单位：万元）

子公司名称	子公司等级	注册资本	持股比例	业务性质	合并方式
平阳县横屿城市发展有限公司	二级	50.00	100%	城市市政公用设施建设、运营管理；	新设
平阳县海大高新产业园区开发有限公司	二级	10,000.00	100%	高新产业园区的开发、建设、管理；市政建设维护	新设
平阳县城乡公共交通	二级	3,800.00	100%	客运；县内班车客运；县	新设

有限公司				际班车客运；客运公交	
温州长安集团平阳诚众汽车维修有限公司	二级	1,500.00	100%	机动车维修；一类机动车维修；汽车销售；汽车配件、轮胎销售	新设
平阳县梧桐霖霖工程项目管理有限公司	四级	1,000.00	100%	市政工程、园林绿化工程项目管理；市政工程	新设
平阳县碧海仙山景区管理服务有限公司	四级	500.00	100%	旅游景区开发和经营管理；景区宣传促销策划	新设

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 3,176,301.58 万元，所有者权益为 972,278.04 万元，资产负债率为 69.39%。2017 年度，公司实现营业收入 46,939.27 万元，利润总额 6,974.06 万元，经营活动现金流净流出 446,011.24 万元。

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，但仍有所分化。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 3 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]97 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

2017 年平阳县经济总量有所提高，工业经济增长较快

2017 年，平阳县经济保持稳步增长，全年实现地区生产总值 410.50 亿元，按可比价格计算，较上年增长 9.20%。2017 年平阳县实现人均 GDP43,305 元，同比增长 2.55%，为全国人均 GDP 的 72.58%；实现规模以上工业总产值 331.60 亿元，增长 3.59%，五大产业规上总产值占比达 81.3%。

表 4 2016-2017 年平阳县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017		2016	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	410.00	9.20%	372.91	8.9%
第一产业增加值	-	-	15.97	5.2%
第二产业增加值	-	-	150.80	7.0%
第三产业增加值	-	-	206.14	10.8%
规模以上工业总产值	331.60	3.59%	320.12	10.3%
规模以上工业增加值	-	-	67.18	8.9%
限额以上固定资产投资	-	-	384.12	13.5%
社会消费品零售总额	-	-	175.17	13.1%
进出口总额	-	-	53.88	6.5%
存款余额	-	-	462.32	17.6%
贷款余额	-	-	422.86	10.9%
人均GDP（元）	43,305		42,226	
人均GDP/全国人均GDP	72.58%		78.46%	

资料来源：2018 年平阳县政府工作报告，鹏元整理

受政府性基金收入显著上升影响，2017 年平阳县地方综合财力较上年大幅上升

受政府性基金收入显著上升影响，2017 年平阳县实现地方综合财力 98.8 亿元，较上年大幅上涨 61.3%。地方综合财力构成方面，公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入分别占 2017 年平阳县综合财政收入的比重为 30.2%、28.8%和 41.0%。

得益于地方经济的持续发展，2017 年平阳县实现公共财政收入 29.8 亿元，较上年增长 7.19%；其中，税收收入 24.9 亿元，占公共财政收入的比重为 83.56%，平阳县公共财政收入质量较好。

2017 年平阳县实现政府性基金收入 40.5 亿元，同比增加 387.95%，主要系房地产市场回暖，带动土地市场成交额大幅上升所致。但土地出让收入易受到国家土地政策以及房地产市场波动的影响，未来或将出现一定的波动。2017 年，平阳县继续获得上级政府的大力支持，获得上级补助收入 28.5 亿元，较上年增长 13.10%。上级补助收入对平阳县地方综合财力形成了较好的补充，但其稳定性需加以关注。

财政支出方面，公共财政支出和政府性基金支出是平阳县财政支出的主要组成部分，公共财政支出主要集中于教育、农林水、医疗卫生与计划生育等方面。2017 年，平阳县公共财政支出为 60.2 亿元，较上年增长 10.05%，高于公共财政收入增速 2.86 个百分点。受此因素影响，2017 年平阳县财政自给率降至 49.5%，较上年下降 1.30 个百分点。公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度有所下滑，地方财政资金缺口仍依赖于上级补助和政府性基金收入弥补。

表 5 2016-2017 年平阳县财政收支主要指标（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	98.8	61.2
（一）公共财政收入	29.8	27.8
其中：税收收入	24.9	23.3
非税收入	4.8	4.5
（二）上级补助收入	28.5	25.2
其中：返还性收入	3.0	2.5
一般性转移支付收入	16.7	15.3
专项转移支付收入	8.8	7.3
（三）政府性基金收入	40.5	8.3
财政支出=（一）+（二）	73.1	65.6
（一）公共财政支出	60.2	54.7
（二）政府性基金支出	12.9	10.9
财政自给率	49.5%	50.8%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：平阳县财政局，鹏元整理

