

2014 年温州市鹿城城市发展有限公司

公司债券 2018 年跟踪 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【2019】跟踪
第【5】号 01

债券简称：14 鹿城债/PR
鹿城债

债券剩余规模：7.2 亿元

债券到期日期：
2021 年 11 月 3 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在本期债券存
续期的第 3-7 年分别按
照债券发行总额 20%的
比例偿还债券本金

分析师

姓名：
张旻燊 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@cspengyuan.com

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

2014 年温州市鹿城城市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	2019 年 02 月 26 日	2017 年 10 月 13 日

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”）对温州市鹿城城市发展有限公司（以下简称“鹿城城发”或“公司”）及其 2014 年 11 月 03 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，继续为其发展提供良好基础，公司可出让土地、在建房产与市政工程项目规模较大，公司业务持续性较好；同时中证鹏元也关注到，公司营业收入下降、利润出现亏损，未来基础设施项目和土地开发业务收入确认时间存在一定不确定性，资产流动性较弱，面临较大的资金压力、一定的偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年温州市和鹿城区分别实现地区生产总值 5,453.20 亿元和 936.99 亿元，按可比价格，分别同比增长 8.4%和 5.6%，区域经济保持较快增长，为公司的持续发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性较好。截至 2017 年末，公司已竣工未确认收入的基础设施建设项目总投资 4.85 亿元，主要在建基础设施项目总投资 161.20 亿元，已投资 36.79 亿元，鹿城区财政局承诺按照成本加成 5%的管理费对公司建设的基础设施项目进行集中回购；公司存货中土地开发成本 49.51 亿元，公司通常按照土地出让金额的 60%确认收入；公司完工在售的房地产项目剩余可销售面积 10.94 万平方米，主要在建房地产项目总投资 160.97 亿元，已投资 38.83 亿元。

关注:

- **公司营业收入下降、利润出现亏损，基础设施建设业务收入、土地开发业务收入未来仍存在一定不确定性。**2017 年受未确认土地收入影响，公司收入规模同比下降 83.19%，利润总额亏损 5.31 亿元；公司基础设施项目回购受政府资金调度和当地财政资金预算安排影响较大，土地开发项目收入易受鹿城区土地市场活跃程度和政府规划影响，公司收入未来仍存在一定的不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货为主，截至 2017 年末，公司应收款项和存货分别为 60.22 亿元和 128.39 亿元，分别占总资产规模的 27.97%和 59.64%；应收款项主要系应收鹿城区财政局工程款、往来款，回收时间受政府资金调度影响具有不确定性，存货主要为土地开发成本、保障房开发成本、市政工程项目成本，受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，变现能力较弱，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**2016-2017 年公司经营活动产生的现金流分别净流出 7.41 亿元和 27.37 亿元，净流出规模较大；截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 248.35 亿元，作为鹿城区基础设施建设主体，公司还需投入大量建设资金，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。**2017 年末公司有息债务为 491,576.08 万元，同比增长 4.21%，占期末负债总额的比重为 36.41%，资产负债率达 62.72%，存在一定的偿债压力。
- **公司对外担保金额较大，公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保余额 220,000 万元，占 2017 年末净资产的比重为 27.41%，担保对象均为温州市鹿城区国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

发行人主要财务指标:

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,152,767.28	1,724,786.36	1,187,072.32
所有者权益（万元）	802,590.11	734,094.53	550,630.82
有息债务（万元）	491,576.08	471,728.23	215,717.32
资产负债率	62.72%	57.44%	53.61%
流动比率	2.58	3.88	3.33
营业收入（万元）	25,474.29	151,517.15	79,871.54

利润总额（万元）	-53,125.70	42,269.37	23,931.04
综合毛利率	-57.28%	30.52%	33.04%
EBITDA（万元）	-37,644.60	42,822.33	23,970.27
EBITDA 利息保障倍数	-1.35	2.96	1.67
经营活动现金流净额（万元）	-273,694.43	-74,068.94	21,659.32

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

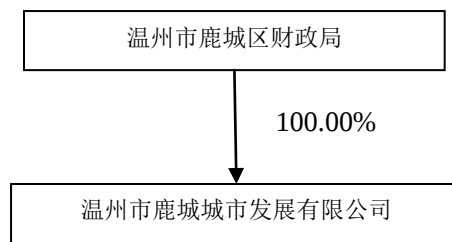
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年11月3日公开发行7年期12亿元的公司债券，募集资金拟全部用于温州市汇昌河葡萄居住区建设项目。本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本与实收资本均为10,000万元，控股股东和实际控制人仍为温州市鹿城区财政局。

图1 截至2018年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年公司新成立1家子公司，温州市鹿城区山福镇美丽乡村建设投资有限公司；本年度因转让所持100%股份减少1家子公司，温州市鹿城区新鹿城市道路建设投资有限公司。

表1 2017年度公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
温州市鹿城区山福镇美丽乡村建设投资有限公司	100%	5,000.00	城市综合开发建设投资,基础设施建设和投资,农房改造投资,城乡一体化建设,保障房、安置房建设及投资	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
温州市鹿城区新鹿城市道路建设投资有限公司	100%	15,500.00	城市综合开发建设投资、基础设施建设和投资,城乡一体化建设与棚户区改造	无偿划出 ¹

¹ 温州市鹿城区新鹿城市道路建设投资有限公司 2017 年 11 月末净资产 492.47 万元，对公司经营不产生实质性影响

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为215.28亿元，所有者权益为80.26亿元，资产负债率为62.72%；2017年度，公司实现营业收入2.55亿元，利润总额-5.31亿元，经营活动现金流净额-27.37亿元。

三、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，推动结构优化、动力转换和质量提升，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

2017 年以来，全球经济整体呈现复苏态势，但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。

2017 年以来，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，国民经济运行保持稳定态势。2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%，其中第三产业同比增长 7.6%，占 GDP 的比重提高到 54.3%，对经济增长的贡献不断提升。固定资产投资增速持续回落，基础设施投资大幅下滑，但民间投资增速回升；消费保持稳健增长，成为稳定经济增长的主力；进出口总额同比稳定增长，受贸易摩擦升级影响，出口增速回落，进口增速明显加快，贸易顺差收窄。

