

信用等级公告

联合[2019]869号

福州城市建设投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2019 年公司债券（第一期）进行了主动评级，确定：

福州城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为“稳定”

福州城市建设投资集团有限公司拟发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019 年福州城市建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：3 亿元

债券期限：5+5 年

还本付息方式：按年付息，分期还本

评级时间：2019 年 5 月 28 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	979.13	1,287.58	1,459.18
所有者权益（亿元）	448.06	605.59	779.68
长期债务（亿元）	242.03	374.72	287.09
全部债务（亿元）	300.13	430.03	393.07
营业收入（亿元）	47.46	76.47	149.35
净利润（亿元）	7.92	10.37	11.48
EBITDA（亿元）	10.24	14.33	17.28
经营性净现金流（亿元）	-118.38	-73.98	-14.77
营业利润率（%）	13.89	12.12	9.30
净资产收益率（%）	1.96	1.97	1.66
资产负债率（%）	54.24	52.97	46.57
全部债务资本化比率（%）	40.11	41.52	33.52
流动比率（倍）	2.11	2.76	2.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	0.79	0.65
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.41	4.78	5.76

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、本报告将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；4、计算 EBITDA 利息倍数时，用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替利息支出计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对福州城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为福州市投资集团之一，负责福州市区内的基础设施建设、片区综合改造及保障房建设业务，得到外部的大力支持；公司资产、所有者权益规模持续增长，营业收入不断增加。同时，联合评级也关注到伴随福州市未来城市基础设施建设和片区综合改造力度的加大，公司融资需求压力增加；公司目前资产负债中，代建市政工程和片区综合开发支出占比大、资产流动性偏弱等对其经营和发展可能带来不利影响。

作为福州的城市基础设施建设主体之一，随着公司片区开发规模的不断推进，公司的经营规模和盈利能力有望进一步提升，联合评级对公司评级展望为稳定。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 福州市经济情况发展稳定，财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 作为福州市大型投资集团之一，公司负责福州市区内的基础设施建设、片区综合改造及保障房建设业务，持续获得在业务和资金等方面的外部支持。

3. 近年来，受工程施工收入增长、保障房不断竣工并结转收入影响，公司营业收入大幅增长。

4. 本期债券设置分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。

关注

1. 公司资产以片区改造、市政建设支出、建筑物等其他非流动资产为主，且代建市政项目暂无回购安排，片区综合改造项目结转受城市规划和未来土地拍卖计划的制约，整体流动性较弱。

2. 公司安置房建设支出规模较大，导致经营活动现金流持续净流出，外部融资压力大。

分析师

李乃鹏

电话：010-85172818

邮箱：linp@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、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。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

李石鹏 沈青高

联合信用评级有限公司

一、主体概况

福州城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为 2013 年 6 月 9 日设立的福州建设发展投资集团有限公司，注册资本 5,000 万人民币，是经福州市人民政府批准设立的国有独资企业集团。公司于 2014 年 12 月 3 日变更为现名。后经政府多次注资，截至 2017 年底，公司实收资本与注册资本均为 20.69 亿元，福州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“福州市国资委”）为公司的唯一股东及实际控制人。

公司经营范围：城市基础设施及配套工程的投融资、建设及运营；重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）；土地一级开发和房地产综合开发；新设产业园区、酒店餐饮业、贸易业、百货业、食品业、文化创意产业等投资、开发、建设和运营管理。（以上经营范围涉及许可经营项目的，应在取得有关部门许可后方可经营）。

截至 2017 年底，公司设有办公室、法律事务部、财务部、监察审计部、战略发展部、资产管理部和人力资源部共 7 个职能部门。截至 2017 年底，公司合并范围内一级子公司共 6 家，在职员工 5,857 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,459.18 亿元，负债合计 679.49 亿元，所有者权益合计 779.68 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 668.91 亿元。2017 年，公司实现营业收入 149.35 亿元，净利润 11.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.77 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.90 亿元。

公司注册地址：福州市台江路 15 号城投大厦 17-20 层。法定代表人：林涛。

二、本次债券概况及募集资金用途

根据《国家发展改革委关于福建省福州城市建设投资集团有限公司发行公司债券核准的批复》（文件号：发改企业债券【2019】30 号），国家发展改革委同意公司发行公司债券不超过 70 亿元，分期发行，期限不超过 10 年，募集资金中不低于 40 亿元用于产业园区开发与运营、城市停车场、保障性安居工程、战略新兴产业、城市地下综合管廊、绿色产业、农村产业融合、社会领域产业等领域符合国家产业政策的项目，以及基础设施补短板领域的项目；不超过 30 亿元用于补充营运资金。

2019 年福州城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）计划发行规模为 3 亿元，期限为 10 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权（调整范围 0 至 300 基点）及投资者回售选择权（回售价格为 80 元/百元）。本期债券按年付息，分期还本，在本期债券存续期第 3~4 年末按本期债券总额 10% 的比例偿还债券本金，若投资者行使回售选择权，第 5~6 年和第 7~10 年末，分别按投资者行使回售权后剩余总面值的 10% 和 15% 比例偿还本金。本期债券募集资金全部用于补充营运资金。

三、行业分析

公司是福州市区内重要的基础设施建设和片区综合改造开发的投融资建设的主体，本报告的行业分析将围绕基础设施分析展开。

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设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，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

(2) 行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险控制体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会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；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1 2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发【2018】101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发【2019】6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金【2019】10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 建筑行业

（1）建筑行业概况

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50% 以上的固定资产要通过建筑业形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。我国政府不断加快转变经济发展方式，调整经济结构，全社会固定资产投资保持了平稳较快增长。但自 2010 年以来，固定资产投资增速不断回落，2016~2018 年，全国固定资产投资（不含农户）增速分别为 8.1%、7.2% 和 5.9%。

在投资驱动的影响下，近 10 年来我国建筑业总产值保持了逐年增长的态势。但建筑业总产值在经过 2006 年至 2011 年连续 6 年超过 20% 的高速增长后，增速逐步下行，2015 年增速 2.3%，为近 10 年最低值。2016~2017 年，建筑业总产值增速有所回升，分别为 7.09% 和 10.53%。经国家统计局初步核算，2018 年全国建筑业总产值 235,086 亿元，较上年增长 9.9%，增速较上年略有下滑。

建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务。在房地产市场去库存、棚改货币化安置带动下，房地产投资增速在 2015 年触底回升，2016~2018 年房地产开发投资增速分别为 6.9%、7.0% 和 9.5%。基建投资对于经济拉动作用较为显著，保持基础设施领域补短板力度成为国家推进供给侧结构性改革、巩固经济稳中向好态势、促进就业和提升长期综合竞争力的重要举措。但 2018 年，随着去杠杆政策的实施以及 PPP 政策的收紧，当年基础设施投资增速较低。2016~2018 年，全国基础设施投资增速分别为 17.4%、19.0% 和 3.8%。此外，部分建筑施工企业不断将业务向产业链上游的融资建造业务延伸，广泛采用 PPP、BOT 等资本运营方式承接项目，对建筑施工企业收入及利润起到了有效补充作用。