四、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、安置房建设、供水（含水表安装）、工程施工、交通运输以及少量租赁业务。2017 年公司实现营业收入 46,392.27 亿元，同比下降 23.67%，土地开发业务和安置房销售收入下降是导致营业收入降低的主要原因。受政府土地出让规划和地方财政安排影响，2017 年土地开发收入 5,800.00 万元，同比减少 33.5%；而建设面积减少导致安置房销售额降低，2017 年公司确认安置房销售收入 8,264.00 万元，同比减少 53.1%。

毛利率方面，受土地出让规划及当地相关政策影响，公司土地开发业务毛利率降至 -57.35%，较上年大幅下降 70.59 个百分点，是综合毛利率下降的主要原因；同时下属两个石矿停产整顿，石料、燃油、矿产销售毛利为 1.98%，下降 40.06 个百分点。上述变化

对公司综合毛利率造成较大影响。2017 年公司综合毛利率为 11.12%，较上年下降 9.47 个百分点。

表 6 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	
	金额	毛利率	金额	毛利率
水费	11,940.57	17.42%	12,526.74	17.94%
销售安置房	8,264.16	1.44%	17,630.16	5.15%
石料、燃油、矿产	5,828.68	1.98%	7,072.05	42.04%
土地开发	5,800.00	-57.35%	8,716.04	13.24%
运输	3,898.11	11.90%	4,613.86	11.18%
工程施工	3,393.60	24.96%	3,247.52	27.33%
租金收入	1,693.56	63.97%	1,232.25	68.17%
水表安装费	1,174.15	51.86%	2,265.10	26.74%
其他业务收入	4,946.45	65.26%	4,190.17	60.43%
合计	46,939.27	11.12%	61,493.89	20.59%

注：其他业务收入包括旅游收入、培训费、停车费、管理费、广告费等，由于上述业务收入金额相对较小，因而未全部列出。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年受到土地转让规划影响，公司土地开发业务收入和毛利率均较上年大幅下降，转为亏损。

公司土地开发业务主要由下属子公司平阳县滩涂围垦开发建设有限公司（以下简称“平阳县滩涂围垦”）和平阳县城市建设投资有限公司（以下简称“平阳县城投”）负责经营。平阳县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工作。平阳县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，通过“招、拍、挂”程序进行出让（滨海新区开发完毕的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），在扣除必要规化费、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土地出让金返还金额确认土地开发收入。

2017 年公司土地开发业务实现收入 5,800.00 万元⁴，较上年大幅下降 33.5%。同时，受土地转让规划及转让价格影响，公司土地开发业务毛利率降至-57.35%，较上年大幅下降 70.59 个百分点。

⁴ 土地转让收入为单价*面积金额，扣除相关费用后收入

表 7 2016-2017 年公司土地开发业务经营情况（单位：亩、万元/亩）

项目	2017 年	2016 年
平阳滩涂围垦		
出让面积（工业）	191.36	236.67
出让单价（工业）	32.45	44.52
出让面积（海洋）	-	30.00
出让单价（海洋）	-	45.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2017 年末，滨海新区围垦规划为 12,500 亩，未来两年内可出让土地约 1608.64 亩，城东新区规划开发面积为 9.25 平方公里，公司可供开发并出让的土地规模较大。但考虑到土地开发业务受当地出让规划及政策性影响较大，未来仍需关注公司土地开发业务收入及毛利率状况。

2017 年供水覆盖人口进一步增加，业务经营情况良好，供水收入保持稳定，供水业务已成为公司收入中占比最大的业务。

公司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”）负责运营，平阳公投是平阳县境内的供水单位，下属共计五家自来水厂，向鳌江镇、昆阳镇、麻步镇、水头镇以及肖江镇等区域供应生活用水和工业用水。2017 年，平阳公投的供水管网延伸至万全镇、海西镇，供水范围进一步扩大。截至 2017 年末，供水面积 255.00 平方公里，供水面积同比增加 8.5%，服务人口 72.9 万人，服务人口同比增加 6.1%。

2017 年，公司供水业务经营情况较好，实现售水总量 3,922.18 万吨，水费收入 11,940.57 万元，分别较上年增长 2.8%和减少 4.68%。2017 年公司供水业务毛利率为 17.42%，较上年小幅下降，主要是由于平阳县原有供水管网的老化现象较严重，管网漏损率持续上升，2017 年管道漏损率达 28.23%，增加了供水业务成本所致。

除供水业务外，平阳公投还负责新增供水用户的水表安装业务和平阳县区域内的供水工程安装业务。2016 年开始，平阳城投对下属子公司业务进行调整，将水表安装业务和供水工程安装业务进行整合，统一由平阳县通泉市政安装工程有限公司（以下简称“平阳通泉”，系平阳公投子公司）负责经营，水表安装业务属于公司内部业务，供水工程安装业务属于外部招标业务。平阳通泉对相关业务的收入统计口径进行调整，部分水表安装费收入计入工程施工收入。2017 年公司分别实现水表安装费收入 1,174.15 万元，工程施工收入 3,393.60 万元。

