

2019 年第一期舟山市普陀区国有资产投资
经营有限公司

公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【840】号 02

分析师

姓名：
杨培峰 陈鹏

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 1 月 4 日

本次评级采用中证鹏元资信评估股份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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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.cspengyuan.com

2019年第一期舟山市普陀区国有资产投资经营有限公司 公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：7 亿元

评级展望：稳定

债券期限：8 年

债券偿还方式：按年计息，同时设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第 3-7 年末，每年偿还本金的 15%，第 8 年末偿还本金的 25%

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对舟山市普陀区国有资产投资经营有限公司（以下简称“普陀国资”或“公司”）本次拟发行总额 7 亿元的公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该评级结果是考虑到近年来外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司主营业务未来持续性较好，且服务收入和贸易收入增长较快，业务多元化发展；同时公司在资产注入和财政补贴等方面获得较大外部支持。但我们也关注到，公司整体资产流动性一般，且需关注其他应收款的回收风险；公司在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力；公司有息债务规模持续增长，对外担保金额较大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年，普陀区分别实现地区生产总值 352.15 亿元、395.27 亿元和 394.51 亿元，按可比价格计算，近三年增速均保持在 9.0% 以上，较好的外部环境为公司发展提供了良好基础。
- 公司主营业务持续性较好。作为普陀区重要的土地综合开发、基础设施建设主体，截至 2017 年末，区域内未来可供整理并出让的土地约 8,162 亩，公司主要代建基础设施和自主运营项目计划总投资合计 154.66 亿元，已投资 98.77 亿元，业务持续性较好。
- 公司服务和贸易板块收入增长较快，业务多元化发展。2016 年，公司服务板块新增酒店业务；2017 年，公司新增水产品贸易业务，服务收入和贸易收入近三年复

合增长率分别为 73.43%和 206.71%，2017 年占营业收入的比重分别为 18.68%和 17.36%，公司业务多元化发展。

- 公司获得的外部支持力度较大。2015-2017 年，普陀区政府通过资产注入、股权划转等方式，累计增加公司资本公积 41.61 亿元，公司资本实力显著提高；同期，公司合计获得政府补助 2.59 亿元，对公司盈利形成了一定补充。

关注：

- 公司整体资产流动性一般，且需关注其他应收款的回收风险。截至 2017 年末，公司资产中存货和应收类款项合计占比为 61.39%，存货主要由开发成本构成，相关资产变现能力较弱，公司整体资产流动性一般；此外，公司其他应收款中对民营企业的借款规模较大，未来需关注其他应收款的回收风险。
- 公司在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力。截至 2017 年末，公司主要在建项目总投资合计 154.66 亿元，未来尚需投资超过 55.93 亿元，项目建设所需资金主要依赖于外部融资解决，公司面临较大的资金压力。
- 公司有息债务规模持续增长，面临较大的债务偿付压力。截至 2017 年末，公司有息债务规模为 163.39 亿元，近三年复合增长率为 10.86%；此外，公司资产负债率为 64.01%，EBITDA 利息保障倍数为 0.67，整体经营债务负担较重，公司面临较大的债务偿付压力。
- 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。截至 2017 年末，公司对外担保金额为 16.92 亿元，占 2017 年末所有者权益的比重为 12.99%，其中对民营企业的担保金额合计为 3.45 亿元。公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,618,188.86	3,171,432.93	2,912,966.31
所有者权益合计（万元）	1,302,064.43	1,113,242.91	1,070,110.23
有息债务（万元）	1,633,860.05	1,441,554.83	1,329,374.34
资产负债率	64.01%	64.90%	63.26%
流动比率	4.07	4.72	3.12
营业收入（万元）	109,120.79	67,945.99	50,336.20
营业外收入（万元）	11,477.41	2,348.60	21,669.16
利润总额（万元）	26,358.79	27,585.71	8,205.30

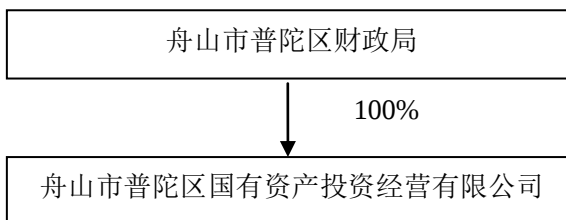
综合毛利率	51.49%	52.47%	49.21%
EBITDA（万元）	57,592.42	60,660.81	39,882.37
EBITDA 利息保障倍数	0.67	1.26	0.74
经营活动现金流净额（万元）	33,652.80	-300,997.50	-63,073.79

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司于 2000 年 6 月由舟山市普陀区财政局根据普陀区人民政府《关于同意成立舟山市普陀区国有资产投资经营有限公司的批复》（舟普政发[2000]24 号）文件出资设立，初始注册资本为 1.50 亿元。后经多次增资，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 8.50 亿元，舟山市普陀区财政局持有公司 100% 股权，公司股权及控制关系见图 1。

图 1 截至 2018 年 9 月末公司股权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是舟山市普陀区重要的土地开发、基础设施建设、国有资产运营主体，业务范围涵盖土地整理、资产经营、保安服务、建材贸易、石料开采及远洋渔业等。截至 2017 年末，纳入公司合并报表范围的主要子公司共 11 家，具体情况见附录五。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 3,618,188.86 万元，所有者权益合计为 1,302,064.43 万元，资产负债率为 64.01%；2017 年度，公司实现营业收入 109,120.80 万元，利润总额 26,358.79 万元，经营活动现金净流入 33,652.80 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2019 年第一期舟山市普陀区国有资产投资经营有限公司公司债券；

发行总额：7 亿元人民币；

债券期限：本期债券为 8 年期，同时设置本金提前偿付条款；

债券利率：本期债券为固定利率债券，在债券存续期内固定不变；本期债券采用单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第 3、4、5、6、7、8 个计息年度末分别按照债券发行总额 15%、15%、15%、15%、15%、25% 的比例偿还债券本金，第 3 至第 8 年利息随当年度应偿还的本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券共募集资金 7 亿元，其中 6 亿元用于舟山市普陀区城北旧城改造项目，剩余 1 亿元用于补充公司流动资金，具体情况如下：

表1 本期债券募集资金拟使用情况（单位：万元）

募集资金投向	项目总投资额	拟使用募集资金	债券资金占比
舟山市普陀区城北旧城改造项目	213,700.00	60,000.00	28.08%
补充流动资金	-	10,000.00	-
合计	-	70,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

本期债券募投项目为舟山市普陀区城北旧城改造项目，由公司子公司舟山市普陀港福开发建设有限公司（以下简称“港福开发”）负责具体实施。主要建设内容是在舟山普陀区城北片区 A-05 地块（新塘、吴家岙、观仟头地块）、C-06 地块（刘家湾、徐家等地块）、大岭下地块等地块建设安置性住房，并配套建设便民服务中心。

该项目总用地面积 231,216.90 平方米（约 346.8 亩），总建筑面积 398,095.51 平方米。其中，A-05 地块安置房用地面积 53,709.52 平方米，总建筑面积 168,058.65 平方米，建设安置房 1,121 套；C-06 地块安置房用地面积 46,476.01 平方米，总建筑面积 83,622.80 平方米，建设安置房 893 套；大岭下地块安置房用地面积 112,601.10 平方米，总建筑面积 117,295.06 平方米，建设安置房 767 套，总计建设 2,781 套安置房；配建便民服务中心用地面积 18,430.27 平方米，总建筑面积 29,119.00 平方米。

本期债券募投项目的 A-05 地块、C-06 地块、大岭下地块的安置房建设工程已列入浙江省城市棚户区改造计划。其中，A-05 地块安置房有 1,100 套，C-06 地块安置房有 889 套，大岭下地块安置房有 567 套，总计 2,556 套安置房已列入浙江省棚户区改造项目计划，剩余 225 套安置房已列入舟山市普陀区棚户区改造计划。

2、项目批复情况

表2 舟山市普陀区城北旧城改造项目批复情况

批准文件类型	审批机构	批准文号	批准时间
建设项目选址意见书	舟山市规划局普陀分局	选字第F2016-005号	2016年5月6日
关于舟山市普陀区城北旧城改造项目用地的审查意见	舟山市国土资源局普陀分局	舟普土资预（2016）21号	2016年8月9日
关于舟山市普陀区城北旧城改造项目环境影响报告的审	舟山市普陀区环境保护局	普环审（16005）号	2016年8月10日

批意见			
关于舟山市普陀区城北旧城改造项目可行性研究报告的批复	舟山市普陀区发展和改革委员会	普发改投资（2016）8号	2016年8月17日
建设用地规划许可证	舟山市规划局普陀分局	2016-F0941023号	2016年8月31日
节能审查意见书	舟山市普陀区住房和城乡建设局	浙建节33090009032016000016号	2016年12月6日
舟山市普陀区重大事项社会稳定风险评估报告评审表	中共舟山市普陀区委维护社会稳定工作领导小组办公室	-	2016年4月25日

资料来源：公司提供

3、项目建设进度

本期债券募投项目总投资为 213,700.00 万元，其中建设投资 192,100.00 万元，建设期利息 21,600.00 万元。该项目所需资金由建设单位通过自有资金、银行借款和企业债券等融资方式筹集。该项目拟使用本期债券募集资金 60,000.00 万元，占项目总投资规模的比例为 28.08%。

