

2018 年第二期浙江武义城市建设投资集团有限公司

城市停车场建设专项债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪债评(2018)011126】

评级对象： 2018 年第二期浙江武义城市建设投资集团有限公司城市停车场建设专项债券

主体信用等级： AA

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA

评级时间： 2018 年 11 月 26 日

计划发行： 15.00 亿元

本期发行： 8.00 亿元

存续期限： 7 年

增级安排： 无

发行目的： 补充营运资金、项目投资

偿还方式： 债券存续期第 3-7 年末分别偿付 20% 的本金，利息按年支付

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	0.37	0.46	0.56	5.98
刚性债务	—	0.93	1.43	19.00
所有者权益	0.97	44.32	44.29	52.05
经营性现金净流入量	-0.01	0.49	-0.02	-20.26
合并数据及指标：				
总资产	59.26	58.44	71.53	93.99
总负债	13.99	7.41	18.28	32.64
刚性债务	9.34	2.45	2.93	22.48
所有者权益	45.27	51.03	53.26	61.35
营业收入	7.26	3.65	3.42	1.59
净利润	1.59	1.71	1.19	0.05
经营性现金净流入量	-1.98	6.43	-0.85	-21.23
EBITDA	1.76	1.88	1.46	—
资产负债率[%]	23.61	12.68	25.55	34.73
长短期债务比[%]	186.43	36.70	15.17	180.36
权益资本与刚性债务比率[%]	484.58	2081.54	1816.94	272.96
流动比率[%]	1180.23	993.00	417.15	757.12
现金比率[%]	55.60	58.92	18.92	72.31
利息保障倍数[倍]	44.37	67.83	46.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	47.27	72.35	55.05	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.32	0.54	—

注：发行人数据根据武义城建集团经审计的 2015-2017 年财务报告和未经审计的 2018 年上半年度财务报表整理、计算。

分析师

刘明球 lmq@shxsj.com

滕冕 tm@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势：

■ **武义县经济发展潜力较好。**武义县生态旅游资源较丰富，是全国“成熟型资源城市”之一。近年来，在“工业强县”战略下，武义县经济保持平稳增长。

■ **业务地位较为突出。**武义城建集团是武义县内最主要的基础设施投建主体，业务地位较突出，能持续得到股东在财政补贴、资产划拨等方面的支持，且后续业务来源较有保障。

主要风险：

■ **投融资压力较大。**武义城建集团在建及拟建项目投资规模较大，未来面临较大投融资压力。

■ **收入及盈利稳定性较弱。**武义城建集团保障房及安置房业务受房产交付和工程结算进度影响较大，且具有一定政策性，收入及盈利的稳定性较弱。

■ **资产流动性一般。**武义城建集团资产中流动性较弱的存货占比较高，资产流动性一般。

■ **募投项目收益存在不确定性。**本期债券募投项目完工决算时点及未来收益存在一定不确定性。

未来展望

通过对武义城建集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2018 年第二期浙江武义城市建设投资集团有限公司

城市停车场建设专项债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

浙江武义城市建设投资集团有限公司（以下简称“武义城建投集团”、“该公司”或“公司”）前身为“浙江武义北岭实业发展有限责任公司”，系由武义县国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“武义国资办”）于 2013 年 6 月 17 日出资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。2017 年 5 月 24 日公司名称更为现名；2018 年 5 月，武义国资办以货币资金向公司增资 8 亿元；同年 10 月，经武义县国资办同意，公司将 1 亿元资本公积转增实收资本。截至报告出具日，公司注册资本为 10.00 亿元，武义国资办持有公司 100% 股权，公司实际控制人为武义国资办。

该公司是武义县重要的基础设施投资建设和保障房建设主体，承担武义县内重大项目的投资、建设、开发工作，主营业务以城市基础设施建设和保障房建设及销售为核心，同时覆盖租赁、液化气销售、爆破器材销售等经营性业务领域。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司公开发行 15 亿元城市停车场建设专项债券已经国家发展和改革委员会批准，已于 2018 年 8 月发行 7.00 亿元。本期债券拟发行 8.00 亿元，其中 3.20 亿元用于补充营运资金，4.80 亿元用于武义县城市综合停车场的建设（以下简称“停车场项目”、“该项目”或“募投项目”）。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2018 年第二期浙江武义城市建设投资集团有限公司城市停车场建设专项债券
总发行规模:	15.00 亿元人民币
本期发行规模:	8.00 亿元人民币
本期债券期限:	7 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行

偿还方式:	每年付息一次,同时设置提前偿还条款,在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付
增级安排:	无

资料来源:武义城建投集团

截至 2018 年 10 月末,该公司已发行存续期内债券余额 7.00 亿元,系已于 2018 年 8 月发行 7 年期 18 武义 01,发行利率 8.00%,尚未还本付息。

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期债券募集资金中的 4.80 亿元用于武义县城市综合停车场项目,3.20 亿元用于补充营运资金,以弥补公司资金缺口。

A. 项目投资

停车场项目计划投资总额为 13.03 亿元,该公司拟通过发行债券募集其中的 9.00 亿元资金,其中已发行 18 武义 01 募集 4.20 亿元,本期债券募集资金中的 4.80 亿元用于该项目。停车场项目位于武义县城区,包括 15 个停车场、11197 个停车位(具体包括地下停车位 7296 个、地面普通停车位 2867 个和地上立体停车位 1034 个)及 1120 个充电桩,目前已完成项目立项、审批、初步方案设计等前期工作,截至 2018 年 6 月末,项目已全部开工建设,累计投资额 1.52 亿元,项目建设周期两年,预计 2019 年末完工。

根据《浙江武义城市建设有限公司武义县城市综合停车场项目可行性研究报告》,停车场项目经营收入主要包括停车位收费、配套房产出租、充电桩服务和广告位出租。其中,在本期债券存续期内,临时停车收费预计可产生收入 9.03 亿元;该项目拟配建 3.10 万平方米的配套房产,其中 3.03 万平方米拟对外出租,在本期债券存续期内,配套商品房对外出租预计可实现收入 2.71 亿元;该项目按停车位的 10%配比充电桩,共设立 1120 个充电桩,按照“标准电价+服务费”计算充电桩服务费收入,在本期债券存续期内,充电桩预计可实现服务收入 1.50 亿元;该项目拟在 15 个停车场共设 23 块液晶广告屏及 45 个普通广告位,在本期债券存续期内,广告位出租预计可实现收入 0.43 亿元。综合看,在本期债券存续期内,停车场项目预计可累计实现项目收入 13.67 亿元,税后投资内部收益率为 13.73%,税后投资回收期(静态)为 7.55 年(相对整体投资额而言),可本期债券偿付提供一定保障。