表 8 2016-2017 年公司供水业务经营情况

项目	2017 年	2016 年
供水面积（平方公里）	255.00	235.00

服务人口（万人）	72.90	68.70
供水能力（万吨/日）	17.20	17.50
供水总量（万吨）	5,527.33	5,233.74
售水总量（万吨）	3,922.18	3,815.92
管网漏损率	28.23%	27.08%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017 年受完工进度和收入确认准则影响，安置房业务收入大幅减少，但 2017 年安置房预收房款大幅增加，该项业务未来收入较有保障；同时公司在建项目较多，资金面仍面临较大压力。

公司基础设施建设业务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，建设内容主要包括市政工程、道路桥梁以及安置房等。基础设施项目建设方面，公司承接的大部分项目与政府签订了相关协议，约定由公司负责项目资金筹措和项目建设，待项目竣工决算后，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；少部分项目建成后由公司自主运营。安置房项目建设方面，该业务主要由平阳城投公司负责运营，建成后采用自行销售的模式。

2017 年，受完工进度和收入确认准则影响，板块收入大幅减少，2017 年安置房业务实现收入 8,264.16 万元，同比减少 53.1%，其中家禾花苑项目实现收入 3,938.54 万元。受项目性质影响，安置房业务毛利率仅为 1.44%。截至 2017 年底，公司已收到在建安置房项目房款金额达 112,175.7 万元，较 2016 年末大幅增加 68,202.6 万元，预收的安置房款项未来将随着安置房建设的完工逐步结转为收入，公司安置房建设业务未来收入较有保障。

截至 2017 年末，公司主要在建基础设施项目包括平阳文化中心项目、万鳌公路工程、宋埠围垦区滩涂市政道路工程和昆宋公路工程等，计划总投资 817,501.70 万元，未来预计尚需投资 394,984.27 万元；公司主要在建安置房项目包括平阳县昆阳镇城东新区 C28 地块安置房建设项目、平阳县昆阳镇城东新区 B43 地块安置房建设项目等，计划总投资 469,473.38 万元，已完成投资 324,117.19 万元，未来尚需投资 145,356.19 万元。总体而言，公司在建项目所需投资额在建项目较多，资金面仍面临较大压力。

表 9 截至 2017 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
鳌江客运中心	7,262.86	2,096.38
宋埠围垦区滩涂市政道路工程	89,000.00	70,500.00
万鳌公路工程	149,000.00	48,164.33
万锦公路工程	66,000.00	13,432.78
昆宋公路工程	76,000.00	64,331.00

昆鳌快速通道	53,000.00	56,587.13
新河北路	14,410.00	12,909.18
水头国发创业大楼	7,119.63	5,063.23
平阳文化中心项目	170,777.00	61,899.98
经五路市政工程	4,163.00	1,457.82
远东路市政工程	14,259.87	1,795.69
经四路市政工程	10,341.34	1,567.04
平阳县停车场建设项目（含17个停车场建设项目）	156,168.00	86,300.00
合计	817,501.70	426,104.56

资料来源：公司提供

表 10 截至 2017 年末公司主要安置房项目建设情况（单位：平方米、万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	预收安置房款金额
下桥小区安置房项目	38,062.00	38,062.00	-
平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目	55,041.50	44,747.38	-
平阳县昆阳镇城东新区B34地块安置房建设项目	61,801.26	33,612.34	-
平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目	87,395.00	61,905.13	62,759.6
平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目	24,076.95	22,617.00	-
C-04地块安置房项目	23,590.00	21,046.01	19,873.1
平塔改建工程安置房项目	29,000.00	13,678.60	9,242.9
鳌江镇旧城改造五期安置房项目	66,000.00	38,272.94	12,252.6
鳌江园林西路保障房	68,000.00	35,225.79	-
家禾花苑安置房	16,506.67	14,950	-
合计	469,473.38	324,117.19	112,175.7

资料来源：公司提供

2017 年，全县内客流量减少，公司运输业务收入有所降低，但业务毛利率保持稳定；受部分石矿停产整顿影响，石料开采和销售规模明显降低，且毛利率大幅下降。

公司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，业务范围包括平阳县内公交线路（包括公交车及出租车）、长途客运及货运等，收入来源主要来自车票销售收入，以及对出租车收取管理费等。

近年来，随着鳌江站高铁线路通车，全县内客流量逐步减少；同时长安集团部分线路暂停运营，运营车辆数量、客流量及业务收入均呈明显下滑趋势。2017 年长安集团客流入次 10.2 万，同比减少 22.8%。当年度公司实现运输收入 3,898.11 万元，较上年下降 15.51%，业务毛利率稳定在 11.90%。