根据浙财建[2016]76 号文件，该项目 C-06 地块安置房工程和大岭下地块安置房工程分别获得 2016 年保障性安居工程配套基础设施中央基建资金 3,800.00 万元、3,400.00 万元，共计 7,200.00 万元，此外，根据《浙江省财政厅关于下达 2017 年保障性安居工程配套基础设施（第一批）中央基建投资预算的通知》（浙财建〔2017〕56 号），城北 A-05 地块安置房项目获得 2,000 万元中央基金资金。

该项目建设周期为 36 个月，已于 2016 年 8 月开工建设，预计 2019 年全部完工。截至 2018 年 9 月底，该项目已累计投入建设资金 7.69 亿元，已建设完成 35.99%。其中，大岭下地块与 C-06 地块安置房已完成基础工程，正在分批次建设地上主体工程；A-05 地块安置房已完成前期审批手续，进入现场施工阶段；便民服务中心已完成前期审批手续，现正在进行桩基、场地平整等基础工程。

4、项目经济效益

本期债券募投项目由公司负责运营，其中安置房部分主要面向普陀区城北片区棚户区改造和危旧房改造的拆迁户进行销售，按照房屋市场价格给予折扣优惠；配建便民服务中心主要面向商业用房拆迁户进行销售和出租。根据由浙江中润工程管理有限公司出具的《舟山市普陀区城北旧城改造项目可行性研究报告》，该项目收入主要包括安置房出售收入、车位出售收入及经营用房收入。

经相关测算，在本期债券存续期¹内，募投项目可实现总收入为 281,124.97 万元，

¹ 假设本期债券存续期为 2019 年至 2026 年。

扣除项目运营管理成本 8,735.47 万元和增值税税金及附加 15,846.18 万元，可实现净收益 256,543.32 万元。在本期债券存续期内，项目净收益足以覆盖项目总投资和债券本息总额。但需要关注的是，受宏观经济、资金到位程度、市场需求波动等因素影响，募投项目存在不能按期竣工或运营效果未达预期的风险。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 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。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年，城投行业监管政策密集发布，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

2014 年 10 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，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

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，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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方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 年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，

发展改革委、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。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号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表3 近年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
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作

2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
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]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）	发展改革委、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
2018 年 3 月	《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 号文）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

近年来，舟山市整体经济保持较快增长，海洋经济和工业经济运行情况较好，旅游业保持良好的发展态势，固定资产投资仍是舟山市经济增长的重要驱动因素

舟山市是浙江省下辖地级市，位于浙江省东北部，长江口南侧，杭州湾外缘的东海洋面上。舟山市背靠上海、杭州、宁波等大城市，踞于中国南北沿海航线与长江水道交汇枢纽，是长江流域和长江三角洲对外开放的海上门户和通道，与亚太新兴港口城市呈扇形辐射之势。舟山市拥有 1,390 个岛屿和 270 多公里深水岸线，是中国第一大群岛和重要港口城市，下辖定海、普陀两区和岱山、嵊泗两县。截至 2017 年末，舟山市常住人口为 116.8 万人。

舟山市是中国最大的海产品生产、加工、销售基地，素有“东海鱼仓”和“海鲜之都”之称。得益于附近海域的自然环境优越，饵料丰富，形成了中国著名渔场--舟山渔场。同时，舟山市拥有得天独厚的深水港口和航道资源优势，航道众多，主航道可通行 20-30 万吨级巨轮，是中国屈指可数的天然深水良港。2011 年 6 月，国务院正式批准设立浙江舟山群岛新区，新区范围与舟山市行政区域一致。舟山群岛开发开放上升为国家战略，成为我国继上海浦东、天津滨海、重庆两江之后的第四个国家级新区，也是我国第一个以海洋经济为主题的国家战略层面新区。

依托于自身区位和海洋性资源优势，近年来舟山市经济保持较快增长。2015-2017 年，舟山市分别实现地区生产总值 1,095.00 亿元、1,228.51 亿元和 1,219.00 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 9.2%、11.3%和 8.8%，三次产业结构比例由 2015 年的 10.2:41.4:48.4 调整为 2017 年的 11.7:36.4:51.9。2017 年，按常住人口计算，舟山市人均地区生产总值为 104,811 元，与全国人均地区生产总值的比值为 175.68%，显著高于全国平均水平。

海洋经济是舟山市经济的重要组成，2017 年舟山市海洋经济增加值 824.00 亿元，

同比增长 9.0%，占 GDP 的比重为 67.60%，海洋经济总产出同比增长 10.2%，成为带动舟山市经济发展的重要支撑和动力。工业经济方面，2017 年舟山市规模以上工业增加值比上年增长 11.0%。规模以上工业企业资产总计 1,653.2 亿元，实现利税总额 27.5 亿元；其中利润总额 6.9 亿元。规模以上工业中，高新技术产业、装备制造业和战略性新兴产业总产值分别同比增长 15.8%、12.6%和 20.7%，产值占规模以上工业的比重分别为 32.1%、45.4%和 37.7%。

舟山市旅游资源丰富，截至 2017 年末，全市拥有 A 级景区 31 个，其中 5A 级景区 1 个，4A 级景区 3 个；全年接待国内外游客共计 5,507.2 万人次，同比增长 19.4%；实现旅游总收入 806.7 亿元，比上年增长 21.9%，增速明显高于第三产业增速，旅游业对地方经济增长的拉动作用明显。

固定资产投资是舟山市经济增长的重要驱动因素。2015-2017 年，舟山市分别完成固定资产投资 1,134.76 亿元、1,311.14 亿元和 1,450.30 亿元，分别同比增长 18.1%、15.5%和 15.0%。第二、三产业是主要的投资需求所在，2017 年，第二产业投资 455.9 亿元，同比增长 33.8%；第三产业投资 984.2 亿元，同比增长 7.9%。房地产市场方面，2017 年舟山市房地产开发投资 209.4 亿元，比上年增长 21.8%。房屋竣工面积 179.7 万平方米，同比下降 10.4%；商品房销售面积 218.3 万平方米，同比增长 43.1%；年末商品房待售面积 108.5 万平方米，同比下降 9.1%。

2017 年舟山市实现公共财政收入 125.76 亿元，同比增长 4.52%，其中税收收入 95.78 亿元，占公共财政收入比重为 76.16%；实现政府性基金收入 129.44 亿元，同比增长 96.21%；同期舟山市公共财政支出为 258.60 亿元，同比增长 3.22%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 48.63%。

表4 2015-2017 年舟山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,219.00	8.8%	1,228.51	11.3%	1,095.00	9.2%
第一产业增加值	143.00	5.1%	130.00	7.9%	112.00	4.9%
第二产业增加值	444.00	9.7%	489.34	11.2%	453.00	10.9%
第三产业增加值	632.00	8.7%	609.17	12.1%	529.00	8.5%
固定资产投资	1,450.30	15.0%	1,311.14	15.5%	1,134.76	18.1%
社会消费品零售总额	505.70	10.6%	457.40	11.2%	415.52	10.3%
进出口总额	783.00	12.4%	696.11	-4.2%	726.34	-4.1%
存款余额	2,008.50	4.8%	1,915.84	7.0%	1,791.08	10.0%
贷款余额	1,721.60	13.1%	1,521.82	1.5%	1,499.84	3.2%

人均 GDP（元）	104,811	106,364	95,272
人均 GDP/全国人均 GDP	175.68%	197.64%	193.05%

资料来源：舟山市 2015-2017 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

近年来，普陀区工业经济运行情况平稳，旅游业发展势头良好，消费对经济增长起到一定拉动作用，整体经济保持较快发展

普陀区系舟山市两个市辖区之一，位于舟山群岛东南部，地处长江、钱塘江和甬江入海聚汇处，面临太平洋，背靠上海、杭州、温州等对外开放的大中城市和长江三角洲经济区。舟山市普陀区通江达海的区位优势明显，是长江三角洲及长江、钱塘江和甬江沿线地区的海上门户以及江海联运枢纽的重要组成部分。同时，舟山市普陀区拥有舟山市唯一的机场--普陀山机场，进一步提升了普陀区的区位优势。

普陀区系由 450 多个岛屿组成，总面积 6,728.0 平方公里，其中海域面积 6,269.4 平方公里，海岸线总长达 831.43 千米，海洋性资源优势显著，区内沈家门渔港长 11.5 公里，宽 0.17-0.19 公里，港域面积 320 万平方米，水域面积 185 万平方米，是全国最大的渔货集散地，与挪威卑而根港、秘鲁卡亚俄港合称世界三大群众渔港。

依托良好的区位条件、丰富的海洋性资源和旅游资源优势，近年来普陀区经济得到较快发展。2015-2017 年，普陀区分别实现地区生产总值 352.15 亿元、395.27 亿元和 394.51 亿元，按可比价计算，分别同比增长 9.1%、11.2%和 9.0%。2017 年，第一产业实现增加值 57.63 亿元，同比增长 6.4%；第二产业实现增加值 116.78 亿元，同比增长 10.5%；第三产业实现增加值 220.10 亿元，同比增长 8.5%；三次产业结构比例由 2015 年的 12.6:36.6:50.8 调整为 2017 年的 14.6: 29.6:55.8。按户籍人口计算，2017 年普陀区人均地区生产总值为 10.06 万元，与全国人均地区生产总值的比值为 168.62%，显著高于全国平均水平。