B. 补充营运资金

该公司拟将本期募集资金中的 3.20 亿元用于补充营运资金,满足公司在日常经营中的营运资金需求,缓解流动资金压力,更好地推动公司经营活动的顺利开展。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因 CPI 快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI 下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018 年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内 CPI 上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产

调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，

市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发

展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理，强调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其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5 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），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年前三季度，防范化解地方政府债务风险的监管定调一以贯之，监管力度进一步加大，城投企业融资环境趋紧。但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；明确提出“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的趋紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

武义县生态旅游资源较丰富，是全国“成熟型资源城市”之一。武义县经济构成以第二产业为主，主导产业和支柱产业不明显，综合竞争力较弱，近年来经济增速持续放缓。但随着经营环境逐步改善以及出口回暖的拉动，2017年以来武义县工业增速大幅回升，工业企业经营效益进一步改善。依托丰富的旅游资源，旅游业有望成为武义县经济增长的有力支撑。

武义县隶属浙江省金华市，位于金华市南部，东与永康市、缙云县接壤，东北与义乌市交界，南与丽水市相依，西南与松阳县毗连，西与遂昌县为邻，西北与正北分别与金华市婺城区、金东区相接，县域总面积为 1577 平方公里。截至 2017 年末，武义县下辖 8 镇 7 乡 3 街道，全县户籍总人口为 34.42 万人。

目前，武义县已构建了方便快捷的内外交通网络，金温铁路、金丽温高速公路将武义县与全国各大城市相连，330 国道、44 省道穿境而过，武义县已全面形成浙中城市群半小时交通圈和县域东北部 15 分钟、全县 1 小时交通圈，同时高等级公路密度列浙中城市群前列。

武义县素有“温泉之城、萤石之乡”的美誉，其中萤石矿床分布密集，在所发现的矿床中，大中型的有 11 处，小型的有 170 多处，蕴藏量约 4000 万吨，是全国资源型城市。2007 年以来，武义县围绕“工业强县、开放兴县、生态立县、旅游富县”的发展战略，加快新型工业化、新型城市化和新农村建设进程，以实现经济绿色健康发展。近年来，当地矿山开采企业依托萤石资源，相继创办了氟化工、萤石雕刻等深加工企业，从而实现萤石的粗开采到深加工、精细加工的转变。武义县是浙江省首个且唯一的被国土资源部认可的“中国温泉之城”，近年来充分利用温泉、生态等旅游资源，加快推进温泉名城建设，发展养生产业和生态农业，实现资源型城市产业转型，2013 年经国务院认定，武义县成为“全国成熟型资源城市”之一。此外，武义县也是浙江省首批创新样本城市，并于 2015 年入选全国县域经济竞争力百强县和全国县域经济发展潜力百强县，2016 年成为浙江省投资价值潜力 20 强县（市、区）之一。

近年来，武义县经济保持平稳增长，2015-2017 年分别实现地区生产总值 204.47 亿元、216.55 亿元和 237.41 元，同比分别增长 7.3%、7.0%和 5.1%，其中，2017 年武义县第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为 15.9 亿元、122.69 亿元和 98.82 亿元，同比分别增长 3.3%、4.5%和 6.0%，第三产业成为该县经济增长的重要动力。三次产业结构从 2015 年的 7.7: 52.8: 39.5 调整为 2017 年的 6.7: 51.7: 41.6，武义县经济结构调整稳步推进。按常住人口计算，2017 年武义县人均生产总值为 6.59 万元。2018 年前三季度，武义县实现地区生产总值 172.32 亿元，同比增长 4.0%，经济增速较上年进一步下降，其中第二、三产业分别完成增加值 88.22 亿元和 73.42 亿元，分别同比增长 4.9%和 2.8%。

图表 2. 2015 年以来武义县主要经济指标（单位：%）

指 标	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	204.47	7.3	216.55	7.0	237.41	5.1	172.32	4.0
规模以上工业总产值（亿元）	493.75	1.8	495.71	1.9	461.78	7.4	326.72	7.7
固定资产投资（亿元）	123.87	10.1	127.58	3.0	129.01	6.1	40.76	—
社会消费品零售总额（亿元）	81.78	13.2	90.41	10.5	99.77	10.4	63.56	7.1
进出口总额（亿美元）	23.02	-11.3	151.56 ¹	6.3	178.62	17.9	128.46	7.2
城镇常住居民人均可支配收入（万元）	3.07	9.2	3.29	7.1	3.60	9.4	—	—
农村常住居民人均可支配收入（万元）	1.37	10.0	1.48	8.5	1.63	9.6	—	—
三次产业增加值比例	7.7: 52.8: 39.5		7.5: 50.3: 42.2		6.7: 51.7: 41.6		—	

资料来源：武义县政府网站

武义县工业以五金机械、汽摩配、文旅休闲等传统产业为主，多为小微企业，主导产业和支柱产业不明显，综合竞争力较弱。2015-2017 年及 2018 年前三季度，武义县规模以上工业总产值分别为 493.75 亿元、495.71 亿元、461.78 亿元和 326.72 亿元，同比分别增长 1.8%、1.9%、7.4%和 7.7%，2017 年在经营环境改善和出口回暖的拉动下，规模以上工业总产值增速较 2016 年提高 5.5 个百分点，出口拉动工业产值增长 4.5 个百分点。2017 年，全县规模以上工业企业经营效益持续改善，实现营业收入 414.22 亿元，同比增长 7.0%，分别实现利税总额和利润 31.65 亿元和 16.04 亿元，同比分别增长 7.1%和 12.4%。此外，2016 年武义县特色装备制造产业集群成为浙江省转型升级示范区，当年新增门业、文教用品和扑克牌三个国家级制造基地，获批全国首个出口食品接触容器质量安全示范区，列入首批省级生态工业试点县和低碳试点县。

武义县旅游资源丰富，拥有国家级风景名胜区 1 个、4A 级景区 3 个、3A 级景区 5 个，当地温泉小镇入选首批省级特色小镇，荣获中国温泉之城、中国萤石文化之都、美丽中国·生态旅游（十佳）示范县、省旅游发展十佳县等称号，其中温泉旅游度假区是浙江省最佳休闲度假圣地，被列入全省现代服务业集聚示范区。目前，武义县已初步形成北部“温泉度假”、中部“丹霞探古”和南部“生态风情”三大养生游特色组团，2017 年武义县实现旅游总收入 164.13 亿元，同比增长 45.2%；接待游客 1701.26 万人次，同比增长 32.3%。