表 11 2016-2017 年长安集团运输业务经营情况

项目	2017 年	2016 年
车辆数量（辆）	87	100
客流量（人次）	102,851	133,215
旅客周转量（人/公里）	104,988,653	125,740,625

资料来源：公司提供

公司销售业务收入主要包括油气销售收入和石料销售收入。油气销售收入主要来自长安集团经营的加油站，每年销售规模较为稳定；石料销售收入则来自平阳县交通投资集团矿业有限公司（以下简称“矿业公司”，系平阳交投子公司）。2017 年公司下属两个石矿出现停产整顿情况，但整顿期间相关费用照常发生并计入成本，拉低了毛利率。石料开采和销售规模出现下滑，2017 年实现销售业务收入 5,828.68 万元，较上年降低 17.6%。此外由于存在固定资产折旧，摊销等原因，导致公司销售业务毛利率的较低。2017 年，公司销售业务毛利率降至 1.98%，较上年大幅下降了 40.06 个百分点。

2017 年公司继续受到较大力度的外部支持

2017 年，根据平政发[2017]32 号文件，公司股东平阳县财政局拨付 38,178,031.31 元财政资金，作为对公司子公司平阳县滩涂围垦开发公司国有资本投入。根据平阳国资办[2014]7 号文件，平阳县国有资产管理办公室对昆宋公路指挥部的债权改变性质，作为对公司的资本性投入，金额为 31,621.7 万元。此外，根据相关文件，平阳县财政局还将码头资产、凉头水电站、戈场桥水电站等资产无偿注入公司，合计增加资本公积 44,011.15 万元，以上资产主要对应供水业务收入。得益于政府较大规模的资产注入，截至 2017 年末，公司资本公积增至 678,701.85 万元，较上年末大幅增长 6.93%，公司资本实力显著提升。2017 年公司资本公积减少 2.74 亿元，主要系子公司平阳县滩涂围垦开发公司拥有的地块被平阳县政府无偿收回所致。

公司是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。考虑到 2017 年当地政策因素使得公司在土地开发、基础设施建设等业务支出较大，毛利较低，平阳县人民政府大幅度提高了政府补助金额，2017 年公司获得政府补助 26,143.85 万元，较上年增加 35.19%。

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华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标

准无保留意见的2016-2017年审计报告，公司报表按照新会计准则编制。2017年度公司合并范围内增加6家子公司，合并范围内子公司共69家。

资产结构与质量

公司资产规模继续保持较快增长，但公司资产中应收款项占比较大，对公司资金形成了占用，存货主要为基础设施工程和土地，难以集中变现；此外，公司 2017 年末受限资产规模较大，整体资产流动性一般。

随着业务规模持续扩大以及各在建项目的持续推进，截至 2017 年末，公司资产总额为 3,176,301.58 万元，较上年末增长 30.13%。资产结构方面，公司资产仍以流动资产为主，2017 年末占比为 87.27%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货等部分构成。受外部融资规模扩大影响，2017 年末公司货币资金余额增至 325,157.98 万元，较上年末增长 17.43%。其中受限资金比例为 19.26%，为借款质押和担保业务保证金。公司其他应收款主要为与政府及下属关联单位的往来款，2017 年末规模为 508,798.16 万元。其中与平阳县鳌江镇财政局、平阳县土地储备中心、平阳县万全镇人民政府、平阳县昆阳镇财政局、平阳县财政局等单位的往来款合计数占其他应收款比为 74.19%。考虑到公司的业务性质和其他应收款的对象均为政府单位及国有企业，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、开发产品及开发土地等构成，2017 年末规模为 1,907,326.39 万元，较上年末增长 33.62%。其中，开发成本主要系尚未完工的征地拆迁等工程项目，2017 年末规模为 875,315.70 万元；工程代建项目主要系各在建项目的建设成本，2017 年末规模为 761,819.10 万元，由于土地开发、工程建设等方面的持续投入，公司存货中开发成本和工程代建项目规模分别较上年末增长 34.02%和 41.68%；开发产品主要系已完成整理的地块，2017 年末规模为 163,065.4 万元，较上年末变化不大；开发土地主要为土地使用权，2017 年末规模为 101,472.7 万元，较上年末上升 1.81%，当年土地为无偿划拨。截至 2017 年末，公司存货中账面价值 348,951.09 万元的资产已用于借款抵押，占存货账面价值的 18.30%。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、在建工程 and 无形资产等部分构成。公司可供出售金融资产主要为对外投资而持有的股权，2017 年末规模为 98,209.58 万元，较上年末增长 35.02%，增加部分主要系对温州绕城高速公路西南线有限公司、浙江温州沈海高速公路有限公司的追加投资。公司长期应收款主要为与平阳县 57 省道复线指挥部等政府单位的资金往来，2017 年末规模为 69,022.20 万元，较上年末降低 3.86%。公司在