普陀区旅游资源丰富，随着全域旅游示范区建设的不断推进，全区旅游业呈现了良好的发展态势。2017 年，普陀区共接待国内外游客 3,280 多万人次，较上年增长 18.3%，实现旅游收入 411.50 亿元，同比增长 26.7%。2017 年，除了普陀山、朱家尖、桃花、东极等核心景区接待人次增长较快外，杉杉·普陀天地、东港内湖休闲特色街区建成运营，带动东港全年旅游接待人次增长 40.6%。沈家门渔港小镇建设不断推进，舟山国际水产城通过 4A 级景区创建，带动沈家门全年旅游接待人次增长 20.0%。

工业经济方面，2017 年普陀区规模以上工业增加值同比增长 11.3%，装备制造业、战略性新兴产业产值分别同比增长 20.0%和 17.2%。依托于自身区位和海洋性资源优势，普陀区渔业发展较快，2017 年产量达 97.11 万吨，同比增长 7.7%；其中远洋渔业产量 49.97 万吨，同比增长 25.4%，产值达 41.8 亿元，同比大幅增长 44.4%。2017 年，普陀

区社会消费品零售总额为 187.71 亿元，同比增长 10.8%；其中电子商务发展较快，全年实现网络零售额 13.60 亿元，同比增长 50.0%。近年来普陀区社会消费品零售总额增速高于同期地区生产总值增速，对经济增长起到一定拉动作用。

2017 年普陀区实现公共财政收入 29.50 亿元，同比下降 1.99%，其中税收收入 24.83 亿元，占公共财政收入比重为 84.17%；实现政府性基金收入 8.12 亿元，同比增长 81.25%；同期普陀区公共财政支出为 58.79 亿元，同比增长 6.35%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 50.18%。

表5 2015-2017 年普陀区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	394.51	9.0%	395.27	11.2%	352.15	9.1%
第一产业增加值	57.63	6.4%	51.68	7.8%	44.46	4.6%
第二产业增加值	116.78	10.5%	132.24	11.1%	128.89	11.0%
第三产业增加值	220.10	8.5%	211.35	12.0%	178.80	8.6%
规模以上工业总产值	-	15.0%	603.50	14.0%	528.37	13.0%
固定资产投资	-	5.1%	336.92	15.2%	292.73	18.5%
社会消费品零售总额	187.71	10.8%	169.34	11.7%	153.22	11.0%
进出口总额	359.09	7.9%	50.16 (亿美元)	-8.5%	54.76 (亿美元)	5.2%
存款余额	409.55	5.2%	392.48	14.9%	341.54	0.8%
贷款余额	422.96	13.2%	375.82	-3.6%	390.00	3.1%
人均 GDP（万元）	10.06		12.29		10.92	
人均 GDP/全国人均 GDP	168.62%		228.44%		221.05%	

资料来源：2015-2016 年数据来源于普陀区 2015-2016 年国民经济与社会发展统计公报，2017 年数据来源于普陀区统计局，中证鹏元整理

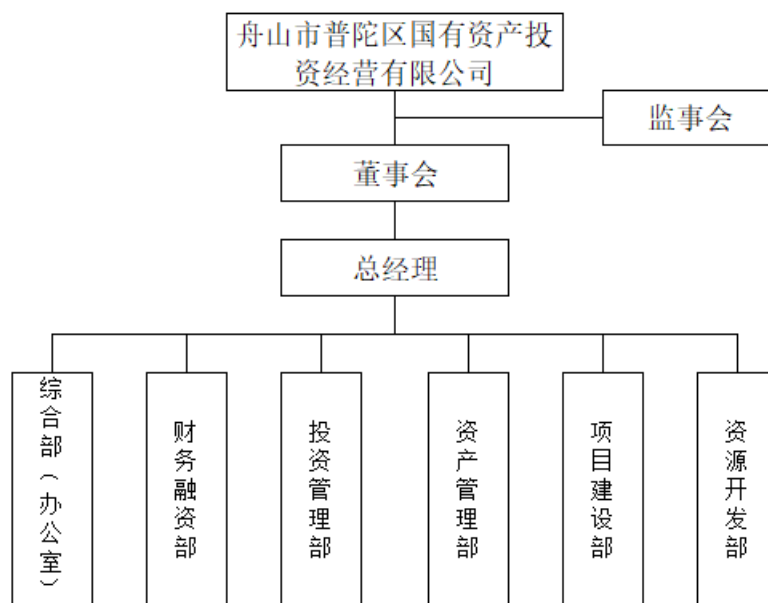
五、公司治理与管理

公司按照《公司法》及其他相关法律、法规的规定制定《舟山市普陀区国有资产投资经营有限公司章程》，设立了包括股东、董事会、监事会和总经理在内的法人治理结构。公司不设股东会，由出资人普陀区财政局履行股东会职责，并依法享有决定公司的经营方针和投资计划、委派非由职工代表担任的董事、监事及决定有关董事、监事的报酬事项等权力。公司设董事会，成员为 5 名，其中职工代表董事 2 名，由公司职工代表大会选举产生，其他董事由普陀区财政局委派。董事会设董事长 1 名，由普陀区财政局从董事会成员中指定。董事会依法行使和享有审定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预决算方案等职权。公司设监事会，成员为 5 名，其中职工监事 2 名，由

公司职工代表大会选举产生，非职工监事由普陀区财政局委派。监事会设主席 1 名，由普陀区财政局在监事会成员中指定。公司设总经理，由董事会聘请，对董事会负责。根据公司提供的相关说明，公司目前不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)的情况。

组织结构方面，公司从经营、管理的实际出发，本着精简高效的原则，设立了综合部（办公室）、财务融资部、投资管理部、资产管理部、项目建设部及资源开发部六个部门，并制定了相关的内部管理制度，确保公司的正常运营。公司的组织结构图如下。

图 2 公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

作为舟山市普陀区重要的土地开发、基础设施建设及国有资产经营主体，公司主要从事土地整理、资产经营、保安服务、建材贸易、石料销售等业务。2015-2017 年，公司分别实现主营业务收入 47,644.40 万元、61,917.89 万元和 100,950.81 万元，其中资产经营和土地整理业务是公司主要的收入来源。分业务板块看，公司资产经营业务主要包括房地产销售业务和租赁业务，由于房地产销售收入受当地房地产市场变化影响有所波动，近年公司资产经营收入具有一定波动性；土地整理业务收入随土地出让规模增长持续增长；公司安保业务保持稳步发展，加之 2016 年起新增酒店业务，近年公司服务收入显著增长，已成为公司重要的业务板块；2017 年公司贸易业务新增水产品贸易收入，

使得贸易收入大幅增长。

毛利率方面，由于公司近年出让地块质量较好，利润率高，公司土地整理业务毛利率持续增长；由于房地产销售业务项目差异较大等因素，公司资产经营业务毛利率波动较大；近年来公司服务板块整体毛利率虽有所下滑，但仍处于较高水平；此外，2017年新增水产品贸易业务毛利率较低，使得贸易业务毛利率下滑明显，一定程度上影响了公司主营业务毛利率水平。综合上述因素影响，2015-2017年公司主营业务毛利率分别为47.03%、49.43%和48.02%，近年来保持相对稳定。

表6 2015-2017年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
资产经营收入	33,358.43	41.61%	18,266.41	25.21%	24,595.57	56.80%
土地整理收入	26,328.53	70.87%	25,000.15	63.86%	10,395.19	22.44%
服务收入	20,380.15	61.17%	14,824.56	62.74%	6,775.83	88.07%
贸易收入	18,941.83	8.07%	1,188.35	31.74%	2,013.58	27.24%
石料收入	1,655.94	100.00%	708.74	7.63%	858.67	20.99%
渔业收入	-	-	40.73	-73.14%	1,656.61	-49.76%
其他	285.93	99.24%	1,888.96	17.73%	1,348.95	17.30%
合计	100,950.81	48.02%	61,917.89	49.43%	47,644.40	47.03%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

近年来，由于土地出让规模增长，公司土地整理收入逐年增加；此外，公司可供出让土地较多，土地整理业务持续性较好，但考虑到目前国家房地产调控政策趋紧，未来收入实现仍存在一定的不确定性

经普陀区政府授权，公司负责对该区内的土地进行开发整理。公司土地整理业务主要由下属子公司东港投资发展集团有限公司（以下简称“东港投资”）、普陀区旅游投资发展有限公司（以下简称“旅游投资”）、港福开发和舟山浦西开发有限公司（以下简称“浦西开发”）负责经营，开发区域主要包括普陀区城北片区、鲁家峙整岛、普陀勾山浦西片区及普陀东港新区等。

因开发区域情况不同，各子公司土地开发模式存在一定差异，主要分为海涂围垦和动拆迁两种模式。海涂围垦系针对沿海片区特设的土地开发模式，即政府根据发展需要，结合片区内实际地理环境，下达海涂围垦的具体要求，公司根据政府规划对指定区域按要求进行围垦开发，围垦费用及后期开发费用全部计入土地整理成本；动拆迁模式即公司依据政府建设规划，对指定的城中村、老旧小区及其他待开发区域进行拆迁安置，拆迁出的地块即为土地整理业务尚需开发的土地，拆迁安置的相关费用（拆迁安置成本及