在固定资产投资方面，2015-2017 年武义县固定资产投资完成额分别为 123.87 亿元、127.58 亿元和 129.01 亿元，同比分别增长 10.1%、3.0%和 6.1%，2017 年随着工业投资的回暖，全县固定资产投资出现回升。从投资结构来看，2017 年武义县完成第二产业投资额为 56.51 亿元，较上年增长 9.2%；第三产业投资额为 72.50 亿元，较上年增长 4.7%。武义县房地产市场活跃度不高，2015-2017 年，全县房地产开发投资额分别为 14.87 亿元、15.09 亿元和 15.75 亿元，同比分别增长-6.1%、1.5%和 4.4%。其中，2017 年房屋竣工面积为 5.95 万平方米，较上年下降 74.8%；商品房销售面积为 26.68 万平方米，较上年增长 30.8%。2018 年前三季度，武义县完成固定资产投资 40.76 亿元，其中服务

¹ 2016-2017 年进出口总额单位为人民币亿元。

业投资 31.10 亿元。

2. 业务运营

该公司主要负责武义县的基础设施建设、保障房及安置房建设及销售等业务，资金回笼情况较好，但受工程项目完工决算进度和保障房及安置房交付进度影响，公司营业收入稳定性较弱，且未来项目投资较集中，公司面临较大的投融资压力。公司经营性业务发展情况较好，但易受宏观政策、行业环境等因素影响。

该公司是武义县重要的基础设施投资建设和保障房建设主体，承担武义县内重大项目的投资、建设和保障房及安置房建设、销售工作，同时还从事物业租赁、液化气销售、爆破器材销售等经营性业务。根据规划，2018 年公司计划持续推进道路建设、污水处理工程、棚改项目、农林水项目整治等基建及民生项目建设，公司业务持续性有保证，但面临较大的资金需求。

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 7.26 亿元、3.65 亿元和 3.42 亿元，其中受托代建业务收入和保障房及安置房销售收入合计占收入的比重均在 65%以上，是收入的主要来源，但受保障房及安置房交付进度影响，2016 年以来公司营业收入持续下降。同期，公司分别实现营业毛利 0.49 亿元、0.42 亿元和 -34.33 万元，其中，2015-2016 年保障房及安置房销售业务和其他业务毛利占比较高，合计占营业毛利的比重分别为 93.83%和 92.62%；2017 年毛利主要来自于其他业务。2018 年上半年度，公司实现营业收入 1.59 亿元，同比小幅下降 6.51%，仍以受托代建业务和保障房及安置房销售收入为主；同期，公司营业毛利为 -552.75 万元，主要受保障房及安置房销售业务影响而持续亏损。

图表 3. 2015 以来公司营业收入和毛利构成（单位：万元，%）

类 型	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年上半年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	72551.45	100.00	36464.73	100.00	34216.77	100.00	15940.36	100.00
受托代建工程	15291.98	21.08	15730.65	43.14	11211.32	32.77	5105.66	32.03
保障房及安置房销售	49739.13	68.56	11870.34	32.55	12968.05	37.90	5823.22	36.53
其他业务	7520.35	10.37	8863.74	24.31	10037.40	29.33	5011.49	31.44
营业毛利	4858.05	100.00	4178.84	100.00	-34.33	100.00	-552.75	100.00
受托代建工程	299.84	6.17	308.44	7.38	219.83	-640.41	100.11	-18.11
保障房及安置房销售	2335.69	48.08	731.63	17.51	-2039.67	5941.99	-1234.51	223.34
其他业务	2222.52	45.75	3138.76	75.11	1785.52	-5201.58	581.65	-105.23
综合毛利率	6.70		11.46		-0.10		-3.47	
受托代建工程	1.96		1.96		1.96		1.96	
保障房及安置房销售	4.70		6.16		-15.73		-21.20	
其他业务	29.55		35.41		17.79		11.61	

资料来源：武义城建投集团

(1) 市政建设业务

该公司市政建设业务由子公司浙江武义城市建设有限公司（以下简称“武义城建”）负责，采取委托代建的业务模式。受武义县政府委托，武义城建负责武义县市政项目的建设，具体包括土地征迁、前期设计、施工建设及项目建设相关的其他工作，前期资金由公司自筹；待项目竣工移交后，武义城建与武义县政府进行结算，并按照决算成本加成 2.00% 确认收入。一般情况下，项目竣工移交后，公司可在 3 个月内一次性收回相应的工程回购款。

近年来，武义县市政建设投入规模较小，故该公司在市政建设方面投入较少。2014-2017 年及 2018 年上半年度，公司已完成竣工决算的市政建设项目包括武阳西路改造工程（解放街-南门街）、莹乡路延伸工程（永武二线至黄龙一路）、武义县温泉公园武川路扩宽改造工程、熟溪滨水景观步道系统工程、熟溪河整治绿化配套工程、武义上街王家厅修缮利用工程等，累计投入 13.93 亿元，目前工程款已全部收回；截至 2018 年 6 月末，公司在建的工程项目已累计投入 18.96 亿元（包括已完工但尚未竣工决算的项目）。其中，前五大工程项目分别为武义县城镇污水收集系统、武川路延伸工程、武义县污水收集系统二期工程、熟溪河整治（熟溪滨水绿带工程）及环城南路延伸工程，计划投资总额为 15.68 亿元，累计已投入 6.99 亿元。

图表 4. 截至 2018 年 6 月末公司在建的前五大工程项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	累计投资	建设周期
武义县城镇污水收集系统	9.84	3.94	2016-2018
环城南路延伸工程	2.32	0.46	2016-2019
武川路延伸工程	1.36	0.97	2016-2018
武义县污水收集系统二期工程	1.32	0.89	2014-2018
熟溪河整治（熟溪滨水绿带工程）	0.84	0.73	2014-2018
合计	15.68	6.99	—

资料来源：武义城建集团

2018 年起，武义县将加大城市基础设施建设力度。根据武义县年度市政建设计划，2018 年该公司计划继续从事武义县城镇污水收集系统工程（东升中路、环城南路、城东路等）、环城西路延伸至新武义一中道路、武义县棚户区改造安置区配套道路、南湖堰边景观步行桥、城区停车场工程等市政工程，计划投资总额为 19.82 亿元，其中 2019-2020 年计划投入 12.28 亿元和 2.17 亿元。目前，公司新开工项目仍采用受托代建的模式，未来可能引进社会资本参与建设。

(2) 保障房及安置房业务

保障房及安置房建设与销售业务主要由该公司子公司武义城建负责。根据《武义县人民政府房屋征收决定》，武义城建对指定地块开展征地和拆迁工作，并负责相应的拆迁安置房、经济适用房等保障性住房的建设。待项目完工拟对外销售时，由房地产评估机构基于周边房价对房屋销售价格进行评估，经县房屋征收部门同意后，定向销售给被拆迁对象；受武义县房地产市场景