财政政策方面，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；2018 年以来财政政策更加积极，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有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度。货币政策整体上保持稳健中性，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。

中美贸易摩擦是今年以来我国经济面临的最大的不确定因素，尽管近年来我国大力推进

经济结构调整,转变发展方式,促进新旧动能接续转换,内需对经济增长的拉动作用逐渐增强,外贸抗压能力正在加强,并积极开拓新的海外市场,中美贸易摩擦升级对我国经济运行影响有限。但是,在外部贸易摩擦、内部防风险双重挑战下,未来我国经济下行压力较大,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。

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出台,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任何形式的担保,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2 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

（二）区域环境

温州市经济持续增长，产业结构以第二、第三产业为主，房地产市场回暖

2017 年，温州市全年完成地区生产总值 5,453.2 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.4%，经济保持持续增长。其中，第一产业增加值 144.1 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 2,149.2 亿元，同比增长 7.1%，其中工业增加值 1,744.0 亿元，同比增长 7.6%；第三产业增加值 3,159.9 亿元，同比增长 9.7%。三产业结构比由上年的 2.8:41.9:55.4 调整至 2017 年的 2.6:39.4:58.0，以批发和零售、房地产业和金融业为主的第三产业是温州市经济的主要动力。2017 年，温州市实现人均 GDP 59,306 元，较上年增加 7.51%，与全国人均 GDP 的比为 99.41%。

2017 年，温州市实现工业增加值 1,744.0 亿元，比上年增长 7.6%。规模以上工业企业 4,900 家，实现工业增加值 1,087.1 亿元，增长 7.9%，其中轻、重工业增加值分别为 404.1 和 682.9 亿元，分别增长 6.7%和 8.5%。规模以上工业中，高新技术产业增加值增长 10.1%，占规模以上工业的比重为 41.4%；装备制造业增加值增长 10.7%，占规模以上工业的比重为 45.4%；战略性新兴产业增加值增长 9.6%，占规模以上工业的比重为 12.7%。信息经济核心产业、高端装备、环保、健康、时尚制造业增加值分别增长 12.5%、10.2%、14.2%、5.2%、6.1%。新产品产值率为 28.5%，比上年提高 4.2 个百分点。全年工业产值超亿元企业达 955 家，比上年减少 58 家。2017 年温州市建筑业增加值 405.9 亿元，比上年增长 15.02%。

2017 年，温州市完成全社会固定资产投资 4,178.50 亿元，同比增长 11.90%，增速较上年下降 1.1 个百分点，投资仍是带动经济增长的重要动力。在重点领域投资中，重大基础设施投资 550.4 亿元，比上年增长 15.2%；重大产业项目投资 1269.1 亿元，增长 25.0%；高新技术产业投资 332.7 亿元，增长 33.9%；生态环保投资 33.4 亿元，增长 15.9%，增速均较快。全年房地产开发投资 1,024.2 亿元，比上年增长 13.5%，商品房销售面积 1,070.3 万平方米，增长 38.3%，2017 年温州市房地产市场景气度有所提高。

2017 年，温州市社会消费品零售总额为 3,324.30 亿元，同比增长 10.6%，增速较上年

下降 1.7 个百分点。受全球经济低迷影响，温州市进出口总额 1,327.10 亿元，同比上升 11.2%。截至 2017 年末，温州市金融机构本外币各项存款余额 11,218.00 亿元，同比增长 5.6%，增速较上年下降 5.3 个百分点；而年末金融机构本外币各项贷款余额 8,658.00 亿元，同比增长 7.3%。

2017 年温州市实现公共财政收入 465.35 亿元，同比增长 5.79%，其中税收收入 391.15 亿元，占公共财政收入比重为 84.06%；实现政府性基金收入 940.37 亿元，同比增长 98.65%；同期温州市公共财政支出为 761.61 亿元，同比增长 14.23%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 61.10%。

表 3 温州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	5,453.20	8.4%	5,045.40	8.4%
第一产业增加值	144.10	3.5%	138.80	4.1%
第二产业增加值	2,149.20	7.1%	2,112.70	6.3%
第三产业增加值	3,159.90	9.7%	2,793.90	10.4%
规模以上工业增加值	1,087.1	7.9%	1,149.80	7.9%
固定资产投资	4,178.50	11.9%	3,905.70	13.0%
社会消费品零售总额	3,324.30	10.6%	3,006.90	12.3%
进出口总额	1,327.10	11.2%	1,192.80	-1.3%
存款余额	11,218.00	5.6%	10,625.00	10.9%
贷款余额	8,658.00	7.3%	8,072.00	5.7%
人均 GDP（元）	59,306		55,165	
人均 GDP/全国人均 GDP	99.41%		102.20%	

资料来源：2016-2017 年温州市国民经济和社会发展统计公报

鹿城区经济平稳增长，第三产业对经济增长的拉动作用显著，经济发展水平较高

2017 年，鹿城区实现地区生产总值 936.99 亿元，按可比价计算，同比增长 5.6%。其中，第一产业增加值 1.8 亿元，同比增长 1.30%；第二产业增加值 225.39 亿元，同比下降 1.0%，其中工业增加值 155.0 亿元，同比增长 3.4%；第三产业增加值 709.81 亿元，同比增长 8.0%。三次产业结构比由上年的 0.2：28.2：71.6 调整为 0.2：24.0：75.8，第二产业比重提高 4.2 个百分点。第二、第三产业对全区经济的贡献率分别为-4.8%和 104.8%，依次拉动经济增长-0.3 和 5.8 个百分点，以批发和零售业、房地产业、金融业、住宿餐饮业为主的第三产业对经济增长的拉动作用更趋显著。2017 年鹿城区人均 GDP 为 122,827 元，与全国人均 GDP 的比为 205.88%。