总体看，近年来我国建筑业产值规模不断上升，增速却逐年下滑，但在 2015 年触底后有所反弹，未来随着基建投资的发力，建筑业产值有望保持良好的上升趋势。

（2）行业需求

市政建设

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境有着积极的作用，一直受到中央和地方政府的高度重视。

近年来，随着城市发展和城市化进程的推进，城市供水、燃气、热力管网等市政设施不能有效

满足城市发展的需要，城市垃圾无害化处理、污水处理设施不足，处理率低等问题依然存在，市政公用设施供需矛盾仍然比较突出，政府对城市市政公用基础设施的投资力度较大。2016年，重点领域投资保持较快增长，对生态保护和环境治理业、水利管理业、农林牧渔业投资分别比上年增长39.9%、20.4%和19.5%；新建高速铁路投产里程1,903公里，新改建高速公路里程6,745公里，新增光缆线路长度554万公里。2017年，重点领域投资保持较快增长，对水利环境和公共设施管理业、教育、卫生和社会工作投资分别较上年增长21.2%、20.2%和18.1%。2018年，水利管理业投资下降4.9%，公共设施管理业投资增长2.5%，道路运输业投资增长8.2%，铁路运输业投资下降5.1%。

总体看，大规模的基础设施建设将为建筑企业提供更广阔的成长空间和持续发展的有利条件，但2018年增速下降较快，以市政建设为主的施工企业新承接业务量增速可能会有所下滑，未来，随着基建投资的发力，相关施工企业面临一定的发展机遇。

民生工程

2015年以来，房地产行业需求出现回暖，销售金额不断扩大，在市场持续热销的带动下，2016年新开工面积增速出现反弹，当年新开工面积同比增长8.1%；2017年，全国土地成交面积恢复增长，加之三、四线城市销售势头良好，企业推货力度加大，当期房地产新开工面积增速为7.0%；2018年，房地产销售金额仍保持增长，并且由于前期库存的消化，当年新开工面积增速为17.2%。在市场行情好转的背景下，由于前期库存规模较大，房地产开发企业房屋施工面积增速保持低位增长，2016~2018年分别为3.2%、3.0%和5.2%。

在城镇保障性安居工程方面，2016年，全国城镇棚户区住房改造开工606万套，棚户区改造和公租房基本建成658万套，全年全国农村地区建档立卡贫困户危房改造158万户。2017年，全国城镇棚户区住房改造开工609万套，棚户区改造和公租房基本建成604万套，全年全国农村地区建档立卡贫困户危房改造152.5万户。2018年，全国各类棚户区改造开工626万套，顺利完成年度目标任务，完成投资1.74万亿元。城镇棚户区改造成为民生、拉动经济增长的重要施政手段。在房地产政策收紧的背景下，保障性住房有望成为拉动房屋建筑市场发展的重要增长点。

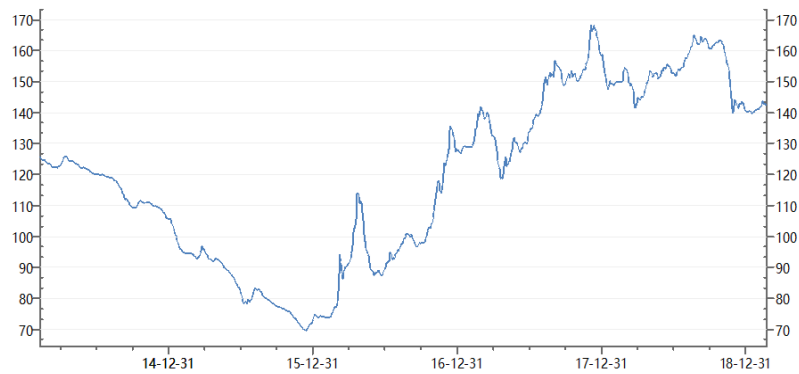
总体看，近年来房地产整体投资增速不断上升，但在房地产政策不断收紧的背景下，预计增速会有所回落。未来我国保障房市场仍将保持较大建设规模，棚户区改造将带来大量房屋建设需求。

(3) 上游原材料

建筑行业上游主要是建材等原材料供给行业，如钢铁制造业、水泥制造业和玻璃制造业等。建筑施工企业在采购时主要在项目地附近就近采购，采购价格基本随行就市。原材料成本在建筑施工企业的生产成本中占比较大，原材料价格波动对企业成本控制有较大影响。

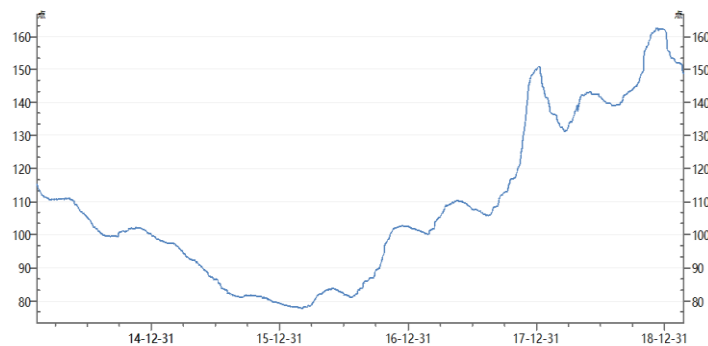
钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2015年以来，受去产能政策及环保限产等因素影响，钢材和水泥价格呈震荡上升趋势。

图 1 Myspic 综合钢价指数 (单位: 点)



资料来源: wind

图 2 全国水泥价格指数 (单位: 点)



资料来源: wind

总体看,受产能去化及环保限产等因素影响,钢材和水泥价格波动幅度较大,整体呈现上升趋势,不利于建筑企业对于成本的控制。

(4) 建筑行业竞争格局

建筑行业是改革开放后市场化较早的行业,进入壁垒较低,企业规模分布呈现“金字塔”状,即极少量大型企业、少量中型企业和众多小型微型企业并存。据建筑时报统计,截至 2018 年底,全国特级资质数量达 788 个,分别归属于 627 家企业。建筑工程、公路工程、市政工程特级资质总量占最大份额,占特级资质总量约 85%。

中国建筑市场存在五类参与者:央企巨头、区域龙头、江浙民营企业、外资巨头以及众多中小建筑企业。从总体上来看,占据较大市场份额的是具备技术、管理、装备优势和拥有特级资质的大型建筑企业。发达地区建筑强省的大中型建筑企业也占有一定的市场份额,他们主要承揽地区性大中型工程。其他中小企业则主要承担劳务分包、部分专业分包业务及小型工程。具体情况见下表。

表 2 中国建筑行业格局

企业类型	代表企业	经营状况
央企巨头	中国中铁	中国工程建筑市场的领导者,基本上都入围世界 500 强,在国际承包市场上也有一席之地
	中国铁建	
	中国建筑	
	中交建	
	中冶科工	
	中国水电	

江浙领军企业	南通二建	灵活的经营模式，规模迅速做大，同时较早布局全国，并逐步走向国际。外向性极强，省外施工业务收入占全部业务收入的50%以上
	广厦建设	
	中天建设	
	浙江建投	
	苏中建设	
区域龙头	浦东建设	在所在区域具有绝对性优势，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力
	上海建工	
	北京建工	
	隧道股份	
	龙元建设	
外资建筑巨头	日本清水（Shimizu）	占有国内高端市场，业务主要是总承包（EPC）和项目管理承包（MPC）
	瑞典斯堪雅（Skanska）	
众多中小建筑企业	--	依靠中国巨大的廉价劳动力资源，依靠价格战获取项目，生存困难。也有部分特色的专业承包企业，因为定位聚焦，发展迅速