气度影响，保障房及安置房每年销售单价存在一定波动。此外，由于保障房及安置房销售公益性较强，销售价格均低于市场销售价，故该业务盈利能力有限。

2014 年以来，该公司已承接栖霞花苑 A、B、C 区块、新丰花苑、壶山广场项目的保障房及安置房建设工作，公司承建项目可供出售的保障房及安置房面积合计为 38.89 万平方米。2015 年以来，公司累计实现销售面积 13.01 万平方米，实现销售收入 8.04 亿元，武义县住建部根据拆迁进度指定每年公司可对外销售的保障房及安置房数量，故整体看公司保障房及安置房销售进度较缓，且受当年拆迁安置进度、房地产市场景气度影响，公司保障房及安置房销售收入存在较大波动。

图表 5. 2015 年以来公司保障房及安置房销售情况

项目名称	可售面积 (万平方米)	销售面积 (万平方米)	销售收入 (亿元)	销售单价(万 元/平方米)
壶山广场项目	2.73	0.05	0.04	0.93
栖霞花苑 A 区块	10.89	3.08	2.3	0.75
新丰花苑	13.69	4.86	2.63	0.54
2015 年合计	27.31	7.99	4.97	—
壶山广场项目	2.73	0.54	0.48	0.89
栖霞花苑 A 区块	10.89	0.6	0.54	0.90
新丰花苑	13.69	0.32	0.16	0.51
2016 年合计	27.31	1.46	1.19	—
壶山广场	2.73	0.09	0.08	0.92
栖霞花苑 A 区块	10.89	0.22	0.13	0.61
栖霞花苑 B 区块	6.04	1.18	0.63	0.54
栖霞花苑 C 区块	5.53	0.55	0.29	0.53
新丰花苑	13.69	0.34	0.16	0.45
2017 年合计	38.89	2.37	1.30	—
壶山广场	2.73	0.04	0.04	0.92
栖霞花苑 A 区块	10.89	0.11	0.07	0.61
栖霞花苑 B 区块	6.04	0.59	0.25	0.54
栖霞花苑 C 区块	5.53	0.28	0.15	0.53
新丰花苑	13.69	0.17	0.08	0.45
2018 年上半年度合计	38.89	1.19	0.58	—

资料来源：武义城建投集团

截至 2018 年 6 月末，该公司在建的安置房项目包括栖霞花苑三期 A、C 区块和县棚户区改造工程。其中，栖霞花苑 A 区块计划投资为 3.84 亿元，已投资 3.45 亿元；栖霞花苑 C 区块计划总投资 1.39 亿元，已完成投资 4.66 亿元²。县棚户区改造工程计划总投资为 85.00 亿元，计划建设周期为 2017-2019 年，建设内容包括溪南街区、城东下王宅、鸣阳、程王处区块、下街齐心区块、白洋渡大桥区块、城西花园殿巷区块棚户区改造；截至 2018 年 6 月末，项目棚改签约率达 99.90%，正处于过渡用房建设阶段，已完成工程量的 60%，

² 计划总投资中未包含拆迁和土地成本，因此小于总投资额。

公司已预付 25.46 亿元用于前期拆迁。

总体看，该公司保障房及安置房建设未来仍有大额投资，公司面临较大的投融资压力。

（3）其他业务

该公司其他业务包括液化气销售、房产出租和爆破器材销售等经营性业务，其中液化气业务具有一定垄断性质，房产出租经营情况相对稳定，每年可为公司营业收入和现金流提供一定补充。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司分别实现其他业务收入 0.75 亿元、0.89 亿元、1.00 亿元和 0.50 亿元，近三年来受益于液化气业务的扩张和出租房产规模的增长而逐年增加。

该公司液化气销售业务由子公司浙江省武义县液化石油气有限公司（以下简称“液化石油气公司”）经营，销售区域覆盖武义县各主要乡镇，并在各个区域都设有一个销售网点。从市场占有率看，液化石油气公司瓶装液化气罐装量在武义县液化气市场处于领先地位，竞争优势明显。此外，液化石油气公司与宁波明港液化气有限公司（以下简称“宁波明港”）建立了长期合作关系。受市场行情影响，近年来液化石油气公司液化气采购成本和销售单价均持续下滑，2015-2017 年及 2018 年上半年度采购单价分别为 48.66 元/瓶、38.38 元/瓶、35.98 元/瓶和 37.47 元/瓶，同期销售单价分别为 64.10 元/瓶、55.89 元/瓶、46.37 元/瓶和 45.63 元/瓶。由于液化石油气公司市场占有率较高，近年来液化气对外销量持续扩大，2015-2017 年及 2018 年上半年度销量分别为 7260 吨、7555 吨、7682 吨和 3885 吨；同期，实现液化气销售收入 0.32 亿元、0.30 亿元、0.36 亿元和 0.18 亿元。

该公司房产租赁业务由公司本部和子公司武义县后勤经济发展有限公司（以下简称“后勤发展公司”）运营，收入主要来自于公司受托管理的房产。截至 2018 年 6 月末，公司受托管理房产账面价值合计为 3.39 亿元，目前产权证均已办齐，这些房产对应的土地资产也归公司所有。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司实现房产租赁收入 0.17 亿元、0.25 亿元、0.18 亿元和 0.10 亿元，其中 2016 年租赁收入大幅增加，主要系武义县解放街 9 号-10 号商铺实现对外出租所致；2017 年以来受公司部分出租资产所在地块拆迁影响，当期租金收入有所下降。

此外，该公司其他业务收入还包括爆破器材销售、苗木销售等，上述业务收入较为零散，对公司经营和财务状况影响小。

管理

该公司控股股东和实际控制人始终为武义国资办，股权结构稳定，公司实际经营受股东控制较强。公司建立了较完善的法人治理结构，并根据实际需要设立了组织机构，建立了符合现阶段管理目标的各项规章制度，基本能够满足

日常经营管理需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

自成立以来，该公司控股股东和实际控制人始终为武义国资办，股权结构稳定。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

根据《公司章程》，该公司设立董事会和监事会，不设股东会，由武义国资办行使股东会职权。公司董事会由 3 人组成，其中 2 人为非职工代表董事，由武义国资办委派；1 人为职工代表董事，由公司职工代表大会民主选举产生；董事长和副董事长由国资办从董事会成员中指定。公司监事会由 5 人组成，其中 2 人为非职工代表，由武义国资办委派；3 人为职工代表，由公司职工代表大会选举产生；监事会设主席一名，由武义国资办从监事会成员中指定。监事每届任期三年，届满后连选可连任，董事和高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。从实际经营来看，公司股东对其控制较强。

(3) 主要关联方及关联交易

关联交易方面，近年来该公司与关联方之间的资金往来主要为应收股东武义县国资办的工程款和往来款，截至 2018 年 6 月末上述款项均已结清。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理及业务发展需要，设置了行政综合部、财务及投融资部、资产经营部、项目管理部和政策处理部，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本能够满足公司日常经营管理需要。同时，公司结合自身工作管理需要，在财务管理、工程管理等均实行了较为规范的制度化管理。公司组织结构图详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司结合自身工作管理需要，在财务管理、工程管理等均实行了较为规范的制度化管理，提高企业整体经营管理水平。