拆迁补偿费用扣除拆迁安置收入后的净支出)全部计入土地整理开发成本。公司按照政府要求完成相关地块的开发整理后,通过“招、拍、挂”方式进行出让,根据普陀区政府与公司下属子公司的相关协议,政府将土地出让收入扣除相关费用后部分返还给公司,公司按照实际收到的土地出让款确认土地整理收入。

目前,东港投资主要负责东港新区土地开发,开发地块主要通过海涂围垦获得,由于东港新区为普陀区行政、文化中心,区域内土地出让价格较高,东港投资土地整理业务的利润水平较高;随着区域内配套设施的不断完善和已开发区域功能的不断成熟,东港新区的土地价值将进一步提升。港福开发、旅游投资及浦西开发所开发土地主要通过动拆迁获得,上述三家子公司负责的区域位置相对较偏,动拆迁难度较大,单位土地整理成本较高,且开发完成后出让的地价水平较低,因此整体利润水平相对较低。

随着土地出让规模的持续增长,近年来公司土地整理收入逐年增加,2015-2017 年实现业务收入 10,395.19 万元、25,000.15 万元和 26,328.53 万元。毛利率方面,由于各开发区域的出让地块价格及整理成本差异较大,2015 年公司出让地块全部来自利润水平较低的普陀勾山浦西片区,2016-2017 年出让地块基本全部来自利润水平较高的东港新区,因此 2016-2017 年公司土地整理业务毛利率较 2015 年明显提升。

公司负责土地整理的区域主要包括普陀区城北区域、鲁家峙整岛、普陀勾山浦西片区及东港新区等,其中可用于开发整理并出让的土地约 14,580 亩,截至 2017 年末,公司已累计出让土地 6,418 亩,预计未来可供整理并出让的土地约为 8,162 亩。此外,未来随着舟山群岛新区规划的落实和普陀区经济持续发展,公司储备土地价值有望提升,但考虑到目前国家房地产调控政策趋紧,未来相关收入的实现仍存在一定的不确定性。

表7 截至 2017 年末公司土地整理情况 (单位:亩)

子公司名称	土地整理区域	可供整理面积	已出让面积	剩余可供整理面积
港福开发	普陀区城北区域	4,518	617	3,901
东港投资	东港新区	5,980	3,608	2,372
浦西开发	普陀勾山浦西片区	1,977	868	1,109
旅游投资	鲁家峙整岛	2,105	1,325	780
合计	-	14,580	6,418	8,162

资料来源:公司提供

近年来,公司承担了较多的基础设施建设任务,后续发展较有保障,但各类在建项目尚需投资规模较大,公司面临较大的资金压力

除土地整理业务外,公司同时负责普陀区城北区域、鲁家峙整岛、普陀勾山浦西片区及东港新区等区域内的基础设施建设业务。从实现收益方式看,公司基础设施建设业

务主要分为委托代建和自主运营两类。业务模式方面，委托代建项目的资金筹措和项目建设主要由公司负责，待项目完成竣工验收后，由政府或相关部门对代建项目验收移交和支付代建费用；自主运营的项目建成后则由公司自持运营。

代建项目方面，截至 2017 年末，公司在建的基础设施项目主要包括滨海大道普陀段、全民健身中心一期（体育中心）、整岛开发、半升洞项目等，上述项目计划总投资 121.00 亿元，已投资 84.22 亿元，尚需投资超过 36.82 亿元。由于项目均未完工结算，近年来公司未实现委托代建收入。

表8 截至 2017 年末公司主要代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
滨海大道普陀段	220,000.00	132,940.06
中央财政小农水建设项目	9,200.00	9,578.87
东海中路改造一期工程	9,471.00	7,681.06
普陀区虾峙栅棚至河泥槽公路改建工程	16,214.00	5,539.64
舟山市六横沙岙至涨起港公路改建工程	15,866.00	2,926.09
全民健身中心一期（体育中心）	32,000.00	28,876.89
浙江省舟山市沈家门中心渔港工程	20,000.00	5,487.34
舟山市普陀区朱家尖车客渡码头工程	14,829.00	4,658.92
舟山市普陀区六横台门客运码头改建工程	5,680.00	2,502.64
朱家尖车客渡码头站场兼旅游集散中心配套陆域填海工程	28,680.00	5,218.18
安置房三期（二）	18,000.00	6,480.92
整岛开发	300,000.00	228,258.12
半升洞项目	260,100.00	172,070.82
山坡地项目	100,000.00	99,575.53
东南涂围垦	40,000.00	30,121.47
沈家门片区棚户区项目	120,000.00	100,292.46
合计	1,210,040.00	842,209.01

资料来源：公司提供

自营项目方面，截至 2017 年末，公司在建的自营项目主要包括舟山市普陀区城北旧城改造项目、南溪山矿山项目、鲁家峙文化创意园区等，上述项目计划总投资 33.66 亿元，已投资 14.55 亿元，尚需投资 19.11 亿元；其中，鲁家峙文化创意园区等项目已基本完工且部分投入使用。考虑到普陀区旅游资源丰富，区位优势较好，公司在建的自营项目多为旅游配套相关项目，未来业务发展前景较好。

表9 截至 2017 年末公司主要自主运营项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
------	-------	-------

鲁家峙文化创意园区	25,778.60	24,699.69
南溪山矿山项目	26,800.00	10,389.35
大健康产业园	10,634.00	9,419.15
舟山市普陀区城北旧城改造项目	213,700.00	65,900.00
阳光 365 商城	7,000.00	1,421.70
儿童乐园	9,000.00	7,411.40
内湖商业圈	16,684.00	6,256.69
银亿海悦庭	9,000.00	7,137.47
蜈蚣岙料场	18,000.00	12,862.28
合计	336,596.60	145,497.73

资料来源：公司提供

整体上看，截至 2017 年末，公司主要代建基础设施项目和自主运营项目计划总投资合计 154.66 亿元，已投资 98.77 亿元，未来尚需投资超过 55.93 亿元，公司后续将面临较大的资金支出压力。

受房地产市场变化等因素影响，近年来公司资产经营业务规模和盈利水平有所波动；此外，近年来公司担保业务发生代偿情况较多，未来需关注相关业务风险

公司作为普陀区重要的国有资产经营管理主体，承担着区域内国有资产保值增值的任务。公司资产经营业务主要由房地产销售业务、租赁业务以及担保业务等构成，其中房产销售业务及租赁业务系其主要的收入来源。近年来公司房地产销售收入和租金收入有所波动，2015-2017 年公司资产经营业务收入分别为 2.46 亿元、1.83 亿元和 3.34 亿元。毛利率方面，由于安置房主要集中于 2016 年销售，当年度房地产销售毛利率明显下滑，对公司资产经营业务毛利率造成较大影响，当年度该业务毛利率降至 25.21%，较以往年度大幅下降。

表10 2015-2017 年公司资产经营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产销售收入	21,067.14	26.89%	10,768.53	-6.46%	15,795.85	41.78%
租金收入	7,904.36	68.31%	6,382.30	81.69%	7,660.14	93.45%
担保费收入	632.05	-24.46%	1,115.58	7.74%	746.55	-14.87%
其他	3,754.88	79.09%	-	-	-	-
合计	33,358.43	41.61%	18,266.41	25.21%	24,595.57	56.80%

资料来源：公司提供

公司房地产销售业务主要由下属子公司舟山水产品中心批发市场有限责任公司（以下简称“水产公司”）、舟山东港开发置业有限公司（以下简称“东港置业”）和港福

开发负责运营，主要从事商品房及安置房销售业务。具体业务模式方面，公司针对其负责整体区域内的闲置土地进行整理开发，并建设成商品房小区，建设完成后少部分商品房作为安置房，以相对较低价格向安置户销售，剩余部分作为普通商品房按市场价进行销售，该业务前期开发、建设资金均由公司自筹，后期业务收入均来源于房产销售。近年来，公司已开发并售罄的房地产项目包括山水华庭、东方铭苑等。

受当地房地市场景气度变化影响，近年来公司房地产销售收入有所波动，2015-2017 年公司分别实现房地产销售收入 15,795.85 万元、10,768.53 万元和 21,067.14 万元；由于安置房主要集中于 2016 年销售，对该业务毛利率影响较大，当年度公司房地产销售业务毛利率为-6.46%，对公司资产经营业务毛利率亦造成较大影响。

公司租赁业务主要由下属子公司水产公司负责运营，收入主要来源于舟山国际水产城（以下简称“舟山水产城”）的摊位出租收入。舟山水产城是集活、鲜、冻、干水产品交易于一市，面向国际的大型产地专业水产品批发市场。2015 年 4 月，舟山水产城二、三期改造工程先后正式竣工并投入使用，9 月新市场交易区和精水产品市场正式开张，改造新增的 20,000 平方米渔民广场、1,300 平方米旅游服务中心、1,400 平方米渔文化展示馆及商贸服务区相继投入使用。近年来，舟山水产城发展情况较好，2015-2017 年公司分别实现租金收入 7,660.14 万元、6,382.30 万元和 7,904.36 万元。近年租赁业务毛利率有所降低，主要系对舟山水产城进行维修导致成本上升所致。