资料来源：公开数据整理

从各业务领域的竞争情况来看，普通房屋建筑工程市场集中度最低，竞争极其激烈；公共建筑及高层、超高层建筑工程市场，整体集中度适中，存在一定区域性垄断；矿山建筑工程市场，集中度较高，存在部门垄断；铁路、公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程，集中度高，存在部门和寡头垄断；而建筑安装工程与装饰装修工程，市场集中度较低，竞争较为激烈。

在建筑行业的竞争模式上，随着建筑业固定资产投资的主体多元化、资金多渠道等特征的出现，施工企业参与市场竞争的经营模式随之改变，建筑行业的竞争模式由施工承包、施工总承包到设计施工总承包、BT、BOT项目运营承包方式演变，建筑业的横向分割被打破，综合性的EPC¹、BOT、BT、BOOT²、CM³、PMC⁴、PPP⁵等模式在建筑业市场的比重逐步上升，利润重心向前端的项目开发和后端的运营转移。

总体看，建筑行业企业数量众多，行业竞争激烈，但各领域竞争程度存在差异；随着建筑市场的放量增长，建筑业的竞争模式也出现了多元化发展。

（5）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包

¹ “设计、采购、施工总承包”（Engineer-Procure-Construct）

² “建设-拥有-经营-转让”（Build-Own-Operate-Transfer）

³ “施工-管理”（Construct-Management）

⁴ “项目管理承包”（Project-Management-Construct）

⁵ “公私合营模式”（Public-Private partnership）

方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（6）建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合评级对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

3. 福州市区域经济及财政情况

福州市为福建省省会，位于闽江下游，是中国东南沿海重要城市，东濒东海，与台湾省隔海相望，其北、西、南三面分别与宁德市、南平市、三明市、泉州市、莆田市接壤，是中国东南沿海重要的贸易港口和海上丝绸之路的门户。2015 年 9 月 9 日，国务院印发《关于同意设立福州新区的批复》，同意设立福州新区，这是国家实施国家区域发展总体战略、贯彻落实国家支持福建省经济社会发展一系列重大政策的重要举措。

根据《2015~2017 年福州市国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017 年，福州市国民经济保持稳定增长，分别实现地区生产总值 5,618.10 亿元、6,197.77 亿元和 7,104.02 亿元，分别增长 9.6%、8.5% 和 8.7%。2017 年，第一产业增加值 492.65 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 2,598.31 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 3,106.81 亿元，增长 10.7%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 8.0%，第二产业增加值比重为 41.9%，第三产业增加值比重为 50.1%。2017 年，人均地区生产总值 82,253 元，同比增长 7.5%。2015~2017 年，产业结构持续优化，三次产业结构由 7.7:44.2:48.1 调整为 7.3:41.7:51.0，第三产业为福州市的支柱产业。

在地区经济快速增长的同时，福州市固定资产投资力度持续增强。2015~2017 年，福州市分别完成固定资产投资 4,893.91 亿元、5,184.36 亿元和 5,823.39 亿元，分别同比增长 10.5%、6.8% 和 12.3%。2017 年，从含跨区项目情况看，第一产业投资回落 3.5%；第二产业投资增长 7.3%，其中，工业投资增长 13.0%；第三产业投资回落 3.0%。基础设施投资 1,641.91 亿元，增长 12.0%，占固定资产投资的比重为 31.7%。2017 年，民间投资 2,677.82 亿元，增长 1.5%，占固定资产投资的比重为 51.7%；高新产业投资 382.82 亿元，增长 62.7%，占固定资产投资的比重为 7.4%。

近年来，福州市财政收入增速较快，2015~2017 年，全市一般公共预算总收入分别为 848.04 亿元、934.06 亿元和 1,005.73 亿元，分别增长 8.7%、10.1% 和 7.7%，其中，地方一般公共预算收入分别为 560.46 亿元、598.91 亿元和 634.16 亿元；一般公共预算支出分别为 723.68 亿元、831.24 亿元和 940.82 亿元，分别增长 25.9%、14.5% 和 13.1%。2015~2017 年，全市税收收入分别为 441.01 亿元、450.85 亿元和 483.81 亿元，分别同比增长 3.2%、2.2% 和 11.9%。

根据《2018 年福州市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，福州市实现地区生产总值 7,856.81

亿元，同比增长 8.6%。其中，第一产业增加值 494.66 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3,204.90 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 4,157.26 亿元，增长 9.2%；第一产业增加值占地区生产总值的比重为 6.3%，第二产业增加值比重为 40.8%，第三产业增加值比重为 52.9%。固定资产投资同比增长 11.7%，规模以上工业增加值同比增长 9.0%。同期，福州市完成一般预算收入和一般预算支出分别为 680.38 亿元和 923.41 亿元，分别同比增长 7.3% 和下降 1.6%。

整体看，福州市经济保持较快增长，财政实力较强，作为福州市基础设施建设和旧城改造的主体，公司面临的发展机遇较大，其业务规模和收入水平有望保持稳定快速的增长。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

2013 年，福州市对福州市国资委履行出资人职责企业布局进行重新调整，组建公司、福州市国有资产投资发展集团有限公司、福州交通建设投资集团有限公司和福州文化旅游投资集团有限公司。公司是城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）、新设产业园区、酒店餐饮业等的投资商、开发商、建设商和运营管理商，老字号品牌运营管理商；福州市国有资产投资发展集团有限公司是福州市政府战略性产业、重点区域和片区等综合开发、公用事业（含涉水产业、环境服务及燃气服务）及民生事业、汽车文化产业、城市能源产业、菜篮子工程的投资商、开发商、建设商和运营管理商；福州交通建设投资集团有限公司是市区外交通物流基础设施（含高速公路、铁路和港口）及配套项目、交通物流及其相关设施开发、城市交通和城市通卡等投资商、开发商、建设商和运营管理商。福州文化旅游投资集团有限公司是福州旅游资产的经营主体，主要业务包括历史文化街区开发运营、旅游服务两大板块，同时也涉及文化影视传媒、文化创意等板块。四大公司定位清晰，无业务重叠。

总体看，公司在福州市城区城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）方面，具有一定区域专营优势。

2. 人员素质

公司设董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 4 人，总会计师 1 人。

林涛先生，汉族，中共党员，本科学历。曾就职于福建三木集团、福州市政工程管理处、福州洋里污水处理厂、福州水环境建设开发公司、中共连江县委、福州市城市地铁有限责任公司和马尾新城建设发展有限责任公司，2015 年 2 月至今先后任公司党委委员、副董事长，董事长。

杨飞云先生，汉族，中共党员，大学本科学历，高级工程师。曾任福州鼓楼区房管局、福州鼓楼区统建办副主任、福州鼓楼区建设投资管理中心主任、福州鼓楼区建设局局长、福州市软件园管委会副主任、福州鼓岭保护开发有限责任公司总经理、福州市三坊七巷保护开发有限公司党委委员、常务副总经理、福州市三坊七巷保护开发有限公司党委副书记、总经理，2017 年 12 月至今任公司党委副书记、总经理。

截至 2017 年底，公司从业人数 5,857 人，从文化素质看，高中及以下占 61.19%，大专占 17.69%，本科及以上占 19.12%；从岗位构成看，管理人员占 15.29%，专业技术人员占 21.31%，生产人员占 63.40%。