在财务管理方面，该公司要求财务人员对财务收支的原始凭证需逐笔进行审核监督，对专用发票、统一收款收据和财务专用章指定专人保管，并建立票据领用登记核对制度。同时，财务部每月需按各部门提供的资金收入及需求预

算，编制财务收支及资金调度计划，并报总经理审核同意后方可支付应付款项。

在工程管理方面，该公司要求每个工程项目需确定分管负责人、项目责任人和驻地代表，并对监理人员的到位情况和工作任务进行考核：对于合同价在 500 万元以上的项目，采取指纹录入和签字相结合的方式；500 万元以下的项目采用签字的方式；驻地代表每月 1 日汇总考勤情况表并上报给工程部，工程部将处罚决定以书面形式通知施工单位和监理单位。

在工程款支付方面，该公司要求由施工单位填写工程款支付通知单，由项目总监审核签字，驻地代表签字，凭工程款支付通知单再填写工程款支付审批表，由项目负责人、财务负责人、总经理（分管领导）签字后方可支付工程款。

（3）过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的 2018 年 11 月 22 日的《企业信用报告》，公司及其主要子公司历史偿债记录良好，无银行信贷违约、欠息等不良情况。根据国家企业信用信息公示系统查询结果，其子公司武义城建因非法占地、破坏耕地，被武义县国土资源局执行行政处罚（武土资罚[2016]6 号）。除此之外，截至 2018 年 11 月 20 日，根据国家税务总局、人民法院、证券期货市场失信记录等信用信息公示平台信息查询结果，公司无异常情况。

3. 发展战略

中长期内，该公司作为武义县重要的基础设施投资建设和保障房建设主体，将继续配合地方政府，大力推进北岭新区的城市化建设。同时，公司逐步拓展液化气销售等经营性业务，业务向多元化发展。

财务

2018 年以来该公司刚性债务规模快速扩张，但得益于股东增资，现阶段负债经营程度尚处较低水平。公司项目后续投资规模较大，债务负担或将进一步加重。由于存货占比较高，公司资产流动性一般。公司公益性业务盈利空间小，盈利对政府补助的依赖程度较高，资产获利能力较弱。

1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行 2014 年财政部颁布的企业会计准则。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的一级子公司 共 6 家，均为 2016 年 1 月根据武政发[2016]3 号文，武义县人民政府划入的武义城市发展投资有限公司、武义城建、后勤发展公司、武义县教育发展投资有限公司（以下简称

“教育投资公司”)、武义县市场开发有限公司和浙江省武义县液化石油气公司等。2018 年上半年度,公司纳入合并范围的一级子公司未变化。公司子公司基本情况详见附录三。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

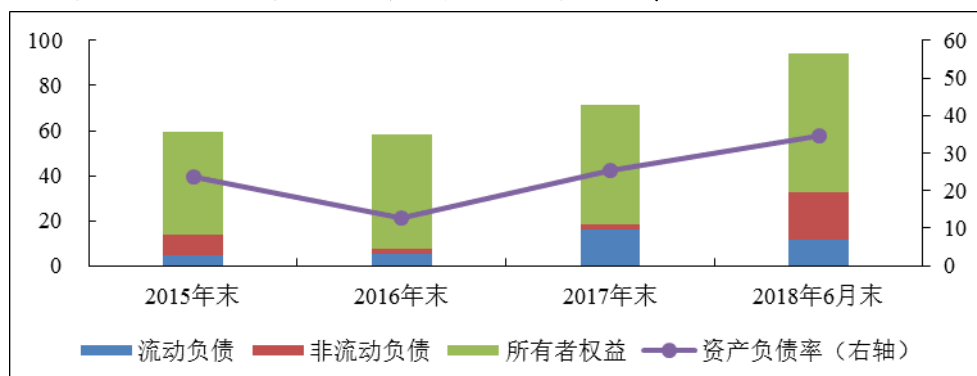
该公司项目建设所需资金主要依赖于自有资金及财政拨款,外部借款规模较小,2015-2017 年末负债总额分别为 13.99 亿元、7.41 亿元和 18.28 亿元,资产负债率分别为 23.61%、12.68%和 25.55%,负债经营程度低。从债务期限结构看,2015-2017 年末,公司长短期债务比分别为 186.43%、36.70%和 15.17%,流动负债占比逐渐提高,主要系近年来公司收到的财政局往来款流入规模较大所致。

该公司负债主要集中于其他应付款和以长期借款为主的刚性债务。2017 年末,公司其他应付款余额 14.81 亿元,较上年末增长 238.39%,主要为公司收到的财政局拨付的往来款和公司应付的工程保证金等;公司刚性债务余额 2.93 亿元,主要为长期借款余额 1.43 亿元³、长期应付款 0.98 亿元和短期借款 0.50 亿元。其中,长期应付款系中国农发重点建设基金公司(简称“农发基金公司”)为推动武义县城镇污水收集系统工程建设而签订的重点建设基建借款,根据协议约定,该笔款项本金为 1.00 亿元,期限为 10 年,公司应付农发基金公司年投资收益率为 1.2%。此外,2017 年末公司应交税费 0.43 亿元,与上年末基本持平。

2018 年 6 月末,该公司负债余额 32.64 亿元,主要受当期棚户区改造项目融资规模较大影响,较 2017 年末增长 78.61%,但得益于股东增资,公司资产负债率为 34.73%,仍处较低水平;同期末,长短期债务比增至 180.36%,负债结构趋长期。2018 年 6 月末,公司主要负债科目中其他应付款较 2017 年末下降 34.20%至 9.74 亿元,主要系应付武义县财政局往来款下降所致;长期借款较 2017 年末增加 19.57 亿元;其他科目变化不大。

³ 不含一年内到期的长期借款 0.2 亿元。

图表 6. 2015 年末以来公司债务构成情况（单位：亿元，%）



注：根据武义城建投集团提供资料整理、绘制

B. 刚性债务

截至 2018 年 6 月末，该公司刚性债务余额为 22.48 亿元，主要为银行借款及利息。同期末，公司借款主要为抵押借款和质押借款，其中抵押借款 1.44 亿元，质押借款 18.00 亿元。同期末，公司股东权益与刚性债务比率为 272.96%，现阶段债务偿付压力较小；且债务结构偏长期，短期刚性债务占刚性债务的比重为 6.56%，短期刚性债务现金覆盖率为 570.65%，即期偿付能力强。

图表 7. 2018 年 6 月末公司金融机构借款明细（单位：亿元，%）

所属科目	借款余额	借款方式	借款利率
长期借款（含一年内到期）	21.44	质押、抵押、保证	5.23-6.70
短期借款	1.00	信用	5.50
合计	22.44	—	—