表11 截至 2017 年末舟山水产城出租情况（单位：平方米、元/天/平方米）

出租类型	可供出租面积	已出租面积	出租价格
商业出租	83,875	57,238	1.4-2.7

资料来源：公司提供

公司担保业务由下属子公司舟山市普陀区信用担保有限公司（以下简称“普陀信用公司”）负责经营，主要系对外开展贷款担保、履约担保、信用担保等担保业务。受宏观环境下行等因素影响，近年来普陀信用公司发生代偿情况较多，担保业务亏损情况加重。2015-2017 年，公司分别实现担保费收入 746.55 万元、1,115.58 万元和 632.05 万元，业务毛利率由 2015 年的-14.87%下滑至 2017 年的-24.46%，未来需关注担保业务代偿风险。

近年来，公司服务板块收入大幅增长，且盈利能力较好；2017 年新增水产品贸易业务，贸易收入大幅增长，对公司收入形成较好的补充

公司服务业务板块主要由安保服务和酒店服务等业务构成，其中安保服务业务由下属子公司舟山市普陀区邦安保安服务有限公司（以下简称“邦安保安”）负责运营。经普陀区政府委托，邦安保安主要为区域内部分政府部门及企事业单位提供安保和辅警服

务。截至 2017 年末，邦保安在编人员共 1,538 人，其中保安人员 697 人、辅警人员 798 人。近年来，公司安保业务规模稳步增长，2015-2017 年分别实现收入 4,927.58 万元、5,143.25 万元和 5,949.29 万元，业务毛利率分别为 93.36%、89.89%和 89.98%，利润水平较高。此外，随着普陀区经济的不断发展，经济、民俗、文化类大型活动将逐年增加，相关安防需求亦将持续增加，加之公司安保和辅警业务系经普陀区政府授权，区域内竞争对手较少，公司安保服务业务的发展前景较好。

表12 2015-2017 年公司安保服务业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
辅警服务	2,911.18	93.43%	2,543.75	93.77%	2,243.49	98.06%
保安服务	2,704.25	93.41%	2,261.82	94.55%	2,127.87	98.06%
物业服务	155.78	53.51%	101.43	46.54%	134.00	59.11%
其他安保服务	178.08	13.44%	236.25	22.00%	422.22	55.63%
合计	5,949.29	89.98%	5,143.25	89.89%	4,927.58	93.36%

资料来源：公司提供

酒店业务系 2016 年公司服务板块新增业务，由下属子公司东港投资所负责运营的舟山希尔顿酒店经营业务。舟山希尔顿酒店坐落于舟山群岛新区普陀东港内湖商圈，与普陀山隔海相望，毗邻沈家门渔港美食街、购物中心以及娱乐休闲商场。舟山希尔顿酒店主要包括 378 间湖景或海景客房、3 间餐厅和酒吧、健身中心、水疗中心、室内泳池、2,600 平方米大会议室、1,100 平方米无柱大宴会厅及其他配套设施，该酒店于 2016 年完工并投入使用。由于整体经营情况良好，2017 年公司酒店业务实现收入 9,898.43 万元，未来随着酒店配套实施不断完善，预计该业务收入将进一步上升。

2015-2017 年，公司贸易业务主要系建材贸易，该业务主要由孙公司浙江舟山东大城市运营服务有限公司（以下简称“东大运营”）负责经营，即东大运营根据市场需要购入建筑材料，后出售以赚取差价，其下游客户主要系公司下属其他有建筑施工资质的子公司或孙公司。2017 年，公司新增水产品贸易业务，该业务主要由子公司水产公司负责经营，即水产公司根据市场需要购入生鲜水产品并出售赚取差价，其下游客户主要系舟山市内外贸易公司。2015-2017 年，公司分别实现贸易收入 2,013.58 万元、1,188.35 万元和 18,941.83 万元。由于水产品贸易毛利率较低，2017 年贸易业务毛利率大幅下滑。

2015-2016 年，公司石料销售业务主要由子公司浙江省舟山市海宇围垦开发有限公司（以下简称“海宇围垦”）负责经营，海宇围垦拥有采矿权，其开采的石料主要用于围垦填埋，多余的石料则用于出售，2015-2016 年分别实现石料销售收入 858.67 万元

和 708.74 万元。2017 年，海宇围垦股权被转让，公司石料收入来自子公司港福开发石料销售收入，港福开发所销售石料为土地开发整理业务产生的碎石、石渣等副产品，相关成本计入土地开发整理业务，因此公司 2017 年石料销售业务毛利率为 100%。

近年来，公司在资产注入和政府补助等方面获得较大力度的外部支持

作为普陀区重要的土地开发、基础设施建设及国有资产经营主体，为支持公司业务发展，普陀区政府在资产注入和政府补助等方面给予了公司较大力度的支持。

资产注入方面，2015 年，舟山市普陀区国有资产委员会办公室将闲置的东极法庭、建设局大楼等共 11 处房屋建筑物、螺门渔港通道工程、茅洋基础设施建设、东港商务中心大楼以及其他零散港口、码头与海域使用权划拨至公司，上述资产账面价值合计 23.37 亿元；此外，公司 2015 年累计收到政府股权投资准备金 1.40 亿元。2016 年，公司收到普陀区国有资产委员会划拨的政府闲置房产共计 473.59 万元。2017 年，普陀区财政局通过债务置换减少公司及子公司债务合计 14.39 亿元；同时，普陀区政府将浙江普陀山发展集团有限公司（以下简称“普发集团”）股权、现金等资产合计 2.43 亿元注入公司。2015-2017 年，公司资本公积合计增加 41.61 亿元，资本实力得到显著提高。

由于公司主营业务土地开发、基础设施建设面临投资支出较大，普陀区政府在财政补贴方面也给予公司持续的支持，2015-2017 年公司分别获得政府补助 1.34 亿元、0.16 亿元和 1.09 亿元，对公司盈利形成了一定的补充。

整体上看，普陀区政府对公司的支持力度较大，有效提升了公司整体资本实力和可持续发展能力。

表13 2015-2017 年公司获得外部支持情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
财政补贴	10,914.11	1,593.40	13,394.52
资产注入	168,219.23	473.59	247,437.68

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2017 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017 年，利润表新增“资产处置收益”项目，公司将处置非流动资产的利得或损失计入资产处置收益，并追溯调整 2016 年营业利润、营业外收入、营业外支出金额，为保持数据一致性，2016

年相关财务数据采用 2017 年审计报告期初数。2015-2017 年，公司合并报表范围变化情况见下表。

表14 2015-2017 年公司合并报表范围子公司变化情况

时间	公司名称	变动情况
2015 年	舟山市普陀文化传媒有限公司	新增，股权划转
2015 年	浙江东海明珠文化传播有限公司	新增，股权划转
2015 年	舟山市普陀交通投资有限公司	新增，股权划转
2015 年	舟山市普陀区交通资产经营有限公司	新增，股权划转
2015 年	舟山市普陀半升洞金三角客运站	新增，股权划转
2015 年	舟山市普陀金城客货运服务有限公司	新增，股权划转
2015 年	舟山市普陀区六横金屿客货运服务有限公司	新增，股权划转
2015 年	舟山市普陀区三轮车服务中心	新增，股权划转
2015 年	桃花岛旅游投资开发有限公司	新增，股权划转
2015 年	舟山市普陀远洋渔业总公司	新增，股权划转
2016 年	舟山通盛投资有限公司	新增，出资设立
2016 年	舟山帆盛实业有限公司	新增，出资设立
2016 年	舟山沈家门海鲜夜排档管理有限公司	新增，出资设立
2016 年	舟山市普陀区企业投资服务中心有限公司	新增，出资设立
2016 年	舟山市普陀远洋渔业总公司	减少，股权转让
2017 年	舟山市普陀区新农村投资开发有限公司	新增，出资设立
2017 年	舟山市海宇围垦开发有限公司	减少，股权转让
2017 年	舟山市普陀区五沙彩丘景观农业开发有限公司	减少，股权转让
2017 年	舟山国际沙雕有限公司	减少，股权转让

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年来，公司资产规模增长较快，但资产中存货和应收类款项占比较高，整体资产流动性一般；此外，公司其他应收款中对民营企业的借款存在一定回收风险

受益于政府资产划拨和经营规模的扩大，近年来公司资产规模保持较快增长。截至 2017 年末，公司资产总额为 3,618,188.86 万元，近三年复合增长率为 11.45%。从资产结构看，公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产占比为 74.79%。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	415,233.60	11.48%	330,270.08	10.41%	326,186.27	11.20%
应收账款	48,846.17	1.35%	24,929.97	0.79%	82,372.77	2.83%

其他应收款	341,961.50	9.45%	241,351.19	7.61%	310,106.59	10.65%
存货	1,830,319.46	50.59%	1,661,478.38	52.39%	1,402,576.47	48.15%
流动资产合计	2,705,982.63	74.79%	2,298,456.78	72.47%	2,175,564.50	74.69%
可供出售金融资产	79,437.86	2.20%	35,353.26	1.11%	34,853.26	1.20%
投资性房地产	291,697.24	8.06%	284,218.48	8.96%	290,726.45	9.98%
固定资产	301,439.47	8.33%	298,453.67	9.41%	138,526.22	4.76%
在建工程	89,443.16	2.47%	75,158.39	2.37%	140,145.65	4.81%
非流动资产合计	912,206.24	25.21%	872,976.15	27.53%	737,401.81	25.31%
资产总计	3,618,188.86	100.00%	3,171,432.93	100.00%	2,912,966.31	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。近年来，公司货币资金均保持较大规模，2017 年末余额为 415,233.60 万元，近三年复合增长率为 12.83%；其中，受限资金比例为 8.09%，主要为定期存单和保证金。公司应收账款主要为应收舟山市普陀区财政局、舟山市普陀区人民政府征收与补偿管理办公室（以下简称“普陀区征迁办”）、舟可供应链服务有限公司、深圳市前海盈运达食品有限公司等单位的业务款，2017 年末账面价值为 48,846.17 万元，近三年规模波动较大，主要系 2016 年公司加强应收账款催收力度，经营活动回款逐渐改善所致；公司前五大应收对象中应收政府部门的款项合计为 34,916.69 万元，占应收账款余额的比重为 71.28%，考虑到政府部门信用状况较好，该部分应收账款回收较有保障。