总体看，公司高管人员学历较高，行业从业经历较为丰富；公司员工素质能满足公司经营的实际需要。

3. 外部支持

(1) 业务支持

2016年4月，根据《福州市财政局关于财政性投资建设项目建设单位管理费有关问题的通知》（榕财建【2016】85号），针对市财政预算安排直接拨款投入的建设项目，建设单位管理费由项目工程费用审结价的0.80%调至3%计算。公司将该收入列入“其他业务收入”科目中。

根据《福州市政府关于研究市城乡建总投融资等问题的会议纪要》（【2011】31号）文件精神，公司对政府划定的片区进行整理和基础设施建设，开发完成后的土地交由相关部门挂牌出让，市财政局从土地出让收入中将公司的土地开发成本（包括拆迁成本、借款本息及基础设施建设成本等）返还给公司并支付开发成本的8%作为收益，其中开发成本在其他非流动资产反映，收益计入“营业外收入”中，2017年起计入“其他收益”。2015~2017年，公司实现片区开发收益6.08亿元、6.53亿元和4.15亿元。

(2) 资本金支持

2015年12月，福州市国资委注入资本金5,000万元，并在“实收资本”中反映；2016年6月，福州市财政局将其2013~2016年拨付公司19.69亿元资本公积转增资本，增资后公司注册资本金变为20.69亿元。

公司市政基础设施建设资金由福州市财政全额拨付，计入“资本公积-市政项目建设划入资金”；为推进片区综合改造项目建设，福州市财政局每年向公司拨付一定金额的财政拨款，计入“资本公积”。2015~2017年，公司资本公积分别增加82.36亿元、57.23亿元和121.63亿元。

总体看，公司在业务支持和资本金注入等方面得到外部的大力支持，有助于公司综合实力和竞争力的进一步增强。

五、公司管理

1. 治理结构

公司为福州市国资委独资的有限责任公司。根据公司章程，公司设董事会，董事成员5人；董事每届任期三年，任期届满，经考核合格继续委派或连选，可以连任。董事长为公司法人代表，由福州市国资委委派。董事会行使决定企业的经营计划和投资方案，并决定企业内部机构的设置以及聘任、解聘企业中层领导干部等职权。

公司监事会成员5人。监事会设主席1人，由市国资委从监事会成员中指定。监事的任期每届为三年，任期届满，考核合格经委派或连选可以连任，非职工监事不得在同一企业连任。

目前，福州市国资委已委派董事3名、监事2名，其余2名董事、3名监事尚未到任。在剩余董事、监事到任前，福州市国资委安排由已到任的3名董事组成董事会，就公司经营事宜做出董事会决议。公司设总经理1人，由公司董事会聘任。

总体看，公司法人治理结构尚待完善，目前尚能满足公司的发展和经营的需要。

2. 管理体制

公司内设办公室、法律事务部、财务部、监察审计部、战略发展部、资产管理部和人力资源部共7个职能部门，各部门职责明确。

在内部控制方面，公司制定了一系列管理制度，包括项目建设管理、工程投资管理、财务管理、对子公司管理等多方面内容。

在项目管理方面，为了对工程项目建设实施“精细化”管理，明确各环节的操作程序、岗位职责和工作时效，公司制定了承包商法人代表及主要人员约谈制度，以问谈形式考核中标单位项目人员；同时，公司实行首件制度，根据首件工程的质量指标进行总结评价，以指导后续施工；在项目后期，公司制定了工程中间验收制度等完善的项目管理流程。公司明确了各职能部门在工程进行中的权责，项目管理制度较为完善。

在工程投资管理方面，为将工程投资控制在批准的投资额之内，利用有限的投资，取得较高的投资价值，公司制定了严格的投资管理相关制度，相关负责人需审查承包单位申报的月、季度计量报表，严格按合同规定进行计量支付签证；严格执行福州市财政局和公司的变更审批制度，参照公司《市政工程项目管理手册》的变更管理规定报送变更申请材料，项目部负责对申请材料的内容、数量和真实性进行严格把关后，报送公司合同管理部审核，若是增项工程，项目部及时牵头签订补充协议。

资金运用方面，公司资金筹集的主要来源为财政拨款和银行贷款。公司设立了内部资金结算中心，且资金的使用和支付实行审批制度，按程序办理。

在子公司管理方面，公司依照《公司法》和控股子公司章程的规定，委派管理人员和财务负责人，并对其收入、利润等指标进行考核、监督。

总体看，公司管理制度建设整体健全，整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担了城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发(含商业地产和保障类房产)、新设产业园区、酒店餐饮业等的投资、开发、建设和运营工作，其他业务收入主要来源于贸易、房屋租赁、物业管理和代建管理费等收入。公司主营业务受工程施工收入增长、保障房不断竣工并结转收入带动，收入大幅增长，2015~2017年年均复合增长79.03%。2017年，公司工程施工收入69.07亿元，较上年增长142.18%，主要系工程量增加所致；房地产销售收入70.33亿元，较上年增加29.99亿元，主要系完工保障房项目结转收入所致。同时，公司市政和片区改造业务在公司收入中不体现，但形成资产和现金流。

表3 2015~2017年公司主营业务收入构成及毛利率情况(亿元、%)

业务	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	14.84	32.07	9.38	28.52	38.00	5.91	69.07	46.57	4.64
房地产销售	26.83	57.99	23.44	40.34	53.76	18.54	70.33	47.42	16.21
住宿餐饮服务	2.55	5.51	11.33	3.37	4.49	9.69	3.33	2.24	6.39
其他业务	2.06	4.43	13.27	2.81	3.75	23.15	5.57	3.76	21.24
合计	46.27	100.00	17.81	75.04	100.00	13.46	148.31	100.00	10.79

资料来源：公司提供

毛利率方面，由于工程施工业务毛利率逐年下降至较低水平且工程施工业务占比不断上升，公司主营业务毛利率不断下降，2017年为10.79%。2015~2017年公司房地产销售毛利率逐年下降，主要系房地产开发成本不断增长所致；工程施工毛利率逐年下降，主要系低端的价格竞争所致；2015~2017年公司住宿餐饮服务业务毛利率不断下降，主要系高端餐饮业务的收入下降明显，导致

毛利率也受到影响。

总体看，2015~2017年，公司营业收入大幅增长，但受到房地产开发成本不断增长以及工程施工业务价格竞争等因素影响，毛利率水平逐年下降。

2. 项目建设

公司项目建设分为市政基础设施建设和片区综合改造业务两种模式。其中，市政基础设施建设主要由公司子公司福州市城乡建设发展有限公司（原名为“福州市城乡建设发展总公司”，以下简称“福州城建”）负责，片区综合改造业务主要由公司子公司福州城建和福州市建设发展集团有限公司（以下简称“福州建发”）负责。

市政基础设施建设方面，公司主要从事桥梁、道路、隧道及配套设施等市政基础设施建设，由政府委托公司建设。市政项目资金来源方面，2011年以前，市财政局出资20%作为项目资本金，80%由公司对外融资，对外融资本息由财政划入资金覆盖，在资本公积-市政项目建设划入资金科目核算；2011年后，项目建设资金均由福州市财政全额拨付。2016年起，公司管理费收益由工程总额的0.8%调整至3%核算，并在“其他业务收入”中反映，2015~2017年分别为741.77万元、393.19万元和1,198.80万元。公司代建的市政项目均由市财政局根据项目进度或还款期限安排还本付息，目前只有两个市政项目财务决算完结转至“固定资产”科目，其余投入在“其他非流动资产”中核算，政府暂无回购计划。