资料来源：武义城建投集团

截至 2018 年 10 月末，该公司已发行存续期内债券余额 7.00 亿元，系于 2018 年 8 月发行的 7 年期 18 武义 01，发行利率 8.00%，尚未还本付息。

C. 或有负债

截至 2018 年 6 月末，该公司不存在对合并范围外提供担保的情况。

(2) 现金流分析

该公司经营性现金流主要反映主营业务收支、政府补助及往来款情况。2015-2017 年，公司营业收入现金率分别为 100.49%、103.17%和 103.59%，主业回款情况好。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.98 亿元、6.43 亿元和-0.85 亿元，2016 年经营性现金流净额由负转正，主要系当年收回武义县财政局往来款 6.94 亿元所致；由于公司在基础设施及保障房建设方面投资规模较大，故 2017 年公司经营性现金流仍呈净流出状态。

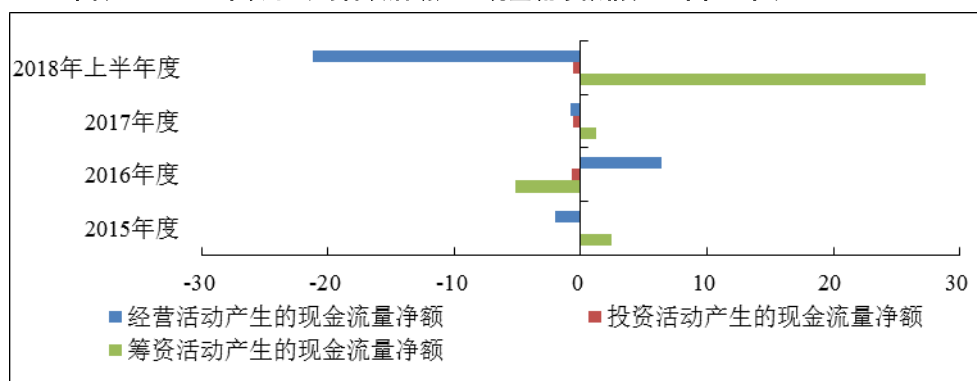
该公司投资性活动支出规模较小，2015-2017 年投资活动产生的现金流量净额分别为-0.06 亿元、-0.74 亿元和-0.58 亿元，其中，2016 年以来公司投资性现金净流出规模大幅扩大，一方面系公司出资设立武义壶山生态公园建设有限公司（以下简称“壶山生态公园建设公司”），另一方系当年公司新增各类设备

用于武义县博物馆、规划展示馆等工程建设所致。

得益于财政拨款，该公司外部筹资规模较小，2015-2017 年，公司仅于 2017 年向银行取得借款资金 0.50 亿元；2015-2017 年，公司分别收到其他与筹资活动有关的现金 2.73 亿元、2.03 亿元和 0.78 亿元，主要为收到的财政拨款，对日常经营所需资金形成较好保障；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.43 亿元、-5.22 亿元和 1.24 亿元，2016 年筹资性现金净流出系子公司武义城建以前年度借款集中于 2016 年到期偿还所致，当年公司共偿还到期借款 7.22 亿元。

2018 年上半年度，该公司营业收入现金率为 104.79%；同期，公司经营产生的现金流净额为-21.23 亿元，由于公司在基础设施及棚户区改造方面的持续投入，经营活动产生的现金流净额缺口进一步扩大。2018 年上半年度，公司投资活动产生的现金流净额为-0.61 亿元。同期，随着武义县棚改项目的推进，公司对外融资规模大幅扩张，当期筹资活动产生的现金流净额为 27.26 亿元。公司筹资活动产生的净现金流能够满足非筹资活动资金需求。

图表 8. 2015 年以来公司各项活动产生现金流净额情况（单位：亿元）



注：根据武义城建投集团提供的数据整理、绘制

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成，2015-2017 年分别为 1.76 亿元、1.88 亿元和 1.46 亿元，其中利润总额占比分别为 91.75%、92.36% 和 82.78%。由于刚性债务规模较小，公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出保障能力较好。此外，受公司项目建设支出和往来款收支的影响，公司经营性现金流稳定性较差，无法对公司债务提供稳定的保障。

图表 9. 2015-2017 年公司现金流与 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	47.27	72.35	55.05
EBITDA/刚性债务(倍)	0.19	0.32	0.54
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-21.59	109.13	-31.61
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-14.94	60.14	-6.62

资料来源：根据武义城建投集团经审计的 2015-2017 年财务报表数据整理、计算

(3) 资产质量分析

2015-2017 年末，该公司所有者权益分别为 45.27 亿元、51.03 亿元和 53.26

亿元。其中，资本公积分别为 41.40 亿元、45.46 亿元和 46.49 亿元，主要为财政拨款、无偿划入的土地资产及股权划转引起的资本公积变动。2017 年末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 89.18%，资本结构稳定性较好。

该公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产余额为 66.20 亿元，占资产总额的比重为 92.54%，主要由货币资金、预付款项和存货构成。其中，货币资金余额为 3.00 亿元，较上年末下降 5.99%，主要系当年收回武义县财政局的往来款所致；同期末，公司预付款项余额为 11.39 亿元，主要为 2017 年新增的预付武义县城城中村改造指挥部 11.38 亿元拆迁款，该笔资金计划用于县棚户区改造项目；公司存货主要由土地资产、开发成本、开发产品和工程施工构成。其中，2017 年末，公司拥有土地使用权证的土地资产 477.32 亩，账面价值 18.10 亿元，主要为住宅用地，证载使用权类型主要为出让⁴，待办理土地使用权证土地账面价值 0.46 亿元；开发成本主要为保障房及安置房建设及土地平整过程中产生的征地、拆迁费用等相关成本；开发产品主要为已完工的保障房、安置房项目，工程施工成本主要为基础设施建设中发生的工程支付等相关成本。当年末存货余额为 49.76 亿元，较上年末增长 6.90%，其中土地资产、开发成本和工程施工占比分别为 37.23%、29.61%和 26.63%。此外，2017 年末公司其他应收款余额 1.98 亿元，较上年末减少 50.36%，主要系公司与武义县财政局的往来款回收所致⁵。