2017 年鹿城区实现规模以上工业企业总产值 231.74 亿元，增长 0.7%，增速比上年下

滑 7 个百分点。全区 281 家规上工业企业增加值 54.97 亿元，下降 0.7%，较上年下滑 7.3 个百分点。分行业看，全区规模以上工业 23 个行业大类中 12 个行业总产值正增长，主导行业中，制鞋业工业总产值下降 1.5%；装备制造业总产值增长 7.8%。规模以上工业中，高新技术产业、战略新兴产业和装备制造业工业增加值分别为 17.59、3.04 和 13.62 亿元，分别增长 2.8%、4.8%和 6.9%，分别占规模以上工业增加值总量的 32.0%、5.5%和 24.8%；新产品产值 71.44 亿元，增长 30.5%，新产品产值率为 30.8%。2017 年，鹿城区建筑业实现增加值 70.44 亿元，同比下降 10.6%。

2017 年鹿城区实现固定资产投资 349.38 亿元，同比下降 2.10%。从产业投向看，第一产业投资 0.04 亿元，下降 78.2%；第二产业投资 21.38 亿元，下降 43.9%，其中工业技改投资 14.58 亿元，下降 49.5%；第三产业投资 327.96 亿元，增长 2.9%。2017 年鹿城区全年房地产开发投资 187.68 亿元，增长 14.2%；房屋施工面积 589.28 万平方米，增长 7.4%；竣工面积 96.37 万平方米，下降 35.7%；商品房销售面积 78.89 万平方米，下降 8.1%。

2017 年，鹿城区社会消费品零售总额 945.42 亿元，同比增长 9.6%，居民商品购买力与消费意愿增强。2017 年，鹿城区外贸进出口总额 229.32 亿元，增长 5.0%。其中，出口总额 213.67 亿元，增长 6.7%；进口总额 15.65 亿元，下降 13.4%。截至 2017 年末鹿城区金融机构本外币各项存款余额 3,853.8 亿元，其中人民币存款余额 3,624.84 亿元，较年初增加 119.69 亿元，增长 3.4%。2017 年末金融机构本外币各项贷款余额 2,746.48 亿元，其中人民币贷款余额 2,676.63 亿元，较年初增加 170.88 亿元，增长 6.8%。存贷款余额增速分别较上年末增加 4.2 和 6.6 个百分点。

表 4 2016-2017 年鹿城区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	936.99	5.60%	877.05	7.50%
第一产业增加值	1.8	1.30%	1.85	4.30%
第二产业增加值	225.39	-1.00%	244.10	2.10%
第三产业增加值	709.81	8.00%	631.10	9.90%
规模以上工业增加值	54.97	-0.70%	77.00	6.60%
全年固定资产投资	349.38	-2.10%	372.73	13.60%
社会消费品零售总额	945.42	9.60%	862.76	9.60%
进出口总额	229.32	5.00%	217.37	-2.00%
存款余额	3,853.8	-2.37%	3,947.34	14.30%
贷款余额	2,746.48	2.67%	2,675.09	12.20%
人均 GDP（元）	122,827		116,578	
人均 GDP/全国人均 GDP	205.88%		215.97%	

资料来源：鹿城区 2016-2017 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2017 年温州市鹿城区实现公共财政收入 29.38 亿元，同比增长 7.0%，其中税收收入 23.88 亿元，占公共财政收入比重为 81.28%；同期温州市公共财政支出为 44.41 亿元，同比增长 16.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 66.16%。

四、经营与竞争

公司为温州市鹿城区的综合性建设、经营和投融资主体，负责鹿城区基础设施建设、土地开发整理和保障性住房建设等各项业务。2017 年公司收入规模大幅下降，主要系 2017 年公司未确认土地开发项目收入且交付的安置房项目较少；毛利率方面，由于公司安置房项目确认成本时将后期的各种费用均纳入其中使得成本相对较高，综合使得 2016-2017 年公司房地产开发项目毛利率持续为负。

表 5 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
土地开发项目	-	-	97,209.05	81.65%
房地产开发项目	25,407.49	-57.69%	54,302.10	-61.02%
其他业务 ²	66.80	100.00%	6.00	100.00%
合计	25,474.29	-57.28%	151,517.15	30.52%

资料来源：公司提供

公司基础设施项目暂未产生收入，对公司资金形成一定占用，同时在建基础设施项目尚需投入较多资金，未来公司面临较大资金压力

公司为鹿城区重要的基础设施开发主体，负责区内基础设施以及重大项目的开发建设。近年来公司以温州鞋都产业园、七都岛城市新区等园区开发为基础，完善各园区的基础设施建设，包括园区道路、桥梁、公用设施等配套建设。

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

表 6 截至 2017 年底公司已竣工未确认收入的主要基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	竣工时间	总投资
葡萄路一期道路	2008 年	3,167.25

² 房租收入

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

资料来源：公司提供

表 7 截至 2017 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	项目已投资	尚需投资	是否回购
特色轻工产业园区一期市政道路工程	233,173	37,831.84	172,282.48	是
特色轻工产业园区一期市政桥梁工程		14,648.86		是
特色轻工产业园区一期市政绿化工程		1,360.69		是
特色轻工产业园区一期其他市政配套工程		7,049.13		是
汇昌河一、二期	290,204	6,623	283,581.00	是
戍浦江河道整治工程	160,000	17,860.11	142,139.89	是
鞋都产业园区三期	118,000	31,765.82	86,234.18	是
江滨路	100,000	3,017.75	96,982.25	是
七都大桥	95,315	65,384.38	29,930.62	是
鞋都产业园区二期	69,362	3,021.38	66,340.62	是
七都堤塘	65,000	41,887.84	23,112.16	是
总部经济园一期(A、B)地块	53,794	7,404.20	46,389.80	是
鞋都产业园区一期	50,638	1,330.59	49,307.41	是
广化南路(鹿城段)市政道路工程	48,667	5,449.96	43,217.04	是
园区路道路工程	42,812	867.06	41,944.94	是
纬二路	38,108	14,525.08	23,582.92	是