截至2018年3月底，根据福州市委、市政府的建设部署，公司累计承接市政项目共184项；项目总投资约775.42亿元，已完成投资约273.34亿元；其中已竣工96项、在建88项；考虑到2011年后的市政代建项目均由财政全额拨款，公司未来投资压力一般，但财政若未及时拨款公司或将面临一定的流动性压力。伴随福州市经济的稳步发展及政府对公司的持续支持，公司该业务经营持续性强，代建管理费收入有望保持稳定。

片区改造方面，公司受福州市政府委托对相关片区进行土地一级开发，项目资金全部是自筹。在片区土地出让后，政府按照片区开发成本108%返还给公司，公司将片区开发成本的8%确认片区开发收益。

片区开发收益按季以当期投资额的8%，在“营业外收入”中列支，2017年计入“其他收益”。2015~2017年，公司分别实现片区项目回报6.08亿元、6.53亿元和4.15亿元。2015~2017年，公司出让土地分别为414.96亩、118.29亩和126.00亩，实际收到土地出让返还金额为56.39亿元、72.32亿元和144.31亿元。

截至2018年3月底，公司主要片区改造项目总投资1,090.30亿元，已完成投资528.63亿元，尚需投资561.67亿元。总体看，公司未来片区综合开发板块融资压力大。

表4 截至2018年3月底公司主要片区综合改造项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投入额	确认收益金额
火车北站片区开发	289.00	149.40	11.95
北江滨商务中心片区开发	103.00	52.42	4.19
北江滨二期片区开发		28.48	2.28
鹤林组团横屿片区开发	169.45	118.39	9.47
金鸡山溪口组团南片区（一期）棚改	71.12	9.16	0.62
排尾红星地块旧屋区改造	229.08	34.58	0.30
连潘棚户区改造	138.07	116.93	2.97

益凤片区土地整治项目	12.62	6.83	7.38
鼓楼区义井村旧屋区改造项目二	77.96	12.45	13.45
合计	1,090.30	528.63	52.61

资料来源：公司提供

注：片区开发收益按 8% 计算

总体看，公司项目建设经营持续性强，但政府回购计划和成本返还进度的不确定性或将面临一定的流动性压力，公司未来项目投资规模较大，面临一定融资压力。

3. 工程施工

公司工程施工业务经营主体是福建省二建建设集团有限公司（以下简称“省二建”）和福州城建子公司福州市城投建筑有限公司（以下简称“福州建筑”）、福建省榕圣市政工程股份有限公司（以下简称“榕圣市政”）、福州市三桥市政工程有限公司（以下简称“三桥市政”）。施工子公司收入包含对内和对外两部分，对外施工部分反映在合并报表的施工收入中。

2015~2017 年，公司工程施工板块收入分别为 14.84 亿元、28.25 亿元和 69.07 亿元，在主营业务收入收入的比重不断上升，毛利率呈现逐年下降趋势，分别为 9.38%、5.91%、4.64%，主要系工程施工行业集中度低、竞争激烈，在传统的施工承包方式下，低端的价格竞争所致。

福州建筑原名福州三桥建筑工程有限公司，注册资本人民币 36,068 万元，具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，主要承担房屋建筑施工业务，自成立以来相继承建了多项房地产建筑施工项目，其中公司项目约占其全部项目来源的 93%。截至 2017 年底，福州建筑总资产合计 9.00 亿元、所有者权益合计 2.001 亿元；2017 年，福州建筑实现收入 15.24 亿元、净利润 0.13 亿元。

榕圣市政注册资本人民币 10,000 万元。榕圣市政具有国家市政公用工程施工总承包一级、土石方工程专业承包一级、公路工程施工总承包二级及房屋建筑工程施工总承包三级等资质，主要从事福州市及周边的市政公用工程施工业务，其中福州市项目占比较多。作为福建省市政及公路建设的骨干力量，榕圣市政技术力量雄厚，施工经验丰富，综合实力较强；目前，榕圣市政承接的重点项目主要为鹤林片区组团市政路网工程、江北水系 5、8、11 标、牛港山公园改造项目、福州市片区琅岐区块基础设施 PPP 项目。截至 2017 年底，榕圣市政总资产合计 4.97 亿元、净资产合计 0.58 亿元；2017 年，榕圣市政实现收入 8.51 亿元、净利润 342.67 万元。

三桥市政成立于 1997 年 10 月，注册资本人民币 2,000 万元，主要从事市政工程施工业务，具有国家市政公用工程施工总承包二级、城市及道路照明工程专业承包二级、环保工程专业承包二级、城市园林绿化三级，主要从事小规模市政项目建设。截至 2017 年底，三桥市政总资产合计 1,981.19 万元、净资产合计 1,715.89 万元；2017 年三桥市政实现收入 2,936.95 万元，净利润 17.02 万元。

省二建成立于 1987 年 1 月，注册资本为 30,000 万元人民币，并于 2016 年纳入财务报表合并范围。省二建集团拥有房建、市政工程总承包一级资质；地基与基础、装修、幕墙、钢结构、机电施工专业总承包一级资质；起重设备安装工程一级资质等资质主要从事房建、市政工程业务。截至 2017 年底，该公司资产总额 24.34 亿元，所有者权益 3.82 亿元。2017 年，该公司实现营业收入 48.90 亿元，净利润 1,494.09 万元。

总体看，公司工程施工板块资质较为齐全，综合实力较强，2015~2017 年工程施工业务收入快速增长，但受行业集中度低、竞争激烈因素影响，毛利率水平有所降低。

4. 房地产开发

公司拥有房地产开发一级资质。公司子公司福州城建和福州建发均涉及公司房地产销售板块业务，主要以福州建发为主。2015~2017年，该板块营业收入分别为26.83亿元、40.34亿元和70.33亿元，占同期主营业务收入的比重分别为57.99%、53.76%和47.42%；2015~2017年公司房地产开发毛利率不断下降，分别为23.44%、18.54%和16.21%。

商品房销售方面，该部分业务主要由福州城建和福州建发负责，2015~2017年，商品房的销售均为前期项目尾盘。2017年公司确认商品房销售收入28.55万元，主要来自建华公寓二期。截至2017年底，公司在建商品房项目包括祥浦居花园和祥浦苑，已投资5.04亿元，尚需投资9.77亿元。

保障房业务方面，该部分业务主要由福州城建及福州建发负责，保障房项目建设资金的主要来源为自筹资金，由政府相关单位统购。公司保障房建设项目投资规模较大，为保证公司保障房建设的顺利推进，公司保障房用地按照基准协议价收购，不经过市场招拍挂进行。保障房销售价格主要根据政府确定的定价政策确定，采用成本加成定价，结合土地取得成本，综合考虑其他成本因素，确定房屋销售价格。2011年之前，政府确定的指导价主要参考销售当年市场整体情况确定销售价格，之后改为以成本加成为定价基础。

截至2018年3月底，公司累计开发的保障房244,754套，总投资额约650亿元，开工总面积2,195.02万平方米，竣工面积1,332.78万平方米，累计销售面积为791.00万平方米，销售收入达469亿元。截至2018年3月底，公司主要保障房项目18项，其中在建项目13项，拟建项目5项，项目总投资190.35亿元，已投资89.04亿元，尚需投资101.32亿元，公司未来保障房项目资金需求较大。