建项目主要为污水处理工程、研发地块标准厂房等项目，2017 年末规模为 79,146.53 万元，较上年增加 48.27%，主要系北山水厂项目建设所致。公司无形资产主要为土地使用权、采矿权及海域使用权，2017 年末规模为 105,102.46 万元，较上年末变化不大，其中账面价值 53,362.45 万元的无形资产已用于抵押。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 483,177.36 万元，占公司总资产的 15.21%。在受限资产中，货币资金达到 62,662.81 万元，主要为借款抵押定期存单；抵押存货达 348,951.09 万元，抵押存货占受限资产比例达 72.22%；抵押无形资产 53,362.45 万元；抵押在建工程 18,102.32 万元。

整体上看，随着业务规模持续扩大以及各在建项目的持续推进，2017 年公司资产规模继续保持较快增长，但公司资产中应收款项占比较大，对公司资金形成了占用，存货主要为基础设施工程和土地，难以集中变现；此外，公司 2017 年末受限资产规模较大，整体资产流动性一般。

表 12 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	325,157.98	10.24%	276,905.97	11.34%
其他应收款	508,798.16	16.02%	359,013.03	14.71%
存货	1,907,326.39	60.05%	1,427,426.05	58.48%
流动资产合计	2,772,055.57	87.27%	2,093,767.68	85.78%
可供出售金融资产	98,209.58	3.09%	72,735.06	2.98%
长期应收款	69,022.20	2.17%	71,792.92	2.94%
在建工程	79,146.53	2.49%	53,374.18	2.19%
无形资产	105,102.46	3.31%	97,608.92	4.00%
非流动资产合计	404,246.01	12.73%	347,098.08	14.22%
资产总计	3,176,301.58	100.00%	2,440,865.76	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017 年受土地开发业务和安置房销售减少等因素影响，公司营业收入大幅下降，同时销售费用大幅增加，进一步降低营业利润。得益于政府补助增加，有效弥补了公司主营业务的亏损，公司整体盈利能力对政府补助的依赖程度较大。

2017 年，公司土地开发业务收入明显下滑以及安置房销售收入较上年度大幅下降，是导致营业收入降低的主要原因。2017 年，公司实现营业收入 46,939.27 万元，较上年下降

23.67%。毛利率方面，受出让规划影响，工业用地出让价格大幅下滑，公司土地开发业务毛利率为-57.35%。同时，安置房销售毛利下降，对公司综合毛利率亦造成较大影响，2017年，公司综合毛利率为11.12%，较上年大幅下降9.47个百分点。2017年公司销售费用为5,647.29万元，同比大幅增加782.11%，主要是子公司的部分租赁业务支出做了费用化处理，导致销售费用大幅增加。虽然毛利空间变小，费用支出扩大，但政府补助计入其他收益，因此营业利润由上年亏损转为盈利，2017年公司实现营业利润7,221.21万元，同比增加11,380.86万元。

由于在土地开发、基础设施建设等方面的资金支出规模较大，2017年公司获得计入其他收益的政府补助26,143.85万元，较上年增加35.19%，有效弥补了公司主营业务的亏损。2017年，公司实现利润总额6,974.06万元，较上年下降52.09%。

整体上看，2017年公司营业收入规模明显减少，政策性因素作用下毛利率也较低。2017年收到政府补助26,143.85万元，占利润总额的374.87%，公司对政府补助的依赖程度仍然较大。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	46,939.27	61,493.89
其他收益	26,143.85	-
营业利润	7,221.21	-4,159.65
营业外收入	448.76	19,624.47
利润总额	6,974.06	14,556.29
综合毛利率	11.12%	20.59%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年由于各项业务持续推进及往来款净流出规模显著增长，公司经营活动资金缺口进一步扩大；为满足相关资金需求，公司筹资活动现金净流入规模持续增长。同时公司在建项目中投入较多资金，面临一定的资金压力。

2017年公司收现情况较上年有较大改善，收现比为2.03。受土地开发、工程建设支出规模较大等因素影响，2017年公司购买商品、接受劳务支付的现金为469,190.93万元，较上年增长54.86%。此外，公司与其他单位间的往来款净流出规模较大，当年度支付的其他与经营活动有关的现金为210,559.57万元。综合上述因素影响，2017年公司经营活动产生的现金净流出446,011.24万元，净流出规模较上年增长12.32%。

投资活动方面，2017 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 42,150.53 万元，较上年增加 242.47%，主要是增加在建工程投资。受此因素影响，2017 年公司投资活动产生的现金流量净流出 59,238.86 万元，净流出规模较上年增长 71.28%。筹资活动方面，由于经营活动现金流持续净流出，加之各项业务推进导致资金需求明显增长，2017 年公司筹资活动产生的现金流净额为 588,548.90 万元，同比增长 10.63%，系当年借款收到现金增加所致，2017 年借款收到现金 640,294.52 万元，增加 66,952.63 万元。此外，截至 2017 年末公司在建拟、建工程仍需投资 394,984.27 万元，仍面临一定的资金压力。