七都千亩征地综合开发	32,286	5,843.34	26,442.66	是
原鞋都园区基础配套	31,787	519.84	31,267.26	是
牛山北路拓宽工程	28,053	24,578.89	3,474.11	是
马坑路一期	23,016	225.24	22,790.76	是
经四路	20,997	12,485.02	8,511.98	是
纬一路	20,138	14,025.07	6,113.13	是
德政东路	13,179	5,931.41	7,247.59	是
经三路	12,659	6,303.87	6,355.13	是
戍浦江综合治理工程 拆迁安置房（二期）项目	8,400	2,808	5,592.00	是
葡萄路	6,473	344.6	6,128.40	是
蛟凤北路	6,079	3,121.03	2,957.97	是
西站东路	5,991	1,630.41	4,360.59	是
甲里路	5,573	915.04	4,657.96	是
戍浦江大坝（江堤外移）工程	5,131	602.3	4,528.70	是
标准堤塘附属绿化工程	5,000	1,120.57	3,879.43	是
垃圾转运站	4,078	1,984.46	2,093.54	是
眺舟桥路	4,018	433.45	3,584.55	是
西进城口及郑桥广场	2,843	483.08	2,359.92	是
新纺织路	2,648	511.93	2,136.07	是
南塘西片区东屿地段 （东屿路、东屿中路、 东屿西路、东屿北路）	2,381	776.03	1,604.97	是
永川路	2,000	2,095.02	-	是
东龙路北段与划龙桥 西路	2,000	2,269.19	-	是
制革基地 B5、B9 一期 及仰新路	1,650	966.16	683.84	是
标准堤塘保滩护岸工程	517	216.74	300.26	是
城市综合道路修复提升工程	-	11,303.08	-	是
其他	-	8,499.75	-	是
合计	1,611,970.30	367,926.19	1,262,116.13	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年底，公司基础设施建设项目仍未产生收入及现金流，公司已竣工未确认收入的主要基础设施项目总投资合计48,506.59万元，对公司资金形成了一定占用；公司主要在建基础设施建设项目总投资为1,611,970.30万元，已投资金额367,926.19万元，在建基础

设施建设项目规模较大，但项目建设尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。

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

公司在售、在建房产项目规模较大，业务持续性较好，但资金缺口较大，公司面临较大的资金压力

公司受政府委托实施温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区内的拆迁安置房等保障性住房建设和运营。具体运营模式为：公司通过自行开发、拆迁安置方式取得土地使用权，根据温州市统一规划，自筹资金进行鹿城区内的城中村改造、拆迁安置房等保障性住房项目建设，根据政府确定的安置结算指导价格，将安置房定向销售给拆迁农户（农户旧房折价抵消，并支付一定差价），农户支付的货币资金为差价部分；公司以实际安置房销售收入（旧房折价+差价）确认收入，以实际发生的征地拆迁和房屋建设成本确认房产开发成本。但在现金流方面，公司仅收到安置户补缴房款差价，低于公司安置房销售收入，旧房折价部分由项目中拆迁整理后的未用于安置房建设的地块出让取得的收益补偿，该部分收益不能弥补公司成本部分由政府补贴。

2017年公司实现房地产销售收入25,407.49万元，主要为双潮新社区项目（西都景秀居）、南岸新家园项目（青藤家园）、北岸藤园锦园、西都锦园项目、临江驿头公寓和永川路一期等项目的销售收入。截至2017年末，公司完工在售的房产项目主要为双潮新社区项目（西都景秀居）、南岸新家园项目（青藤家园）、北岸藤园锦园、七都千亩征地安置房、西都锦园项目、永川路一期等9个项目，可售面积为53.49万平方米，已售面积为42.55万平方米，剩余可售面积10.94万平方米。

表 8 截至 2017 年底公司主要完工在售的房产项目情况（单位：万平方米，元/平方米）

项目名称	可售面积	已售面积
双潮新社区项目（西都景秀居）	11.69	10.40
南岸新家园项目（青藤家园）	9.93	8.37
北岸藤园锦园	9.64	7.33
七都千亩征地安置房	6.36	4.67
西都锦园项目	5.60	5.60
永川路一期	4.61	3.69
安置房吴桥路 A2 项目	2.47	1.03
农房改造德政集聚点工程	2.37	1.24
临江驿头公寓	0.82	0.22
合计	53.49	42.55

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司主要在建房产项目计划总投资额为1,609,674万元，已投资额为388,283万元，后续仍需投资1,221,391万元，资金缺口较大，公司面临较大的资金压力。

表9 截至2017年底公司主要在建房产项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
汇昌河葡萄居住区 ³	377,100	137,916	239,184
七都金融科技文化中心建设工程	225,100	19,130	205,970
庄头	136,908	14,191	122,717
永川路安置房	107,659	23,949	83,710
中央涂 A-2 安置房	106,734	39,727	67,007
横渚河西地块安置房	87,434	65,195	22,239
仰义街道农居房二期	86,311	580	85,731
里垟保障性安居工程	80,273	1,256	79,017
东屿村地段	75,723	1,463	74,260
吴滨巷	54,133	4,664	49,469
广华南路	48,668	1,398	47,270
九山一号地块	39,912	5,919	33,993
横山安置房项目	35,424	20,611	14,813
鞋都安置房工程	34,464	28,193	6,271
进城口 2 号安置房	31,947	5,788	26,159
永楠地块-安置房	22,421	798	21,623
丰收村 B-1 地块安置房项目	15,368	2,807	12,561
矮凳桥周转房	10,000	684	9,316
上成轻工园安置房项目	8,726	583	8,143
瑞都锦园安置房	8,521	575	7,946
C 地块办公房	6,932	6,026	906
人才公寓	6,472	4,096	2,376
驿头安置房项目	3,444	2,734	710
合计	1,609,674	388,283	1,221,391

资料来源：公司提供

公司土地开发业务2017年未确认收入，受土地市场活跃程度和政府规划的影响，未来收入存在一定不确定性

公司为鹿城区土地开发的重要主体之一，受鹿城区政府委托，主要对温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区及相关街道的土地进行整理开发。公司自行筹