表5 截至2018年3月底公司主要保障房在建及拟建项目（单位：亿元、%）

项目名称		总投资	已完成投资	销售进度
在建	华屏苑	7.87	5.07	--
	金凤新苑	13.00	10.33	78.00
	霞镜新城	35.20	5.22	59.00
	上渡新苑(三区)	1.80	1.52	--
	柔远雅苑	8.60	2.38	--
	狮峰新苑	7.24	3.72	79.30
	盖山新苑	10.70	1.96	84.00
	潘墩新城	25.00	24.23	97.27
	东升新城	2.32	7.94	16.00
	秀峰雅苑	5.51	4.73	70.00
	浮村新城二区	9.58	7.37	66.00
	浮村新城一区	11.50	11.32	74.50
	东山丽园	10.01	3.24	40.00
拟建	东部2#地	5.99	--	--
	奥体11#地块	5.00	--	--
	旧西客站	6.00	--	--
	庐峰雅苑	9.00	--	--
	筑路机械厂地块	16.03	--	--
合计	190.35	89.04	--	

资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，公司房地产开发业务资质完备，2015~2017年，房地产开发收入逐年大幅增长，但毛利率水平有所下滑；公司保障房项目尚需投资额较大，面临一定资金支出压力。

5. 住宿餐饮服务

公司子公司福州聚春园是根据市政府国有商业改革的部署，于 2002 年 5 月组建，2006 年划归福州市国资委监管，2007 年接管市政府部分市属国有同业企业，并于 2013 年 6 月并入公司。福州聚春园以饭店、餐饮、温泉洗浴业为三大主业的经营管理体系，并向商业地产、文化旅游业发展。2015~2017 年，公司住宿餐饮板块收入分别为 2.55 亿元、3.37 亿元和 3.33 亿元，占主营业务收入比重分别为 5.51%、4.49%和 2.24%。

总体看，2015~2017 年，公司住宿餐饮服务收入波动增长，在主营业务中占比逐年下降。

6. 未来发展

根据福州市规划，公司战略定位于福州市城市运营商，以片区综合规划开发的方式，带动建筑、市政、建材等产业链条的发展。

未来几年，公司将继续推进片区综合改造业务和市政代建业务，发展施工、房地产开发、建材生产和销售、物业管理等业务，预计到 2020 年，完成旧城改造投资 390.24 亿元，实现片区收益 31.22 亿元，公司通过外部融资所需项目资金，以片区开发的土地出让收入平衡借款；完成施工产值 100 亿元，收益 4.23 亿元；建材生产和销售 10 亿元，收益 8,000 万元。

未来几年公司投资仍然集中在片区综合改造和市政项目建设上，公司未来投资规模较大。作为福州市市政基础设施和旧城改造的建投主体，随着公司建设规模不断扩大，公司未来融资需求大。

总体看，公司业务稳定，发展思路明确合理。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年三年连审财务报表和 2017 年财务报表，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对 2014~2016 年报表进行了审计，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

由于 2016 年审计报告存在重大会计差错⁶，审计机构在出具 2017 年财务报表时，追溯调整了 2016 年的合并报表的相关项目。为提高财务数据的可比性，本报告将以 2017 年财务报告期初数替换 2016 年财务数据进行财务分析。从合并范围来看，2016 年，福州市国资委将省二建和福州市城乡规划设计院有限公司无偿划拨给公司。同期，公司投资设立福州城投京东方投资有限公司（持股 55.00%，以下简称“福州京东方”），2016 年度合并范围变化较大，合并范围变动导致公司存货、少数股东权益等科目均有较大增幅。2017 年，公司合并范围未发生变化。截至 2017 年底，公司报表合并范围的一级子公司为 6 家。

总体看，本报告将 2017 年财务报告期初数替换 2016 年财务数据进行财务分析，提高了财务数据的可比性，但 2016 年度合并范围变化较大，对财务数据可比性产生一定影响。

2. 资产质量

2015~2017 年公司资产规模快速增长，年均复合增长 22.08%，主要系其他应收款和存货大幅增长所致；截至 2017 年底，公司资产总额 1,459.18 亿元，较年初增长 13.33%。在资产结构方面，截

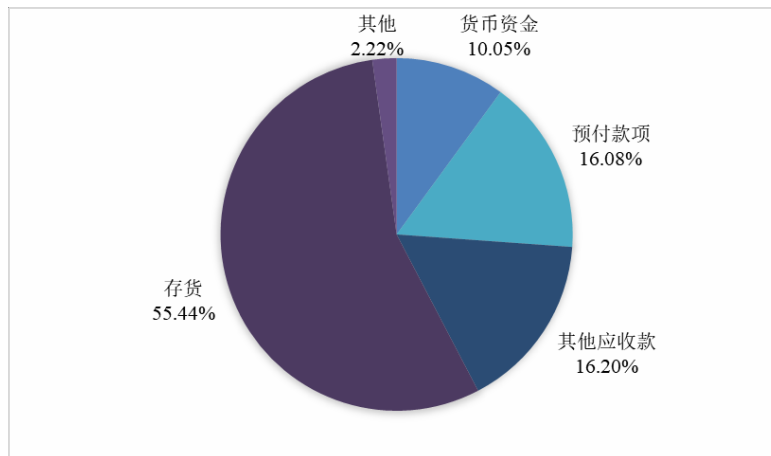
⁶ 公司控股子公司省二建于 2016 年投资设立了福州恒强伟业工程构件有限公司，持股比例为 53%，2016 年末将其纳入合并报表范围，2017 年将其纳入合并报表范围，同时将其作为重大会计差错，追溯调整了 2016 年的合并报表的相关项目。

至 2017 年底，公司流动资产与非流动资产在资产总额占比分别为 61.50% 及 38.50%，以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率 28.87%。截至 2017 年底，公司流动资产 897.37 亿元，较年初增长 12.65%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要由存货、其他应收款、预付款项和货币资金构成。

图 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 18.89%。截至 2017 年底，公司货币资金 90.20 亿元，较年初下降 16.49%，主要系随着在建工程的推进，货币资金需求不断增加和偿还部分借款所致，其中银行存款占 99.38%。受限资金 0.55 亿元，主要为用于质押和担保的存款、信用保证和汇票保证金。

2015~2017 年，公司应收账款年均复合增长 132.18%。截至 2016 年底，公司应收账款 12.56 亿元，较年初大幅增长 311.20%，主要系新纳入合并范围的二建集团应收账款计入所致。截至 2017 年底，公司应收账款 16.47 亿元，较年初增长 31.10%，主要系年底保障房项目集中交房进而导致应收房款增加，欠款前五单位合计占应收账款总额的 15.80%，集中度较低。公司应收账款中按账龄分析法计提了坏账准备，共计提坏账准备 1.13 亿元。

2015~2017 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长率为 6.52%，主要为预付的片区开发拆迁补偿款。截至 2017 年底，公司预付款项为 144.34 亿元，较年初变化不大。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，主要为对外借款、往来款和保证金，年均复合增长 129.37%。截至 2016 年底公司其他应收款为 91.18 亿元，较年初增长 229.86%，主要系子公司福州京东方对京东方科技集团有限公司（以下简称“京东方”）的无息借款增加所致；截至 2017 年底为 145.40 亿元，较年初增长 59.47%，主要由于对京东方的无息借款继续增加。按账龄计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内占 37.39%，1~2 年占 2.51%，2~3 年占 2.67%，3 年以上占 57.43%，账龄较长。从欠款单位来看，其他应收款前 5 名占其他应收款的比例为 78.95%，集中度较高。