整体上看，由于各项业务持续推进及往来款净流出规模增长，公司经营活动现金净流出的规模有所扩大；为满足相关资金需求，公司筹资活动现金净流入规模有所增长。此外，公司在建、拟建工程规模较大，仍面临一定的资金压力。

表 14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	2.03	1.57
销售商品、提供劳务收到的现金	95,246.25	96,553.63
收到的其他与经营活动有关的现金	156,448.20	112,784.02
经营活动现金流入小计	251,694.45	209,337.66
购买商品、接受劳务支付的现金	469,190.93	302,977.69
支付的其他与经营活动有关的现金	210,559.57	288,401.21
经营活动现金流出小计	697,705.69	606,425.09
经营活动产生的现金流量净额	-446,011.24	-397,087.43
投资活动产生的现金流量净额	-59,238.86	-34,586.18
筹资活动产生的现金流量净额	588,548.90	532,015.76
现金及现金等价物净增加额	83,298.80	100,342.15

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

2017 年公司有息债务大幅攀升，且面临较大的债务集中偿还压力

由于股东对公司的持续支持，以及公司自身利润的积累，2017 年公司所有者权益 972,278.04 万元，较上年末大幅增长 13.16%。但受外部融资规模显著扩大等因素影响，2017 年末公司负债总额增至 2,204,023.54 万元，较上年末大幅增长 39.35%。综合上述因素影响，2017 年末公司负债与所有者权益比率升至 226.69%，较上年末大幅提升 42.61 个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度进一步下降。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债合计	2,204,023.54	1,581,632.93
所有者权益合计	972,278.04	859,232.83
产权比率	226.69%	184.08%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等部分构成。公司短期借款主要用于补充流动资金，2017 年末公司短期借款余额为 100,540.00 万元，较上年末下降 9.75%。公司预收款项主要为安置房预收款和拆迁预收款，2017 年安置房销售良好，安置房预收房款大幅增加，2017 年末公司预收款项增至 160,568.90 万元，较上年末大幅增长 39.39%，预收的安置房款项未来将随着安置房建设的完工逐步结转为收入。公司其他应付款主要为应付平阳县财政局、平阳县横阳市政园林建设有限公司、平阳县滨海新区建设管理委员会、平阳县昆阳镇财政局、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，合计占其他应付款比例为 49.82%，2017 年末其他应付款规模为 221,311.59 万元，较上年末增长 37.67%。2017 年末公司一年内到期的非流动负债规模 166,550.53 万元，较上年末大幅上升 221.40%，全部为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款。为满足项目建设的长期资金需求，2017 年公司长期借款规模增至 857,926.00 万元，较上年末增长 39.10%。公司长期应付款主要为非银金融机构长期借款，2017 年末规模为 134,089.70 万元，较上年末上升 49.48%，主要系公司向中银资产管理公司和万向信托有限公司增加借款所致。截至 2017 年底公司应付债券余额 243,361.03 万元，同比增加 63.64%，系发行“17 平阳停车场债”所致。公司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，由于各类工程项目的持续推进，2017 年末公司专项应付款规模增至 293,901.96 万元，较上年末增长 9.87%。

表 16 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
短期借款	100,540.00	4.56%	111,406.00	7.04%
预收款项	160,568.90	7.29%	115,192.28	7.28%
其他应付款	221,311.59	10.04%	160,757.99	10.16%
一年内到期的非流动负债	166,550.53	7.56%	51,820.00	3.28%
流动负债合计	673,453.09	30.56%	458,312.35	28.98%
长期借款	857,926.00	38.93%	616,760.89	39.00%
应付债券	243,361.03	11.04%	148,710.00	9.40%

长期应付款	134,089.70	6.08%	89,704.90	5.67%
专项应付款	293,901.96	13.33%	267,477.56	16.91%
非流动负债合计	1,530,570.45	69.44%	1,123,320.57	71.02%
负债合计	2,204,023.54	100.00%	1,581,632.93	100.00%
其中：有息债务	1,502,467.27	68.17%	1,018,401.79	64.39%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

由于外部融资规模显著增长，截至 2017 年末，公司有息债务规模增至 1,502,467.27 万元，较上年末大幅增长 47.53 %。此外，2018-2020 年公司需偿还的有息债务金额分别为 267,090.53 万元、285,903.00 万元和 65,100.00 万元，合计占 2017 年末有息债务总额的比重为 41.14%，公司面临的债务集中偿还压力较大。

表 17 截至 2017 年末公司有息债务偿还分布情况（单位：万元）

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
短期借款	100,540.00			
长期借款	166,550.53	274,903.00	61,230.00	521,793.00
应付债券		11,000.00	3,870.00	230,130.00
长期应付款				132,990.74
合计	267,090.53	285,903.00	65,100.00	884,913.74