³汇昌河葡萄居住区为本期债券募投项目，本项目采用 BT 建造模式，于 2017 年初建设完工，2018 年办好竣工决算，2017 年末已投资金额包含前期拆迁费用、项目建设设计费和部分施工工程款。

措资金对区内各园区进行拆迁安置和土地整理，土地拆迁整理完毕后，由政府进行招拍挂出让。根据政府计划通过国土资源局公开招拍挂出让，政府将招拍挂出让所得收入按一定比例返还给公司，公司以政府实际交付土地给受让方的时间节点确认土地出让收入、成本。根据《温州市人民政府关于印发市区土地出让收入分配暂行办法的通知》（温改发【2014】148号）规定，公司按照土地出让金额的60%确认收入。公司土地出让收入回款进度受当地财政资金预算安排影响较大，回款时间存在一定的不确定性。

2017年公司已出让温州市七都岛片区七都南单元04-C-14等4宗地块及智联街（七彩路至板桥二路段）、温州市中国鞋都铁路沿线西侧G-1地块、温州市中国鞋都铁路沿线西侧G-5地块、中国鞋都铁路沿线西侧50-4号地块和温州中国鞋都产业园区三期1-02地块，合计出让金额183,780.00万元，但未确认土地开发项目收入，相关成本仍未结转。截至2017年末，公司土地开发成本账面价值为495,079.78万元，同比增长44.34%，主要系瓯浦垞地块、横渎河西地块建设工程项目和山根村地块等项目开发成本增长较多所致，可为未来收入提供一定保障；受鹿城区土地市场活跃程度和政府规划等因素影响，公司未来土地开发项目收入和毛利率存在一定不确定性。

表 10 2017 年公司土地出让构成情况（单位：万元；m²）

项目	面积	出让金额	性质
温州市七都岛片区七都南单元 04-C-14 等 4 宗地块及智联街（七彩路至板桥二路段）	54,384.00	130,458.00	商业、文体娱乐、科教、医疗卫生
温州市中国鞋都铁路沿线西侧 G-1 地块	27,729.42	28,208.00	工业用地
温州市中国鞋都铁路沿线西侧 G-5 地块	23,785.07	22,000.00	商服用地
中国鞋都铁路沿线西侧 50-4 号地块	6,676.77	2,200.00	工业用地
温州中国鞋都产业园区三期 1-02 地块	3,600.47	914.00	工业用地
合计	116,175.73	183,780.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年新成立1家子公司温州市鹿城区山福镇美丽乡村建设投资有限公司；因转让所持100%股份减少1家子公司温州市鹿城区新鹿城市道路建设投资有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，存货和应收款项占比较高，资产流动性较弱

截至2017年末公司资产规模为2,152,767.28万元，同比增加24.81%。从资产结构来看，公司资产几乎全为流动资产，截至2017年末，流动资产占比为98.76%。

公司货币资金主要由银行存款、保证金和少量库存现金构成，2017年公司货币资金较上年较少56.32%，货币资金中10.36万元为保证金，受限比例较低。公司应收账款主要为应收温州市鹿城区财政局的土地出让金，2017年应收账款余额为163,577.19万元，同比下降19.22%，其中应收温州市鹿城区财政局的土地出让金余额为160,528.99万元，未计提坏账准备。公司40,000万元应收账款被用于借款质押，占期末应收账款余额的24.45%。公司预付账款主要为预付温州通润建设有限公司、温州海嘉建设有限公司、温州市鹿城区保障房建设办公室、温州市公用事业开发公司和浙江绿色园林市政有限公司等公司的工程款，截至2017年末余额75,064.19万元，其中账龄在1年以内的占比73.16%，账龄1-2年占比7.12%，账龄超过2年的占比19.72%。公司其他应收款主要为应收温州市鹿城区进城口改建工程指挥部、温州市鹿城区藤桥镇人民政府和温州市国土资源局等政府部门或国企的往来款，按性质分成代垫款（占比65.27%）、关联方往来款（占比31.12%）和少量代收代付款项（占比3.58%）、保证金及押金（占比0.02%），其中账龄超过3年的重大其他应收款项占比5.05%。截至2017年末，公司应收款项账面价值合计602,171.62万元，占公司总资产的27.97%，公司应收款项整体回收风险较小，但回收时间不确定，对公司的营运资金形成较大的占用。

表 11 截至 2017 年末公司前五大其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	账龄	占期末余额合计数的比例	期末余额
藤桥镇人民政府	代垫款	1 年以内 3 年以上	5.56%	24,402.50
温州市鹿城区进城口改建工程指挥部	代垫款	1 年以内	2.71%	11,868.00
鹿城区基础配套基建专户	代垫款	1 年以内	3.68%	16,150.00
温州市国土资源局	代垫款	1 年以内	1.98%	8,700.00
温州市物业维修资金管理中心	代收代付	2-3 年	0.40%	1,748.46
合计	-	-	14.33%	62,868.96

资料来源：公司 2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要由土地开发成本、房地产开发成本和市政工程项目构成。随着公司在建工程项目的持续投入，2017年公司存货余额较上年增加24.13%至1,283,919.55万元，占公司总资产的59.64%。公司存货中的市政工程项目为受托承建的道路、桥梁等基础设施项目，

根据温州市鹿城区人民政府《关于同意对温州市鹿城城市发展有限公司及下属子公司承建的基础设施项目进行集中回购的批复》（温鹿政发【2016】13号），同意对公司承建的已完工尚未移交的基础设施项目由财政局根据资产移交清单进行集中回购，截至2017年末尚未回购的市政工程项目成本合计387,441.29万元，在公司存货中占比为30.18%，同比增长10.00%，主要系特色轻工产业园区一期市政道路工程、特色轻工产业园区一期其他市政配套工程和其他零散工程项目成本上升所致；土地开发成本为公司在整理的汇昌河葡萄居住区、七都地块和横渎河西地块建设工程项目等几十个地块，账面价值495,079.78万元，在公司存货中的占比为38.56%，同比增长44.34%，主要系瓯浦垟地块、横渎河西地块建设工程项目和山根村地块等项目开发成本增长较多所致；房地产开发成本为公司在开发的汇昌河葡萄居住区、横渎河西地块安置房、中央涂A-2安置房和鞋都安置房等项目账面价值合计为401,428.02万元，同比增加18.37%，主要系安置房吴桥路A2项目、中央涂A-2安置房、庄头和其他项目开发成本增加所致。存货中被抵押资产合计1,312.29万元，占期末存货余额的0.10%。土地开发成本、保障房开发成本、市政工程项目成本受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，存货变现能力较弱。