表 6 截至 2017 年底公司其他应收款前 5 名情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	性质
京东方科技集团股份有限公司	129.33	74.17	借款

福州市民用建筑统建办公室	4.65	2.67	借款
福州市晋安区建设投资发展中心	2.13	1.22	往来款
福建省招标股份有限公司	0.85	0.49	保证金
福州市国土资源局	0.70	0.40	保证金
合计	137.66	78.95	--

资料来源：公司审计报告

京东方于 2018 年 1 月发布的《京东方科技集团股份有限公司关于获得债务豁免的公告》，鉴于对国家重点产业的培养与扶持，福州市政府、公司、福州京东方与京东方签订了《福州第 8.5 代新型半导体显示器件生产线项目投资框架协议之债务豁免协议》，豁免京东方用于项目建设贷款 63 亿元。

2016 年 3 月，公司与建信（宁波）投资管理有限责任公司（以下简称“建信投资”）共同设立福州京东方，公司持有福州京东方 52.63% 的股权。根据公司与建信投资签订的《增资扩股协议》，由建信投资设立“建信海丝 1 号福州城投投资基金”（基金全部份额共计 150 亿元，其中中国建设银行股份有限公司福建省分行出资设立的福州城投投资基金专项资产管理计划认购 140 亿元优先级份额，公司出资认购 10 亿元劣后级份额），基金资金投资于福州京东方，福州京东方以委托贷款的形式向京东方提供无息贷款。建信投资所持有的福州京东方的股权未来由公司进行回购。截至 2018 年 1 月底，福州京东方已向京东方提供资金 109.33 亿元。此次债务豁免后，京东方对福州京东方的借款余额为 46.33 亿元。

经与公司沟通，本次债务豁免事件在福州市政府的主导下开展。2018 年 2 月 27 日，福清市财政局出具《关于福州京东方项目债务豁免相关问题的确认函》（融财库【2018】129 号），确认根据福州市政府有关规定，上述贷款 63 亿元本息由福清市政府偿还，福清市财政局已通过福州市财政局向上级财政部门上报确认将其纳入福清市隐性债务，该笔债务豁免将不会对公司造成财务损失。在会计处理方面，公司计划将该笔债务原应收京东方的其他应收款转为应收福清市财政局。根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“会计事务所”）出具的《关于福州城市建设投资集团有限公司豁免京东方科技集团有限公司 63 亿元债务的相关会计处理的专项意见》，会计事务所认为公司对本次债务豁免的会计处理依据充分，符合该项业务的实质。

福清市政府对本次豁免债务本息偿付并未作出具体的偿还计划，偿付时间具有一定不确定性。同时福清市政府代偿京东方债务存在一定政策风险。联合评级将持续关注本次债务豁免事件的进展及该事件对公司生产经营及财务状况产生的影响。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长率 25.43%；截至 2017 年底，公司存货为 497.51 亿元，较年初增长 14.07%，主要为保障房开发成本增加所致。截至 2017 年底，公司存货主要为开发成本（413.67 亿元）和开发产品（74.75 亿元，已完工安置房），共计计提跌价准备 0.07 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长 13.15%，主要来自其他非流动资产增长。截至 2017 年底，公司非流动资产 561.80 亿元，主要由其他非流动资产（占 84.81%）和投资性房地产（占 5.43%）构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产变化不大；截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 14.25 亿元，较年初增长 2.33%，全部为非控股联营公司的股权投资。

2015~2017 年，公司长期股权投资年均复合增长 27.83%；截至 2017 年底，公司长期股权投资 14.06 亿元，较年初增长 5.59%，主要系权益法下确认的投资收益增加所致。根据公司 2018 年 5 月

发布的《关于签订〈新区集团移交协议〉的公告》，公司将持有的福州新区开发投资集团有限公司（以下简称“新区集团”）股权无偿划转（行政性划拨）给福州新区管委会，截至 2017 年底，公司长期股权投资中新区集团股权的账面价值为 13.85 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产年均复合增长 12.32%；截至 2017 年底，公司投资性房地产 30.50 亿元，较年初增长 8.40%，主要系出租性房产项目完工后由存货转入该科目所致，公司投资性房地产均为以成本法计量。

2015~2017 年，公司固定资产年均复合增长 68.29%；截至 2017 年底，公司固定资产 15.84 亿元，主要由房屋及建筑物（占 91.85%）构成。其中未办妥产权证书的固定资产为 1.78 亿元。公司固定资产累计计提折旧 4.26 亿元，成新率 78.82%，成新率较高，累计计提减值准备 13.99 万元。

2015~2017 年，公司在建工程年均复合下降 19.00%；截至 2016 年底，公司在建工程 5.83 亿元，较年初减少 34.67%，主要系国际会展中心配套酒店（海峡会展中心酒店）及连江工业园厂区工程完工后转出所致；截至 2017 年底，公司在建工程较年初变化不大。

2015~2017 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 12.98%；截至 2017 年底，公司其他非流动资产 476.48 亿元，较年初增长 16.70%，主要为公司代建的市政道路、桥梁工程以及片区综合改造项目工程等。公司代建的市政项目均由市财政局根据项目进度或还款期限安排还本付息，目前仅有两个旧市政项目财务决算完结转至固定资产科目，其余投入在其他非流动资产中核算，政府暂无接收机构。片区综合改造项目建设成本也进入该科目核算，后续由政府将整理后的片区土地拍卖后归还公司，土地拍卖成本会和其他非流动资产进行对冲。此部分资产受还款期限和未来土地拍卖的制约，其变现能力弱。由于代建市政项目部分并未结转，片区综合改造项目结转受未来土地拍卖的制约，公司其他非流动资产规模较大，流动性较差。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司受限资产总计 185.12 亿元，主要为受限货币资金 0.54 亿元、抵押的委托代建合同和政府购买服务协议项下的应收账款 57.00 亿元、抵押的开发成本、在建工程及土地使用权 47.50 亿元、子公司福州城建与福州市房屋征收办公室签署的政府购买服务协议项下享有的全部权益与收益 80.08 亿元；公司受限资产占资产总额的比例为 12.69%，受限比例较低。

总体看，近几年公司资产规模扩张迅速。流动资产以存货为主，非流动资产以代建市政基础设施和片区综合改造支出形成的其他非流动资产为主，其变现能力受土地出让计划及政府资金到位情况影响较大，同时福清市政府代偿京东方债务存在一定政策风险，公司整体资产流动性弱。

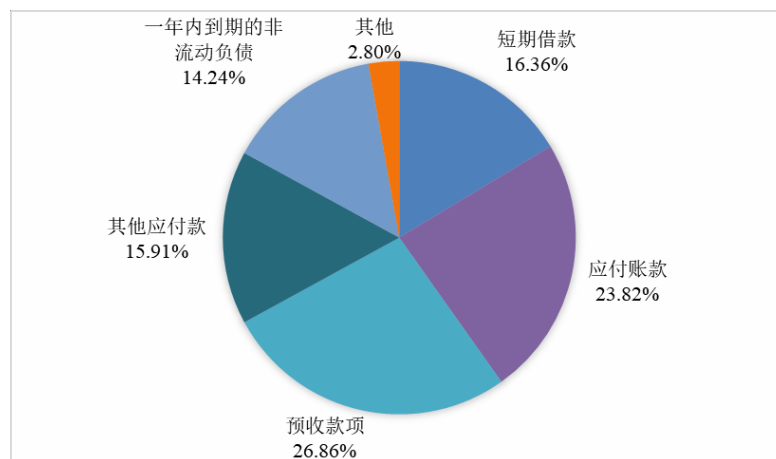
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额增长较快，年均复合增长率为 13.11%，主要系短期借款、应付账款、预收款项、和长期借款增加所致。截至 2017 年底，公司负债总额 679.49 亿元，基本与上年持平，其中流动负债和非流动负债分别占 49.42%和 50.58%，负债结构较为均衡。