资料来源：公司提供

从偿债指标看，2017 年末公司资产负债率上升至 69.39%，较上年末提升 4.59 个百分点，整体负债经营程度处于较高水平。由于流动资产规模有所下降，2017 年公司流动比率和速动比率分别降至 4.12 和 1.28，但考虑到流动资产中存货和应收类款项占比较高，相关资产变现能力较差，公司短期偿债能力偏弱。受盈利水平明显下滑、外部融资规模扩大导致利息支出增长等因素影响，2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数降至 0.39，较去年明显下降，公司 EBITDA 难以有效覆盖利息支出，对利息的保障程度较弱。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	69.39%	64.80%
流动比率	4.12	4.57
速动比率	1.28	1.45
EBITDA（万元）	14,597.87	22,233.97
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.67
有息债务/EBITDA	102.92	45.80

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 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 121,913.00 万元，占公司 2017 年末净资产的比重为 12.54%。公司担保对象主要为平阳县地方国有企业，但对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

表 19 截至 2017 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
平阳县新鳌城市建设有限公司	49,060.00	2034-8-30
平阳县新鳌城市建设有限公司	6,500.00	2034-12-29
平阳县新鳌城市建设有限公司	57,253.00	2034-8-30
浙江萌宠岛投资有限公司	9,100.00	2020-3-20
合计	121,913.00	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2017 年公司发展的外部环境较好；供水业务收入保持稳定，具有较好的持续性；安置房预收账款大幅增加，可为未来收入提供保障；公司受外部支持力度较大。

同时鹏元也关注到公司主营业务收入及毛利率大幅下滑；公司整体资产流动性一般；经营活动资金缺口进一步扩大，在建项目较多，仍面临较大资金压力；公司有息债务大幅攀升，且面临较大的债务集中偿还压力；面临一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，鹏元将本期债券信用等级维持为 AA，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	325,157.98	276,905.97	98,159.22
应收账款	3,312.85	4,499.27	5,223.49
预付款项	25,022.26	21,644.60	16,590.06
其他应收款	508,798.16	359,013.03	157,960.32
存货	1,907,326.39	1,427,426.05	1,038,584.91
其他流动资产	2,437.93	4,278.76	10,100.00
流动资产合计	2,772,055.57	2,093,767.68	1,326,617.99
可供出售金融资产	98,209.58	72,735.06	50,668.29
长期应收款	69,022.20	71,792.92	65,595.49
长期股权投资	10,062.05	11,091.53	3,120.71
固定资产	42,377.42	40,239.72	39,044.38
在建工程	79,146.53	53,374.18	54,068.00
工程物资	20.33	20.33	74.96
无形资产	105,102.46	97,608.92	98,536.61
长期待摊费用	202.02	179.44	227.89
递延所得税资产	103.42	55.99	53.45
非流动资产合计	404,246.01	347,098.08	311,389.78
资产总计	3,176,301.58	2,440,865.76	1,638,007.77
短期借款	100,540.00	111,406.00	67,796.00
应付账款	11,628.44	9,662.74	6,978.38
预收款项	160,568.90	115,192.28	74,923.80
应付职工薪酬	181.92	168.08	135.39
应交税费	735.12	648.48	288.58
应付利息	11,640.39	8,367.78	525.38
其他应付款	221,311.59	160,757.99	155,387.11
一年内到期的非流动负债	166,550.53	51,820.00	121,870.00
其他流动负债	296.19	289.00	312.46
流动负债合计	673,453.09	458,312.35	428,217.09
长期借款	857,926.00	616,760.89	223,280.00
应付债券	243,361.03	148,710.00	-
长期应付款	134,089.70	89,704.90	117,317.48
专项应付款	293,901.96	267,477.56	218,734.75
其他非流动负债	1,291.75	667.23	-
非流动负债合计	1,530,570.45	1,123,320.57	559,332.23

负债合计	2,204,023.54	1,581,632.93	987,549.33
实收资本	150,000.00	150,000.00	150,000.00
资本公积	678,710.85	634,669.07	439,758.04
盈余公积	2,983.08	2,644.39	1,846.85
未分配利润	65,959.32	61,499.80	49,581.55
归属于母公司所有者权益合计	897,653.26	848,813.25	641,186.44
少数股东权益	74,624.79	10,419.57	9,272.01
所有者权益合计	972,278.04	859,232.83	650,458.45
负债和所有者权益总计	3,176,301.58	2,440,865.76	1,638,007.77