表 12 2016-2017 年公司存货情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
土地开发成本	495,079.78	343,000.93
房地产开发成本	401,428.02	339,125.55
市政工程项目	387,441.29	352,203.52
合计	1,283,919.55	1,034,330.00

资料来源：公司 2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由长期股权投资构成，截至2017年末，长期股权投资账面余额为26,188.81万元，同比增加12,180.77万元，主要系追加对温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）12,200.00万元投资所致。

整体上看，2017年公司资产规模继续快速增长，存货和应收款项在公司总资产中占比较高，存货主要由土地开发成本、房地产开发成本和市政工程项目构成，整体变现能力较弱，应收款项回收时间不确定性较大、对公司营运资金形成一定占用，资产流动性较弱。

表 13 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	158,189.44	7.35%	362,189.35	21.00%
应收账款	163,577.19	7.60%	202,491.83	11.74%
预付款项	75,064.19	3.49%	20,150.48	1.17%

其他应收款	438,594.43	20.37%	89,802.05	5.21%
存货	1,283,919.55	59.64%	1,034,330.00	59.97%
流动资产合计	2,125,989.86	98.76%	1,710,718.90	99.18%
长期股权投资	26,188.81	1.22%	14,008.03	0.81%
非流动资产合计	26,777.41	1.24%	14,067.46	0.82%
资产总计	2,152,767.28	100.00%	1,724,786.36	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2017年受未确认土地开发收入影响，公司盈利能力大幅下降

受未确认土地开发收入和房地产开发项目收入同比减少的影响，2017年公司营业收入较上年大幅下降83.19%至25,474.29万元。截至2017年末，公司已竣工未确认收入主要基础设施建设项目总投资和主要在建基础设施建设项目已投资合计416,432.78万元，土地开发成本495,079.78万元，完工待售安置房剩余可售面积10.94万平方米，主要在建房产项目已投资388,283万元，但公司基础设施项目回购款项和土地开发业务收入具体到账时间受政府资金调度和当地财政资金预算安排等因素影响较大，回款时间存在一定的不确定性。受未确认土地开发收入和房地产开发项目毛利率持续为负的影响，公司综合毛利率较上年下降87.80个百分点。营业利润是公司利润总额最主要的来源，2017年受营业收入规模大幅下降的影响，利润水平大幅下降至-53,125.70万元，转为亏损状态。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	25,474.29	151,517.15
其他收益	0.00	0.00
营业利润	-53,124.26	42,273.58
营业外收入	0.00	0.00
利润总额	-53,125.70	42,269.37
综合毛利率	-57.28%	30.52%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流出规模有所扩大，在建项目尚需投入资金规模较大，未来存在较大的资金压力

2017年受公司预收安置房房款大幅增加影响，公司收现比大幅增加至5.12。同时，受基础设施、土地整理和保障房等项目的投入持续增加和收到、支付其他与经营活动有关的

现金转为净流出的影响，2017年公司当年经营活动现金流净流出273,694.43万元，同比增加269.51%。从投资活动方面来看，2017年由于公司追加对温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）12,200.00万元投资的股权款使得公司投资活动产生现金净流出12,762.27万元。从筹资活动方面来看，2017年吸收投资收到现金123,532.51万元，由于公司取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金大幅减少，使得公司筹资活动产生的现金流量净流入为88,977.42万元，较上年净流入规模减少191,269.64万元。

截至2017年末，公司在建房产项目和基础设施建设项目计划总投资额3,221,644万元，后续仍需投资2,483,507万元，整体来看，公司面临较大资金压力。

表 15 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	5.12	0.75
销售商品、提供劳务收到的现金	130,411.49	113,477.01
收到的其他与经营活动有关的现金	675,971.07	149,001.68
经营活动现金流入小计	806,382.56	262,478.69
购买商品、接受劳务支付的现金	365,061.89	293,074.23
支付的其他与经营活动有关的现金	713,538.50	31,768.25
经营活动现金流出小计	1,080,076.99	336,547.64
经营活动产生的现金流量净额	-273,694.43	-74,068.94
投资活动产生的现金流量净额	-12,762.27	-14,035.59
筹资活动产生的现金流量净额	88,977.42	280,247.06
现金及现金等价物净增加额	-197,479.28	192,142.53

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大、继续增长，面临一定的偿债压力

2017年由于公司子公司温州市鹿城区城改建设有限公司和温州市兴银建设投资有限公司收到股东投资款，合计增加公司资本公积5.54亿元，公司所有者权益较上年增加9.33%；受公司其他应付款及对安置户的预收房款快速增长的影响，公司负债规模较上年增加36.29%。截至2017年底，公司产权比率较上年增加33.28个百分点，权益对债务的保障程度有所下降。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	1,350,177.17	990,691.83

所有者权益	802,590.11	734,094.53
产权比率	168.23%	134.95%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