公司其他应收款主要系外部单位的借款和往来款，2017 年末规模为 341,961.50 万元，主要应收对象为浙江海洋租赁股份有限公司（以下简称“海洋租赁公司”，77,655.43 万元）、浙江永跃控股集团有限公司（以下简称“永跃集团”，48,297.02 万元）、普陀区征迁办（38,171.80 万元）、舟山市普陀区海洋与渔业局（26,633.31 万元）和舟山浙能置业有限公司（18,006.69 万元）等单位，应收上述单位的款项合计占 2017 年末其他应收款余额的比重为 60.13%；其中海洋租赁公司借款以融资租赁的形式出借给其他单位，年化收益率 5.12%。截至 2017 年末，公司其他应收款规模较大，已计提坏账准备 5,212.90 万元，且应收对象中包括永跃集团等民营单位，未来需关注其他应收款的回收风险。公司存货主要由库存商品和开发成本等构成，其中库存商品主要为土地开发成本及安置房，2017 年末规模为 440,938.63 万元，开发成本系代建的基础设施、安置房等项目形成，2017 年末规模为 1,389,184.55 万元；随着项目建设进度的不断推进，近年来公司存货规模保持较快增长，2015-2017 年复合增长率为 14.24%。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程等构成。2017 年末，公司可供出售金融资产账面价值为 79,437.86 万元，较上年末大幅增

长 124.70%，新增部分主要为普发集团股权 45,827.86 万元（从长期股权投资转入 3.33 亿元，政府注入 1.25 亿元），其他主要投资对象为舟山海洋综合开发投资有限公司、浙江舟山群岛新区海洋产业投资有限公司和民航桃花湾旅游发展有限公司等，公司可供出售金融资产按成本法计量，截至 2017 年末，公司可供出售金融资产已计提减值准备 1,762.01 万元。

公司投资性房地产主要系用于对外出租的房产，采用公允价值模式进行后续计量，近年来规模变化不大，2017 年末账面价值为 291,697.24 万元。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2017 年末账面价值为 301,439.47 万元，近三年复合增长率为 47.51%，其中 2016 年公司固定资产账面价值增幅较大，主要系舟山希尔顿酒店等在建项目完工并投入使用，以及存货、投资性房地产科目中部分房屋、建筑物转入固定资产所致。公司在建工程主要包括鲁家峙文化创意园区、南溪山矿山项目、舟山市普陀区朱家尖车客渡码头工程等项目，2017 年末账面价值为 89,443.16 万元。受限资产方面，截至 2017 年末，公司账面价值合计 499,923.60 万元资产已用于融资抵质押，占总资产的 13.82%。

整体上看，近年来公司资产规模保持较快增长，但资产中存货和应收类款项合计占比较高，存货主要由开发成本构成，考虑到开发成本的变现受工程进度与政府财政支付安排影响，短期集中变现难度较大，整体资产流动性一般；此外，公司其他应收款存在部分对民营企业的借款，未来需关注其他应收款的回收风险。

盈利能力

公司营业收入增长较快，主营业务盈利能力较好，但利润中公允价值变动收益和政府补助占比较大，需关注其可持续性

公司营业收入主要来源于资产经营和土地整理业务，2015-2017 年，公司分别实现营业收入 50,336.20 万元、67,945.99 万元和 109,120.79 万元，近三年复合增长率达 47.24%，增长较快。毛利率方面，由于公司近年出让地块质量较好，利润率高，公司土地整理业务毛利率持续增长；由于房地产销售业务项目差异较大等因素，公司资产经营业务毛利率波动较大；近年来公司服务板块整体毛利率虽有所下滑，但仍处于较高水平；此外，由于毛利率水平较低的贸易业务收入增长较快，一定程度上影响了公司总体毛利率水平。综合上述因素影响，2015-2017 年公司综合毛利率分别为 49.21%、52.47% 和 51.49%，近年来保持相对稳定。

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，随着各项业务的持续推进，近年来公司运营成本明显提升。2015-2017 年，公司期间费用分别为 30,180.53 万元、43,327.78

万元和 43,460.39 万元，期间费用率分别为 59.96%、63.77%和 39.83%，公司期间费用率处于较高水平，对营业利润的侵蚀较为明显。

公司公允价值变动收益系投资性房地产公允价值变动产生，近年来波动较大，对公司营业利润造成较大影响，2015-2017 年，公司分别实现营业利润-11,982.69 万元、25,577.23 万元和 15,182.37 万元。此外，2015-2017 年公司分别获得政府补助 13,394.52 万元、1,593.40 万元和 10,914.11 万元，受政府财政安排等因素影响，呈明显波动性，但仍是公司盈利的重要补充。

整体上看，近年来公司营业收入增长较快，主营业务盈利能力较好，公允价值变动收益和政府补助占利润总额的比重较大，后续需关注其可持续性。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	109,120.79	67,945.99	50,336.20
期间费用	43,460.39	43,327.78	30,180.53
公允价值变动收益	8,074.51	29,838.84	-7,816.51
营业利润	15,182.37	25,577.23	-11,982.69
营业外收入	11,477.41	2,348.60	21,669.16
利润总额	26,358.79	27,585.71	8,205.30
综合毛利率	51.49%	52.47%	49.21%
期间费用率	39.83%	63.77%	59.96%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金回款情况较好，考虑到公司在建项目后续资金需求较大，未来将面临较大的资金压力

近年来，公司经营活动现金回笼较为及时，整体收现情况较好，2015-2017 年收现比分别为 0.96、1.00 和 1.59。但由于主营业务发展较快，土地整理开发、工程项目建设业务投入资金较多，2015-2017 年公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 148,463.83 万元、416,345.14 万元和 335,832.73 万元；2017 年，随着营业收入增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长，同时，由于往来款回款增加，收到的其他与经营活动有关的现金净额达 222,622.08 万元。受以上因素的综合影响，2017 年公司经营活动现金流由大规模净流出转为净流入，经营活动现金流表现好转。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流净额波动较大，主要系支付其他与投资活动有关的现金变动较大所致，2016 年公司对浙江中奥能源有限公司增加投资款

20,000.00 万元，以及对永跃集团和海洋租赁公司的暂借款合计 96,127.22 万元，导致当年投资活动现金流大幅净流出。此外，近年来公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，亦对投资活动现金流造成较大影响。2015-2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-68,865.52 万元、-137,984.92 万元和-26,398.07 万元。

公司主要依赖于外部融资弥补经营活动与投资活动资金缺口。2015-2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 103,594.26 万元、463,272.93 万元和 84,219.53 万元；其中，2016 年筹资活动现金净流入规模较大主要系当年新发行债券合计 170,000.00 万元，以及收到的票据保证金、质押定期存款及信托基金长期借款等规模较大所致。

整体上看，近年来公司经营活动现金回款情况较好，但由于项目建设和对外资金拆借等资金支出较多，整体经营活动现金流表现一般；考虑到公司在建项目后续资金需求较大，公司外部融资需求较大，未来将面临较大的资金压力。

表17 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.59	1.00	0.96
销售商品、提供劳务收到的现金	173,281.48	67,681.41	48,193.61
收到的其他与经营活动有关的现金	564,654.67	154,531.99	113,846.08
经营活动现金流入小计	738,451.91	222,223.85	162,040.09
购买商品、接受劳务支付的现金	335,832.73	416,345.14	148,463.83
支付的其他与经营活动有关的现金	342,032.59	82,227.09	54,844.27
经营活动现金流出小计	704,799.10	523,221.35	225,113.88
经营活动产生的现金流量净额	33,652.80	-300,997.50	-63,073.79
投资活动产生的现金流量净额	-26,398.07	-137,984.92	-68,865.52
筹资活动产生的现金流量净额	84,219.53	463,272.93	103,594.26
现金及现金等价物净增加额	91,474.27	24,290.50	-28,345.05

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模保持较快增长，资产负债率较高，公司面临较大的债务偿付压力

受益于政府的资产注入和利润的积累，近年来公司资本实力持续增强；截至 2017 年末，公司所有者权益合计 1,302,064.43 万元，近三年复合增长率为 10.31%。但受外部融资规模逐年扩大影响，近年来公司负债总额亦持续增长；截至 2017 年末，公司负债总额合计为 2,316,124.43 万元，近三年复合增长率为 12.11%。近年来公司产权比率

有所波动，2017 年末为 177.88%，较 2015 年末增长 5.67 个百分点，所有者权益对负债总额的保障程度较弱。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债合计	2,316,124.43	2,058,190.02	1,842,856.08
所有者权益合计	1,302,064.43	1,113,242.91	1,070,110.23
产权比率	177.88%	184.88%	172.21%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，近年来公司负债以非流动负债为主，且为满足业务发展和项目建设的长期资金需求，公司长期融资规模持续增长，2017 年末非流动负债占公司负债总额的比重为 71.30%，较 2015 年末提升 9.08 个百分点。