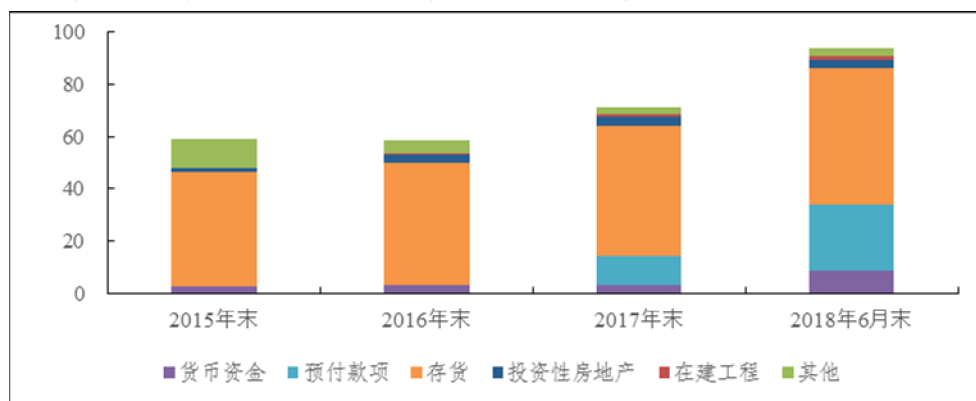
2017 年末，该公司非流动资产余额为 5.34 亿元，较上年末增长 15.75%，主要由投资性房地产和在建工程构成。其中，投资性房地产余额为 3.48 亿元，较上年末增长 5.02%，均为对外出租的房产；在建工程主要核算公司在武义县博物馆、规划展示馆工程等自建工程上的支出，当年末余额为 1.01 亿元，较上年末大幅增长主要系公司当年在武义县博物馆和规划展示馆工程集中投入所致。此外，长期股权投资余额为 0.44 亿元，系武义城建对壶山生态公园建设公司的股权投资。

2018 年 6 月末，该公司所有者权益为 61.35 亿元，较上年末增长 15.20%，主要系股东增资 8 亿元所致。同期末，公司资产总额为 93.99 亿元，较 2017 年末增长 31.40%。其中，流动资产余额为 88.15 亿元，较上年末增长 33.17%，主要受武义县棚户区改造的持续投入导致的预付款项增加 13.87 亿元及货币资金存量增加 5.42 亿元综合影响。

⁴ 该公司存货中土地资产均未缴纳土地出让金。

⁵ 根据武政函[2017]2 号文件，截至 2016 年末，公司应收武义县有关政府部门及地方国有企业的款项合计为 3.95 亿元，武义县人民政府拟于 2017-2023 年偿还上述款项，每年还款金额均为 0.56 亿元。

图表 10. 截至 2018 年 6 月末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：武义城建投集团

(4) 流动性/短期因素

2015-2017 年及 2018 年 6 月末，该公司流动比率分别为 1180.23%、993.00%、417.15% 和 757.12%，但由于存货流动性较弱且占比较大，实际资产流动性弱于账面表现；同期末，公司现金比率分别为 55.60%、58.93%、18.92% 和 90.44%，2018 年以来公司货币资金存量有所增长，但综合考虑其后续投资及应付往来款规模，公司现金保障能力较弱。

图表 11. 2015 年以来公司主要流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率 (%)	1180.23	993.00	417.15	757.12
速动比率 (%)	284.40	134.16	31.81	90.44
现金比率 (%)	55.60	58.92	18.92	72.31

资料来源：武义城建投集团

截至 2018 年 6 月末，该公司受限资产账面价值 2.71 亿元，全部为存货中的土地资产，用于公司抵押借款。

3. 公司盈利能力

该公司收入主要来源于受托代建业务和保障房及安置房销售，2015-2017 年营业收入分别为 7.26 亿元、3.65 亿元和 3.42 亿元，受保障房及安置房交付进度影响，公司营业收入存在一定波动；同期，综合营业毛利率分别为 6.70%、11.46% 和 -0.10%，受当期保障房及安置房定价影响，公司盈利能力波动较大。从具体业务盈利看，公司受托代建业务盈利稳定，2015-2017 年毛利率均为 1.96%；受保障房及安置房周边房地产价格影响，公司每年保障房及安置房销售定价存在不确定性，故每年盈利存在波动，2015-2017 年保障房及安置房销售业务毛利率分别为 4.70%、6.16% 和 -15.73%，2017 年实现销售的保障房及安置房销售收入均低于其开发成本，当期毛利率为负。同期，公司其他业务毛利率分别为 29.55%、35.41% 和 17.79%，盈利能力较强，占公司营业毛利的比重分别为 45.75%、75.11% 和 -5201.58%，是公司营业毛利的重要来源；其中，液

化气销售业务市场占有率高，近年来盈利能力维持高位，2015-2017 年分别为 21.41%、30.66%和 21.14%；房屋出租业务盈利能力受当期可租赁的房产增减而有所波动，同期分别为 35.92%、51.15%和-16.13%。

该公司期间费用主要由管理费用构成，2015-2017 年期间费用分别为 0.24 亿元、0.26 亿元和 0.27 亿元，其中管理费用占比均在 70%以上；由于公司利息支出大部分由武义县财政局承担，故公司需承担的利息支出规模较小，同期分别为 372.31 万元、259.75 万元和 266.11 万元，占期间费用的比重较小。2015-2017 年，公司期间费用率分别为 3.28%、7.26%和 7.81%，尚在合理水平。

政府补助是该公司盈利的主要来源，2015-2017 年，公司分别收到政府补助 1.65 亿元、1.51 亿元和 1.54 亿元，实现净利润 1.59 亿元、1.71 亿元和 1.19 亿元。同期，公司净资产收益率分别为 3.67%、3.54%和 2.28%，总资产报酬率分别为 2.92%、2.99%和 1.91%，公司资产获利能力较弱。

2018 年上半年度，该公司实现营业毛利-0.06 亿元，主要受保障房及安置房销售亏损的影响，毛利持续为负。同期，受银行借款快速增长影响，公司财务费用大幅增至 0.26 亿元；公司期间费用为 0.40 亿元，期间费用率达 24.93%，对公司利润的侵蚀加重。2018 年上半年度，公司收到政府补助 0.55 亿元，实现净利润 0.05 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

目前，该公司是武义县最重要的基础设施投建主体，区域地位突出。公司项目建设所需资金主要依赖于自有资金及财政拨款，主业获现能力较强。2018 年以来公司刚性债务规模快速扩张，但得益于股东增资，现阶段负债经营程度尚处较低水平；公司项目后续投融资规模较大，债务负担或将进一步加重。由于存货占比较高，公司资产流动性一般。公司公益性业务盈利空间小，盈利对政府补助的依赖程度较高，资产获利能力较弱。

2. 外部支持因素

该公司是武义县最重要的基础设施投建主体，在资产划拨、财政拨款等方面能够得到地方政府的有力支持。目前，公司项目建设所需资金主要依赖于自有资金及财政拨款，外部筹资规模较小。在资金支持方面，2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司分别收到财政拨款 2.06 亿元、1.70 亿元、1.54 亿元和 0.55 亿元。