2017年公司负债规模较上年增加36.29%至1,350,177.17万元，负债增长主要为在其他应付款和预收账款的增长，公司负债结构由上年的以非流动负债为主转变为以流动负债为主。截至2017年末，公司流动负债规模合计825,372.51万元，占公司总负债的61.13%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。截至2017年末短期借款余额为18,112.29万元，较上年变化不大，其中抵押借款余额为1,312.29万元，抵押物为南汇街道横渎河西A-37a-1地块。公司应付账款主要为应付温州海嘉建设有限公司、宁波市政工程建设集团股份有限公司、中浙江新邦建设股份有限公司等公司的工程款，上游供应商集中度较低，其中账龄1年以内的应付账款占比48.46%。截至2017年末应付账款账面余额23,129.20万元，较上年下降59.79%。公司预收款项主要系预收的拆迁安置户差价款，截至2017年末预收款项余额为253,775.39万元，较上年增长52.29%。公司其他应付款主要为应付温州市鹿城区财政局、温州市鹿城区土地储备中心等单位的往来资金，截至2017年末较上年增加178.43%至420,226.70万元，主要系往来款项增加269,297.24万元所致。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款。其他流动负债主要为应返还安置房款。截至2017年末长期借款余额为237,747.00万元，主要为信用借款、保证借款和质押借款，其中保证借款主要为公司为子公司借款提供担保，质押借款为应收账款质押。公司应付债券为本期债券，截至2017年末账面余额为95,522.78万元。公司长期应付款主要为政府债置换代偿款和应付温州宁建金科投资管理有限公司、温州中恒投资发展有限公司的借款。公司专项应付款为中央拨付工程建设专项资金款，主要为牛山片区改造工程中央专项建设资金和少量横渎河西A-37a-1、里垟地块、蛟尾堡地块建设工程专项资金。公司其他非流动负债为应返还安置房款，2017年转为其他流动负债科目。

表 17 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	18,112.29	1.34%	18,740.93	1.89%
应付账款	23,129.20	1.71%	57,518.73	5.81%
预收款项	253,775.39	18.80%	166,642.02	16.82%
应交税费	51,538.30	3.82%	45,036.99	4.55%
其他应付款	420,226.70	31.12%	150,929.47	15.23%
一年内到期的非流动负债	35,000.00	2.59%	-	-

其他流动负债	21,955.06	1.63%	-	-
流动负债合计	825,372.51	61.13%	440,740.98	44.49%
长期借款	237,747.00	17.61%	228,652.40	23.08%
应付债券	95,522.78	7.07%	119,290.90	12.04%
长期应付款	151,720.00	11.24%	153,194.50	15.46%
专项应付款	39,814.88	2.95%	26,857.98	2.71%
其他非流动负债	-	0.00%	21,955.06	2.22%
非流动负债合计	524,804.67	38.87%	549,950.85	55.51%
负债合计	1,350,177.17	100.00%	990,691.83	100.00%
其中：有息负债	491,576.08	36.41%	471,728.23	47.62%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的有息债务构成，截至2017年末规模合计491,576.08万元，同比增长4.21%，占公司负债总额的36.41%，其中短期和长期有息债务占比分别为10.80%、89.20%，公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。

2017年公司资产负债率较上年增加5.28个百分点至62.72%，公司负债经营程度有所提高。2017年公司流动比率、速动比率分别较上年下降1.31、0.51至2.58、1.02，仍处较好水平，但需关注公司流动资产中存货、其他应收款占比较大，存货变现能力较弱、其他应收款回收时间不确定性较大，公司短期偿债能力一般。2017年公司利润亏损，EBITDA较上年下降187.91%至-37,644.60万元，EBITDA对利息的保障程度大幅下降。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	62.72%	57.44%
流动比率	2.58	3.88
速动比率	1.02	1.53
EBITDA（万元）	-37,644.60	42,822.33
EBITDA 利息保障倍数	-1.35	2.96
有息债务/EBITDA	-13.06	11.02

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保余额合计220,000万元，占公司当年所有者权益中的27.41%，担保对象均为温州市鹿城区国有企业。由于公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，公司仍存在一定的或有负债风险。

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	是否有反担保
温州市鹿城交通投资有限公司	50,000	2021/6/16	否
温州市鹿城区水利建设投资有限公司	70,000	2022/2/17	否
	24,000	2025/5/9	否
	11,000	2020/12/21	否
	8,000	2028/4/19	否
	3,000	2027/12/10	否
	2,000	2027/9/7	否
	30,000	2020/12/31	否
温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司	22,000	2021/6/22	否
合计	220,000	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告

七、评级结论

2017年，温州市和鹿城区经济、公共财政收入持续增长，外部环境较好。截至2017年末，公司已竣工未确认收入的基础设施建设项目总投资48,506.59万元，主要在建基础设施项目总投资1,611,970.30万元，已投资367,926.19万元，鹿城区财政局承诺按照成本加成5%的管理费对公司建设的基础设施项目进行集中回购；公司存货中土地开发成本495,079.78万元，公司通常按照土地出让金额的60%确认收入；公司完工在售的房地产项目剩余可销售面积10.94万平方米，主要在建房地产项目总投资1,609,674万元，已投资388,283万元。公司业务持续性较好。

同时中证鹏元也关注到，2017年公司未确认土地开发业务收入，营业收入下降、利润出现亏损，未来基础设施项目和土地开发业务收入确认时间仍存在一定不确定性。公司资产以应收款项、存货为主，应收款项主要系应收鹿城区财政局工程款、往来款，回收时间受政府资金调度影响具有不确定性，存货主要为土地开发成本、保障房开发成本、市政工程项目成本，受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，变现能力较弱，公司资产整体流动性较弱。公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。公司对外担保金额较大，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	158,189.44	362,189.35	163,536.55
应收账款	163,577.19	202,491.83	149,325.89
预付款项	75,064.19	20,150.48	25,952.94
其他应收款	438,594.43	89,802.05	58,596.54
存货	1,283,919.55	1,034,330.00	789,610.69
其他流动资产	6,645.06	1,755.19	-
流动资产合计	2,125,989.86	1,710,718.90	1,187,022.61
长期股权投资	26,188.81	14,008.03	-
固定资产	587.28	58.01	49.71
无形资产	1.33	1.42	-
非流动资产合计	26,777.41	14,067.46	49.71
资产总计	2,152,767.28	1,724,786.36	1,187,072.32
短期借款	18,112.29	18,740.93	11,338.19
应付账款	23,129.20	57,518.73	20,854.59
预收款项	253,775.39	166,642.02	151,516.22
应付职工薪酬	65.63	63.96	88.97
应交税费	51,538.30	45,036.99	31,145.94
应付利息	1,569.93	1,808.89	1,289.71
其他应付款	420,226.70	150,929.47	131,315.71
一年内到期的非流动负债	35,000.00	-	8,574.70
其他流动负债	21,955.06	-	-
流动负债合计	825,372.51	440,740.98	356,124.02
长期借款	237,747.00	228,652.40	76,147.14
应付债券	95,522.78	119,290.90	119,657.29
长期应付款	151,720.00	153,194.50	35,700.00
专项应付款	39,814.88	26,857.98	26,857.98
其他非流动负债	-	21,955.06	21,955.06
非流动负债合计	524,804.67	549,950.85	280,317.48
负债合计	1,350,177.17	990,691.83	636,441.50
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积金	544,138.77	476,028.06	389,888.90
盈余公积金	25.75	25.75	23.73
未分配利润	117,704.77	166,685.70	142,911.39
归属于母公司所有者权益合计	671,869.30	652,739.51	542,824.01