从具体构成看，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。公司短期借款主要为抵押借款和保证借款，2017 年末余额为 65,360.00 万元，较上年末下降 52.04%，主要系保证借款规模下降所致。公司应付票据均为银行承兑汇票，2017 年末余额为 26,548.17 万元，近三年波动较大，其中 2016 年较上年末大幅下降 90.48%，主要系大部分票据到期结算所致。2017 年末，公司预收款项余额为 102,893.71 万元，主要为公司预收的房产销售款项、安置房建设款项以及政府大楼项目款项，近三年规模变化不大。其他应付款主要为公司与普陀区国土资源局、舟山交通投资集团有限公司及普陀区财政局等单位的暂借款和往来款，近年来规模波动性较大，主要系 2016 年部分款项到期偿还所致。此外，公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款和应付债券，2017 年末余额为 114,080.00 万元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款等构成。为满足业务发展和项目建设的长期资金需求，公司通过金融机构借款、发行债券等多种方式进行外部融资，近年来非流动负债规模持续提升。2017 年末，公司长期借款余额为 1,032,875.02 万元，主要为保证借款、抵押借款和质押借款，近三年复合增长率为 16.02%。由于公司及子公司东港投资近两年新发行四次债券规模合计 220,000.00 万元，截至 2017 年末，公司应付债券余额为 336,273.89 万元，近三年复合增长率达 41.22%。公司长期应付款主要包括非银金融机构借款和普陀区财政局债务置换款，2017 年末余额为 197,824.03 万元，近三年波动较大，主要系 2016 年债务置换款规模大幅增加、2017 年普陀区财政局通过债务置换减少了公司债务 143,906.00 万元所致。公司专项应付款均系政府拨付的基础设施项目建设款项，2016 年，公司代建项目规模增长导致专项应付款大幅增加，随着多个项目结转，截至 2017 年末，专项应付款账面余额降至 72,184.12

万元。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	65,360.00	2.82%	136,280.00	6.62%	136,425.00	7.40%
应付票据	26,548.17	1.15%	8,000.00	0.39%	84,064.67	4.56%
预收款项	102,893.71	4.44%	105,770.72	5.14%	103,742.96	5.63%
其他应付款	304,110.52	13.13%	83,597.30	4.06%	216,088.88	11.73%
一年内到期的非流动负债	114,080.00	4.93%	95,200.00	4.63%	122,040.00	6.62%
流动负债合计	664,761.29	28.70%	487,127.94	23.67%	696,234.05	37.78%
长期借款	1,032,875.02	44.59%	813,458.29	39.52%	767,312.56	41.64%
应付债券	336,273.89	14.52%	311,566.54	15.14%	168,615.45	9.15%
长期应付款	197,824.03	8.54%	312,476.00	15.18%	140,246.67	7.61%
专项应付款	72,184.12	3.12%	123,825.96	6.02%	68,171.77	3.70%
非流动负债合计	1,651,363.14	71.30%	1,571,062.08	76.33%	1,146,622.03	62.22%
负债合计	2,316,124.43	100.00%	2,058,190.02	100.00%	1,842,856.08	100.00%
有息债务	1,633,860.05	70.54%	1,441,554.83	70.04%	1,329,374.34	72.14%

注：根据公司与舟山市普陀区财政局的相关协议，舟山市普陀区财政局发行置换债券置换公司原先的银行、信托基金的债券关系；截至 2017 年 12 月 31 日，公司“长期应付款”科目中，“普陀区财政局债务置换”金额为 103,170.00 万元，该部分资金未被纳入有息债务的统计范围。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

由于外部融资规模持续扩大，2017 年末公司有息债务规模为 1,633,860.05 万元，近三年复合增长率为 10.86%；从有息债务的偿还分布情况看，2018-2019 年公司需偿还的有息债务分别为 205,988.17 万元和 332,410.00 万元，合计占 2017 年末公司有息债务总额的比重为 32.95%；此外，如本期债券成功发行，公司有息债务规模将进一步增长。总体而言，公司面临较大的债务偿还压力。

表20 截至 2017 年末公司有息债务偿还分布情况（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年及以后
有息债务	205,988.17	332,410.00	1,095,461.88

资料来源：公司提供

从偿债指标看，2017 年末公司资产负债率为 64.01%，近年基本保持稳定，公司整体负债经营程度处于较高水平。2017 年末公司流动比率和速动比率分别为 4.07 和 1.32，考虑到流动资产中存货和应收类款项合计占比较高，公司实际短期偿债能力偏弱。此外，公司外部融资规模扩大导致利息支出持续增长，近年来公司 EBITDA 利息保障倍数较低，2015-2017 年分别为 0.74、1.26 和 0.67；总体而言，公司 EBITDA 对利息的保障程

度较弱，加之有息债务与 EBITDA 比率较高，公司整体经营债务负担较重。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	64.01%	64.90%	63.26%
流动比率	4.07	4.72	3.12
速动比率	1.32	1.31	1.11
EBITDA（万元）	57,592.42	60,660.81	39,882.37
EBITDA 利息保障倍数	0.67	1.26	0.74
有息债务/EBITDA	28.37	23.76	33.33

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

募投项目的经济效益是本期债券还本付息资金的重要来源。根据项目可行性研究报告，募投项目收入主要包括安置房出售收入、车位出售收入及经营用房收入。在本期债券存续期内，该项目可实现总收入为 281,124.97 万元，扣除项目运营管理成本 8,735.47 万元和增值税税金及附加 15,846.18 万元，可实现净收益 256,543.32 万元。但需要关注的是，受宏观经济、资金到位程度、市场需求波动等因素影响，募投项目存在不能按期竣工或运营效果未达预期的风险。

公司经营活动获取的现金是本期债券还本付息资金的重要来源。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 5.03 亿元、6.79 亿元和 10.91 亿元，当年度销售商品、提供劳务收到的现金分别为 4.82 亿元、6.77 亿元和 17.32 亿元；公司营业收入规模尚可，且整体收现情况较好，对本期债券本息偿付形成有效保障。但从业务结构及规模看，近年来公司经营对土地整理业务及房地产销售依赖程度较高，公司土地整理业务收入及现金流入受政府财政支付安排影响较大，存在一定不稳定因素，可能影响到未来公司收入及本期债券本息的偿付。

公司的资产变现是本期债券的另一项偿债资金来源。截至 2017 年末，公司土地资产账面价值合计 45.04 亿元，在极端情况下，以上资产可以通过变现提供偿债资金。需要注意的是，公司账面价值合计 8.69 亿元的土地资产已对外抵押，资产流动性较弱。

九、或有事项分析

截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保金额为 16.92 亿元，占 2017 年末所有者权益的比重为 12.99%，其中对民营企业的担保金额合计为 3.45 亿元，有反担保措施。根

据公司提供的企业信用报告（报告日期 2018 年 5 月 16 日），公司对浙江欧华造船股份有限公司（以下简称“欧华造船”）的担保已被列为不良类担保，欧华造船为该笔担保提供了房产、土地和股权抵质押等形式的反担保措施，但公司仍存在一定代偿风险。总体而言，公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

表22 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业类型	担保金额	是否有反担保措施
浙江欧华造船股份有限公司	民营企业	33,000.00	是
舟山市六横开发建设投资有限公司	国有企业	6,000.00	否
舟山市普陀国有粮食收储有限公司	国有企业	5,600.00	否
舟山市六横开发建设投资有限公司	国有企业	5,000.00	否
舟山市六横开发建设投资有限公司	国有企业	4,500.00	否
舟山市六横开发建设投资有限公司	国有企业	3,000.00	否
浙江永跃控股集团有限公司	民营企业	1,500.00	是
舟山市普陀区虾峙顺联商贸有限公司	国有企业	4,603.26	否
舟山市六横国有资产投资经营有限公司	国有企业	100,000.00	否
浙江省舟山市海宇围垦开发有限公司	国有企业	6,000.00	否
合计	-	169,203.26	-

资料来源：公司提供

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	415,233.60	330,270.08	326,186.27
应收票据	50.00	-	-
应收账款	48,846.17	24,929.97	82,372.77
预付款项	30,605.17	16,488.05	26,789.14
应收利息	2,099.63	-	-
应收股利	33.54	-	-
其他应收款	341,961.50	241,351.19	310,106.59
存货	1,830,319.46	1,661,478.38	1,402,576.47
其他流动资产	36,833.57	23,939.11	27,533.25
流动资产合计	2,705,982.63	2,298,456.78	2,175,564.50
可供出售金融资产	79,437.86	35,353.26	34,853.26
持有至到期投资	20,000.00	20,000.00	-
长期股权投资	56,087.64	91,731.48	64,139.12
投资性房地产	291,697.24	284,218.48	290,726.45
固定资产	301,439.47	298,453.67	138,526.22
在建工程	89,443.16	75,158.39	140,145.65
无形资产	44,154.71	34,357.94	35,429.99
商誉	20,391.45	22,689.90	22,689.90
长期待摊费用	1,268.03	2,529.88	2,346.21
递延所得税资产	8,286.67	8,483.15	8,545.01
非流动资产合计	912,206.24	872,976.15	737,401.81
资产总计	3,618,188.86	3,171,432.93	2,912,966.31
短期借款	65,360.00	136,280.00	136,425.00
应付票据	26,548.17	8,000.00	84,064.67
应付账款	31,248.78	37,126.67	14,884.69
预收款项	102,893.71	105,770.72	103,742.96
应付职工薪酬	933.91	705.86	1,274.22
应交税费	8,015.61	5,932.89	5,240.67
应付利息	10,011.46	8,184.11	6,681.37
应付股利	1,434.40	6,330.40	5,791.60
其他应付款	304,110.52	83,597.30	216,088.88
一年内到期的非流动负债	114,080.00	95,200.00	122,040.00
其他流动负债	124.73	-	-
流动负债合计	664,761.29	487,127.94	696,234.05