截至 2018 年 6 月末，该公司获得银行提供的授信额度为 28.00 亿元，尚未使用的额度为 16.00 亿元。

本期债券偿付保障分析

1. 盈利保障

2015-2017 年和 2018 年上半年度, 该公司营业收入分别为 7.26 亿元、3.65 亿元和 3.42 亿元, 同期分别实现净利润 1.59 亿元、1.71 亿元、1.19 亿元和 0.05 亿元, 公司盈利对债券利息形成较好保障。

2. 募投项目收益

本期债券募投项目为武义县停车场项目, 在本期债券存续期内该项目预计可累计实现项目收入 13.67 亿元, 税收投资内部收益率为 13.73%, 税后投资回收期(静态)为 7.55 年, 可为本期债券偿付提供一定保障。

评级结论

目前, 该公司根据实际需要设立了组织架构, 并建立了符合现阶段管理目标的各项规章制度, 基本能够满足日常经营管理需要, 公司实际经营受股东控制较强。公司是武义县最重要的基础设施投资建设和保障房建设主体, 主要负责武义县的基础设施建设、保障房建设及销售等业务, 资金回笼情况较好, 但受工程项目完工决算进度和保障房及安置房交付进度影响, 公司营业收入稳定性较弱, 且未来项目投资较集中, 公司面临较大的投融资压力。公司经营性业务发展情况较好, 但易受宏观政策、行业环境等因素影响。

2018 年以来该公司刚性债务规模快速扩张, 但得益于股东增资, 现阶段负债经营程度尚处较低水平。公司项目后续投融资规模较大, 债务负担或将进一步加重。由于存货占比较高, 公司资产流动性一般。公司公益性业务盈利空间小, 盈利对政府补助的依赖程度较高, 资产获利能力较弱。

本期债券募投项目在债券存续期内预计实现的收入, 可为本期债券的到期偿付提供较好保障。此外, 该公司经营性业务亦可对债务偿付提供一定支撑, 但募投项目完工投入使用时点及收益情况存在一定不确定性。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

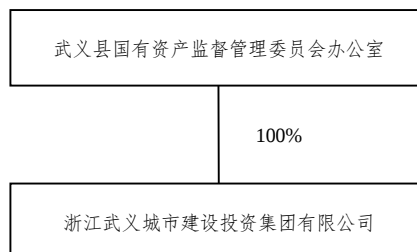
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

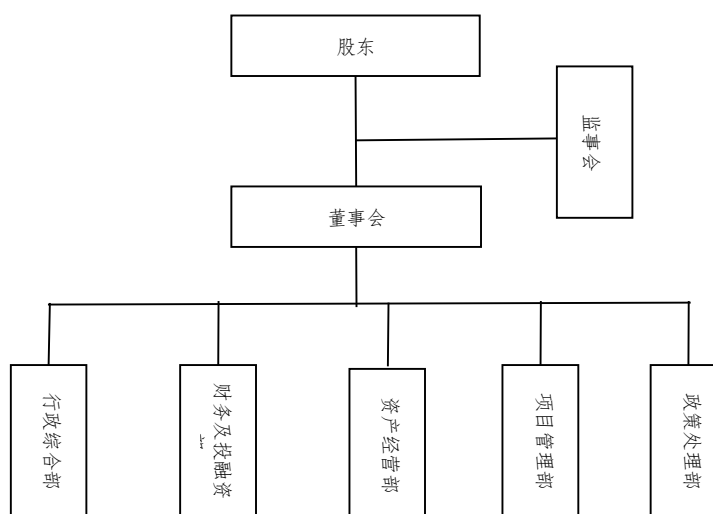
公司与实际控制人关系图



注：根据武义城建投集团提供的资料绘制（截至 2018 年 6 月末）

附录二：

公司组织架构图



注：根据武义城建投集团提供的资料绘制（截至 2018 年 6 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（单位：亿元）				
			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
浙江武义城市建设投资集团有限公司	本部	黄土地陵开发、农业综合投资开发、水利设施开发、城市基础设施建设与开发	1.43	44.29	—	-0.03	-0.02
浙江武义城市发展投资有限公司	100.00	城市发展基础设施项目的投资管理、开发建设、绿化苗木、园艺产品的经营等	0.45	23.17	0.40	-0.06	0.15
浙江武义城市建设有限公司	100.00	市政工程、园林工程、房屋建筑工程的施工、管理；城市基础设施建设	1.00	23.08	2.42	1.28	-0.33
浙江省武义县液化石油气有限公司	100.00	液化石油气储存、灌装、供应等	—	0.27	0.37	0.03	0.01
武义县后勤经济发展有限公司	100.00	物业管理；汽车租赁；会务服务；餐饮服务	—	2.25	0.20	-0.03	0.08
武义县教育发展投资有限公司	100.00	发展教育项目投资经营管理	—	4.54	—	-0.0007	-0.79
武义县市场开发有限公司	100.00	市场投资、市场经营管理、市场开发服务、市场物业管理服务	—	0.01	—	0.31（万元）	0.31（万元）

注：根据武义城建集团提供的资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
资产总额[亿元]	59.26	58.44	71.53	93.99
货币资金[亿元]	2.72	3.19	3.00	8.42
刚性债务[亿元]	9.34	2.45	2.93	22.48
所有者权益[亿元]	45.27	51.03	53.26	61.35
营业收入[亿元]	7.26	3.65	3.42	1.59
净利润 [亿元]	1.59	1.71	1.19	0.05
EBITDA[亿元]	1.76	1.88	1.46	—
经营性现金净流入量[亿元]	-1.98	6.43	-0.85	-21.23
投资性现金净流入量[亿元]	-0.06	-0.74	-0.58	-0.61
资产负债率[%]	23.61	12.68	25.55	34.73
长短期债务比[%]	186.43	36.70	15.17	180.36
权益资本与刚性债务比率[%]	484.58	2081.54	1816.94	272.96
流动比率[%]	1180.23	993.00	417.15	757.12
速动比率[%]	284.40	134.16	31.81	309.15
现金比率[%]	55.60	58.92	18.92	72.31
利息保障倍数[倍]	44.37	67.83	46.57	—
有形净值债务率[%]	30.91	14.52	34.35	53.25
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	6.70	11.46	-0.10	-3.47
营业利润率[%]	-0.62	3.36	34.90	3.98
总资产报酬率[%]	2.92	2.99	1.91	—
净资产收益率[%]	3.67	3.54	2.28	—
净资产收益率*[%]	3.67	3.54	2.28	—
营业收入现金率[%]	100.49	103.17	103.59	104.79
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-45.85	124.89	-7.99	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.94	60.14	-6.62	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-47.21	110.51	-13.46	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.38	53.22	-11.16	—
EBITDA/利息支出[倍]	47.27	72.35	55.05	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.32	0.54	—

注：表中数据依据武义城投集团经审计的 2015-2017 年财务报告及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

附录五：
各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息
	C 级	不能偿还债券本息

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- I 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- I 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。