少数股东权益	130,720.81	81,355.02	7,806.81
所有者权益合计	802,590.11	734,094.53	550,630.82
负债和所有者权益总计	2,152,767.28	1,724,786.36	1,187,072.32

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	25,474.29	151,517.15	79,871.54
营业收入	25,474.29	151,517.15	79,871.54
营业总成本	63,069.47	109,232.36	55,939.23
营业成本	40,065.02	105,273.76	53,484.93
税金及附加	153.12	2,593.72	828.81
管理费用	1,634.27	1,143.26	1,724.53
财务费用	21,217.05	221.61	-99.03
投资净收益	-15,529.07	-11.22	0.00
营业利润	-53,124.26	42,273.58	23,932.31
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	1.44	4.21	1.27
利润总额	-53,125.70	42,269.37	23,931.04
减：所得税	7.94	19,503.58	6,168.10
净利润	-53,133.63	22,765.80	17,762.94

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	130,411.49	113,477.01	172,814.11
收到其他与经营活动有关的现金	675,971.07	149,001.68	58,951.13
经营活动现金流入小计	806,382.56	262,478.69	231,765.24
购买商品、接受劳务支付的现金	365,061.89	293,074.23	178,631.82
支付给职工以及为职工支付的现金	1,456.94	1,637.10	1,407.89
支付的各项税费	19.65	10,068.05	873.23
支付其他与经营活动有关的现金	713,538.50	31,768.25	29,192.98
经营活动现金流出小计	1,080,076.99	336,547.64	210,105.92
经营活动产生的现金流量净额	-273,694.43	-74,068.94	21,659.32
投资活动产生的现金流量：			
收到其他与投资活动有关的现金	6.89	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	6.89	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	569.16	35.59	31.48
投资支付的现金	12,200.00	0.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	14,000.00	0.00
投资活动现金流出小计	12,769.16	14,035.59	31.48
投资活动产生的现金流量净额	-12,762.27	-14,035.59	-31.48
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	123,532.51	0.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	53,518.50	0.00	0.00
取得借款收到的现金	53,871.95	190,020.97	113,792.90
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	149,866.00	22,129.59
筹资活动现金流入小计	177,404.45	339,886.97	135,922.48
偿还债务支付的现金	60,605.98	38,687.67	150,199.56
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27,799.39	14,452.24	14,388.68
支付其他与筹资活动有关的现金	21.67	6,500.00	0.00
筹资活动现金流出小计	88,427.04	59,639.92	164,588.25
筹资活动产生的现金流量净额	88,977.42	280,247.06	-28,665.76
现金及现金等价物净增加额	-197,479.28	192,142.53	-7,037.91
期初现金及现金等价物余额	355,679.08	163,536.55	170,574.47
期末现金及现金等价物余额	158,199.80	355,679.08	163,536.55

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	-53,133.63	22,765.80	17,762.94
加：资产减值准备	0.00	0.00	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	38.45	22.97	39.23
无形资产摊销	0.09	0.18	0.00
固定资产报废损失	1.44	0.00	0.00
财务费用	27,799.39	0.00	14,495.16
投资损失	-15,529.07	11.22	0.00
存货的减少	-249,589.56	-244,719.31	-124,956.86
经营性应收项目的减少	-364,791.45	-27,752.62	-36,656.13
经营性应付项目的增加	381,509.92	175,602.84	150,974.98
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-273,694.43	-74,068.94	21,659.32
现金的期末余额	158,179.08	355,679.08	163,536.55
减：现金的期初余额	355,679.08	163,536.55	170,574.47
间接法-现金及现金等价物净增加额	-197,479.28	192,142.53	-7,037.91

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	-57.28%	30.52%	33.04%
产权比率	168.23%	134.95%	115.58%
资产负债率	62.72%	57.44%	53.61%
流动比率	2.58	3.88	3.33
速动比率	1.02	1.53	1.12
EBITDA（万元）	-37,644.60	42,822.33	23,970.27
EBITDA 利息保障倍数	-1.35	2.96	1.67
有息债务/EBITDA	-13.06	11.02	9.00
有息债务（万元）	491,576.08	471,728.23	215,717.32

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日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式	主营业务
温州市南汇城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州鞋都投资开发有限公司	3,000.00	100.00	划转	市政建设
温州鹿城区七都综合建设开发有限责任公司	1,000.00	100.00	划转	市政建设
温州市鹿城区藤桥镇新农村建设投资有限公司	10,780.00	92.76	划转	市政建设
温州市鹿城区塘河改造与建设开发有限责任公司	500.00	100.00	划转	市政建设
温州市鹿城区双屿城中村改造建设有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市五马城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市松台城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市南郊城市投资有限公司	8,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区大南城市投资有限公司	3,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市广华城市投资有限公司	7,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城轻工产业园区建设投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市丰门城市建设有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市蒲鞋市城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区城市综合开发投资管理有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区城改建设有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市兴银建设投资有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市鹿城区杭银城中村改造有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市鹿城区山福镇美丽乡村建设投资有限公司	5,000.00	100.00	设立	市政建设

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务

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。