长期借款	1,032,875.02	813,458.29	767,312.56
应付债券	336,273.89	311,566.54	168,615.45
长期应付款	197,824.03	312,476.00	140,246.67
专项应付款	72,184.12	123,825.96	68,171.77
递延收益	452.15	-	-
递延所得税负债	11,753.92	9,735.29	2,275.58
非流动负债合计	1,651,363.14	1,571,062.08	1,146,622.03
负债合计	2,316,124.43	2,058,190.02	1,842,856.08
实收资本	85,000.00	85,000.00	85,000.00
资本公积	931,419.15	763,199.92	735,993.29
其它综合收益	-	21.92	-
盈余公积	2,553.54	2,210.07	2,019.20
未分配利润	153,046.47	143,926.67	130,683.04
归属于母公司所有者权益合计	1,172,019.16	994,358.58	953,695.53
少数股东权益	130,045.27	118,884.33	116,414.70
所有者权益合计	1,302,064.43	1,113,242.91	1,070,110.23
负债和股东权益合计	3,618,188.86	3,171,432.93	2,912,966.31

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	109,120.80	67,945.99	50,336.20
其中：营业收入	109,120.80	67,945.99	50,336.20
二、营业总成本	101,289.90	72,353.09	55,367.35
其中：营业成本	52,931.42	32,295.08	25,567.64
税金及附加	3,540.79	2,740.96	1,898.38
销售费用	8,422.38	7,308.22	4,965.78
管理费用	24,729.77	25,504.19	21,694.71
财务费用	10,308.24	10,515.37	3,520.04
资产减值损失	1,357.26	-6,010.74	-2,279.19
加：公允价值变动收益	8,074.51	29,838.84	-7,816.51
投资收益	-1,085.70	-223.54	864.97
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-1,243.26	-	-
资产处置收益	362.64	369.02	-
三、营业利润	15,182.37	25,577.23	-11,982.69
加：营业外收入	11,477.41	2,348.60	21,669.16
减：营业外支出	300.99	340.12	1,481.18
四、利润总额	26,358.79	27,585.71	8,205.30
减：所得税费用	7,929.58	11,153.10	1,694.24
五、净利润	18,429.21	16,432.61	6,511.06
归属于母公司股东的净利润	9,860.27	13,962.98	10,653.58
少数股东损益	8,568.94	2,469.63	-4,142.52

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	173,281.48	67,681.41	48,193.61
收到的税费返还	515.75	10.45	0.40
收到其他与经营活动有关的现金	564,654.67	154,531.99	113,846.08
经营活动现金流入小计	738,451.91	222,223.85	162,040.09
购买商品、接受劳务支付的现金	335,832.73	416,345.14	148,463.83
支付给职工以及为职工支付的现金	15,339.23	13,398.33	12,312.30
支付的各项税费	11,594.56	11,250.79	9,493.48
支付其他与经营活动有关的现金	342,032.59	82,227.09	54,844.27
经营活动现金流出小计	704,799.10	523,221.35	225,113.88
经营活动产生的现金流量净额	33,652.80	-300,997.50	-63,073.79
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	-	32.00
取得投资收益收到的现金	147.20	38.00	436.04
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	8,257.72	123.90	0.07
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	2,100.00	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	11,671.83	14,070.00
投资活动现金流入小计	8,404.92	13,933.73	14,538.11
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	34,303.57	35,291.43	69,530.86
投资支付的现金	207.81	500.00	-6,197.24
支付其他与投资活动有关的现金	291.61	116,127.22	20,070.00
投资活动现金流出小计	34,802.99	151,918.65	83,403.63
投资活动产生的现金流量净额	-26,398.07	-137,984.92	-68,865.52
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	2,164.58	15,000.00	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	15,000.00	-
取得借款收到的现金	476,818.00	740,458.02	746,640.34
发行债券收到的现金	50,000.00	170,000.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	19,385.00	187,533.20	19,600.40
筹资活动现金流入小计	548,367.58	1,112,991.22	766,240.74
偿还债务支付的现金	344,122.82	536,951.29	546,711.81
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	101,100.73	46,485.03	55,612.67
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	19.00	-

支付其他与筹资活动有关的现金	18,924.50	66,281.97	60,322.00
筹资活动现金流出小计	464,148.05	649,718.29	662,646.48
筹资活动产生的现金流量净额	84,219.53	463,272.93	103,594.26
五、现金及现金等价物净增加额	91,474.27	24,290.50	-28,345.05
加：期初现金及现金等价物余额	290,154.77	265,864.27	294,209.32
六、期末现金及现金等价物余额	381,629.04	290,154.77	265,864.27

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	18,194.06	16,432.61	6,511.06
加：资产减值准备	1,357.26	-6,010.74	-2,279.19
固定资产折旧	11,046.68	15,208.85	8,309.43
无形资产摊销	1,140.23	981.37	862.98
长期待摊费用摊销	436.70	1,345.37	1,020.64
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	261.19	-332.45	-6,033.84
固定资产报废损失	-390.76	-	-
公允价值变动损失	-8,074.51	-29,838.84	7,816.51
财务费用	18,751.47	15,539.51	21,484.02
投资损失	1,085.70	223.54	-864.97
递延所得税资产减少	195.73	61.86	-4,856.58
递延所得税负债增加	1,808.45	7,459.71	2,275.58
存货的减少	-230,545.08	-313,957.55	-446,062.66
经营性应收项目的减少	-18,090.33	29,488.42	99,610.54
经营性应付项目的增加	236,674.77	-37,599.17	249,132.68
其他	-198.76	-	-
经营活动产生的现金流量净额	33,652.80	-300,997.50	-63,073.79
现金的期末余额	381,629.04	290,154.77	265,864.27
减：现金的期初余额	290,154.77	265,864.27	294,209.32
现金及现金等价物净增加额	91,474.27	24,290.50	-28,345.05

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）	1,633,860.05	1,441,554.83	1,329,374.34
产权比率	177.88%	184.88%	172.21%
资产负债率	64.01%	64.90%	63.26%
流动比率	4.07	4.72	3.12
速动比率	1.32	1.31	1.11
收现比	1.59	1.00	0.96
期间费用（万元）	43,460.39	43,327.78	30,180.53
综合毛利率	51.49%	52.47%	49.21%
EBITDA（万元）	57,592.42	60,660.81	39,882.37
EBITDA 利息保障倍数	0.67	1.26	0.74
有息债务/EBITDA	28.37	23.76	33.33
期间费用率	39.83%	63.77%	59.96%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的主要子公司情况

子公司名称	级次	注册资本 (万元)	持股比 例 (%)	业务性质
舟山普陀城市投资发展集团有限公司	一级	214,066.00	85.99	土地整理开发、城市基础设施建设等
舟山通盛投资有限公司	一级	20,000.00	100.00	实业投资、股权投资
舟山水产品中心批发市场有限责任公司	一级	11,476.01	87.14	水产品收购、加工、销售等
舟山市普陀港福开发建设有限公司	一级	10,180.00	50.00	普陀城区北部片区开发建设
舟山普陀交通投资发展集团有限公司	一级	10,000.00	100.00	站场、货运站经营
东港投资发展集团有限公司	一级	20,000.00	46.15	实业投资
舟山市普陀区水利围垦投资经营有限公司	一级	3,000.00	100.00	水利工程项目开发
舟山普陀文化旅游集团有限公司	一级	1,000.00	100.00	广告设计制作等
舟山市普陀区邦安保安服务有限公司	一级	500.00	100.00	安全守护、安全保卫
舟山市普陀区信用担保有限公司	一级	10,000.00	87.00	担保
舟山市普陀北部实业投资开发有限公司	一级	10,000.00	30.00	工业园区开发

注：1、东港投资发展集团有限公司股东分别为公司（持股比例46.15%）、浙江省海港投资运营集团有限公司（持股比例46.15%）、浙江省水利厅（持股比例7.70%）。由于东港投资发展集团有限公司总经理等高管由公司提名任命，人事及业绩考核由公司决定，公司对东港投资发展集团有限公司具有实际控制权，予以纳入合并范围。2、舟山市普陀北部实业投资开发有限公司股东分别为中国农发重点建设基金有限公司（持股比例50%）、公司（持股比例30%）、舟山市普陀区展茅集体资产经营有限责任公司（持股比例20%）。中国农发重点建设基金有限公司不参与舟山市普陀北部实业投资开发有限公司的实际经营管理，公司具有实际控制权，负责具体经营管理，予以纳入合并报表范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动借款+长期借款+应付债券+长期应付款中的计息部分
期间费用	销售费用+管理费用+财务费用
期间费用率	期间费用/营业收入 $\times 100\%$

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。