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	46,939.27	61,493.89	54,459.40
其中：营业收入	46,939.27	61,493.89	54,459.40
二、营业总成本	66,082.88	66,101.35	58,917.41
其中：营业成本	41,719.46	48,830.55	41,364.89
税金及附加	2,451.35	1,547.12	781.51
销售费用	5,647.29	640.20	478.31
管理费用	16,233.02	15,123.54	13,737.85
财务费用	-192.80	519.60	2,437.17
资产减值损失	224.55	-559.65	117.68
加：投资收益（损失以“-”号填列）	112.72	471.25	297.11
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-790.68	-538.04	-349.28
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	7,221.21	-4,159.65	-4,160.91
加：营业外收入	448.76	19,624.47	25,980.21
其中：非流动资产处置利得		1.70	67.82
减：营业外支出	695.91	908.53	1,280.90
其中：非流动资产处置损失		25.14	35.24
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6,974.06	14,556.29	20,538.40
减：所得税费用	352.89	324.49	111.47
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	6,621.17	14,231.80	20,426.93
归属于母公司所有者的净利润	5,297.56	13,147.39	21,559.86
少数股东损益	1,323.61	1,084.42	-1,132.93
六、其他综合收益的税后净额	46,939.27	61,493.89	54,459.40
七、综合收益总额	46,939.27	61,493.89	54,459.40
归属于母公司所有者的综合收益总额	66,082.88	66,101.35	58,917.41
归属于少数股东的综合收益总额	41,719.46	48,830.55	41,364.89

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
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	95,246.25	96,553.63	82,522.66
收到的税费返还		-	-
收到其他与经营活动有关的现金	156,448.20	112,784.02	80,541.50
经营活动现金流入小计	251,694.45	209,337.66	163,064.16
购买商品、接受劳务支付的现金	469,190.93	302,977.69	211,628.26
支付给职工以及为职工支付的现金	13,600.25	10,631.25	10,577.97
支付的各项税费	4,354.94	4,414.93	2,176.78
支付其他与经营活动有关的现金	210,559.57	288,401.21	74,953.02
经营活动现金流出小计	697,705.69	606,425.09	299,336.04
经营活动产生的现金流量净额	-446,011.24	-397,087.43	-136,271.88
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	3,513.16	20,662.32	100.00
取得投资收益收到的现金	846.12	944.28	619.40
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	439.75	1.44	9.70
收到其他与投资活动有关的现金	3,607.22	1,484.89	29,265.08
投资活动现金流入小计	8,406.25	23,092.93	29,994.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	42,150.53	12,307.84	29,517.45
投资支付的现金	25,490.79	45,371.27	22,511.20
支付其他与投资活动有关的现金	3.79	-	-
投资活动现金流出小计	67,645.12	57,679.11	52,028.66
投资活动产生的现金流量净额	-59,238.86	-34,586.18	-22,034.48
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	35,000.00	-	7,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	35,000.00	-	-
取得借款收到的现金	640,294.52	573,341.89	161,026.00
发行债券收到的现金	-	150,000.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	171,456.64	151,831.54	178,043.01
筹资活动现金流入小计	846,751.16	875,173.43	346,069.01
偿还债务支付的现金	200,264.88	190,401.00	132,425.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	52,450.48	40,737.63	30,460.80
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	-
支付其他与筹资活动有关的现金	5,486.90	112,019.03	17,805.00

筹资活动现金流出小计	258,202.25	343,157.66	180,690.80
筹资活动产生的现金流量净额	588,548.90	532,015.76	165,378.21
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	83,298.80	100,342.15	7,071.86
加：期初现金及现金等价物余额	179,196.37	78,854.22	71,782.36
六、期末现金及现金等价物余额	262,495.17	179,196.37	78,854.22

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
将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	6,621.17	14,231.80	20,426.93
加：资产减值准备	224.55	-559.65	117.68
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,021.21	3,517.94	3,558.79
无形资产摊销	2,895.54	3,147.32	3,344.20
长期待摊费用摊销	142.78	125.30	157.39
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）	-108.25	23.44	-32.58
财务费用（收益以“－”号填列）	564.29	887.12	3,250.25
投资损失（收益以“－”号填列）	-112.72	-471.25	-297.11
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-47.43	-2.54	-28.40
存货的减少（增加以“－”号填列）	-433,677.39	-254,939.20	-189,651.22
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-134,872.58	-229,740.57	7,822.42
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	108,337.59	66,692.86	15,059.78
经营活动产生的现金流量净额	-446,011.24	-397,087.43	-136,271.88
现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	262,495.17	179,196.37	78,854.22
减：现金的期初余额	179,196.37	78,854.22	71,782.36
现金及现金等价物净增加额	83,298.80	100,342.15	7,071.86

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）	1,502,467.27	1,018,401.79	451,746.00
产权比率	226.69%	184.08%	151.82%
资产负债率	69.39%	64.80%	60.29%
流动比率	4.12	4.57	3.10
速动比率	1.28	1.45	0.67
收现比	2.03	1.57	1.52
综合毛利率	11.12%	20.59%	24.04%
EBITDA（万元）	14,597.87	22,233.97	30,848.63
EBITDA利息保障倍数	0.39	0.67	0.95
有息债务/EBITDA	102.92	45.80	14.64

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 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+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录六 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。