2015~2017 年，公司流动负债年均复合增长 14.45%；截至 2017 年底，公司流动负债 335.79 亿元，较年初增长 16.22%，主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图 4 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款年均复合增长 30.25%，主要为信用借款。截至 2017 年底，公司短期借款 54.95 亿元，较年初增长 91.56%，主要以信用借款为主。

2015~2017 年，公司应付账款年均复合增长 31.95%；截至 2017 年底，公司应付账款 80.00 亿元，较年初增长 75.37%，主要系公司工程施工和保障房建设进度加快所致，大多为应付施工方工程款、材料款以及土地款。

2015~2017 年，公司预收账款较快增长，年均复合增长 43.84%；截至 2017 年底，公司预收账款 90.21 亿元，较年初增长 18.96%，主要由于预收售房款增加。

2015~2017 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 27.90%，主要为政府部门保障房统购款；截至 2017 年底，公司其他应付款 53.41 亿元，较年初下降 49.45%，主要为收到政府集中购买保障房的统购款。在保障房项目完工并取得产权证后，计入其他应付款的对应余额会转入预收账款。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 47.83 亿元，较年初增加 33.74 亿元，为一年内到期的长期借款和应付债券转入所致。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 2.00 亿元，为公司发行的短期融资券，已调整至短期债务及相关指标核算。

2015~2017 年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长 11.85%，主要系长期借款及长期应付款的大幅增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债 343.70 亿元，较年初下降 12.56%，主要系长期借款及应付债券减少所致。截至 2017 年底，公司非流动负债由长期借款（占 65.03%）、应付债券（占 18.50%）及长期应付款（占 12.56%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款有所波动，年均复合增长率为 17.26%，主要系公司代建市政和片区综合改造项目增加导致借款增多所致。截至 2017 年底，公司长期借款为 223.49 亿元，较年初下降 11.91%，主要系调整至一年内到期的非流动负债所致。

2015~2017 年，公司应付债券年均复合减少 10.56%；截至 2017 年底，公司应付债券 63.60 亿元，较年初下降 47.44%，主要系到期偿付或调整至一年内到期的非流动负债所致。

2015~2017 年，公司长期应付款增长较快，年均复合增长 26.39%，主要是应付福州市财政局和福州市国有资产营运公司项目建设资金。截至 2016 年底，公司长期应付款减少至 9.63 亿元，主要系公司归还市财政局长期应付款 17.40 亿元所致。截至 2017 年底，公司长期应付款 43.18 亿元，较年初增加 33.55 亿元，主要系增加应付福州市国有资产营运公司 35.70 亿元市政项目建设资金。

2015~2017年，公司专项应付款年均复合增长 53.80%；截至 2017 年底，公司专项应付款 13.42 亿元，较年初增长 54.28%，主要系市政府为加快工程进度，福州市财政直接将市政施工成本款拨付给施工方，并通知公司记账所致。

2015~2017 年，受长期借款及应付债券波动影响，公司全部债务规模波动增长，分别为 300.13 亿元、430.03 亿元和 393.07 亿元，年均复合增长率为 14.44%。从债务结构来看，公司主要以长期债务为主，2015~2017 年长期债务的占比分别为 80.64%、87.14%和 73.04%；债务指标方面，2015~2017 年，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均波动下降，截至 2017 年底上述指标分别为 33.52%和 26.91%；资产负债率持续下降，截至 2017 年底为 46.57%。若将计入少数股东权益中的“明股实债”部分计入有息债务，公司的实际债务负担将有所加重。

总体看，由于承担代建市政项目和片区综合改造项目，公司债务规模较大，考虑到市政代建项目借款由财政负责偿还，公司债务负担一般，但若财政未及时回款公司或将面临一定的流动性压力。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 31.91%，主要为资本公积和实收资本的增长。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 3.09%、90.65%、0.05%和 5.58%。公司所有者权益中资本公积占比大，主要为市财政局持续划拨的市政项目建设资金。

2015~2017 年，公司实收资本分别为 1.00 亿元、20.69 亿元和 20.69 亿元，2016 年较年初大幅增长 19.69 亿元，主要系资本公积转增资本所致。

2015~2017 年，公司资本公积持续增长，年均复合增长 19.10%；截至 2016 年底为 484.73 亿元，较年初增长 13.39%，除新增财政拨付的片区土地收储及市政项目建设资金 57.54 亿元外，其他系光电项目投资拨款 11.42 亿元以及政府划拨福州市城乡规划设计院有限公司、省二建为公司全资子公司（净资产合计 3.51 亿元）；截至 2017 年底，公司资本公积为 606.36 亿元，较年初增长 25.09%，主要为市财政局持续划拨的片区改造、保障房建设和市政项目建设资金。

截至 2017 年底，公司少数股东权益 110.78 亿元，较年初增加 43.16 亿元，主要系建信投资作为基金管理人将“建信海丝 1 号福州城投投资基金”资金陆续注入福州京东方所致。

总体看，公司所有者权益以资本公积为主，资本公积多为项目对应财政拨款，稳定性一般；同时考虑到少数股东权益实为“明股实债”，所有者权益质量一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，受工程施工业务快速增长带动，公司营业收入快速增长，年均复合增长 77.40%。2017 年，公司实现营业收入 149.35 亿元，主要为工程施工、房地产销售和住宿餐饮服务性收入。随着营业收入的增加，2015~2017 年，公司营业成本年均增幅为 85.90%，2017 年公司营业成本 132.92 亿元，主要为工程施工成本和房地产销售成本。

2015~2017 年，公司期间费用分别为 3.85 亿元、4.25 亿元和 5.61 亿元，占营业收入比重分别为 8.11%、5.56%和 3.76%，期间费用以管理费用为主。2017 年，公司管理费用 3.80 亿元，较上年增长 33.35%，主要源于职工薪酬的增加。由于公司大部分利息支出资本化，公司财务费用相对较低。

受营业外收入（主要为政府补贴片区开发收益）影响，2015~2016 年，公司利润总额分别为 9.04 亿元和 11.97 亿元，其中营业外收入分别为 6.35 亿元和 6.65 亿元。2017 年，公司利润总额为 13.05 亿元，受政府补贴片区开发收益计入其他收益影响，公司实现其他收益 4.16 亿元。片区开发收益对公司利润的贡献较大，因公司片区开发业务持续时间久，尚需投资额较大，片区开发收益具有持续

性。

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率分别为13.89%、12.12%和9.30%，持续下降。2015~2017年，公司总资本收益率有所波动，分别为1.37%、1.29%和1.22%；公司总资产报酬率持续下降，分别为1.18%、1.16%和1.09%；公司净资产收益率波动下降，分别为1.96%、1.97%和1.66%。公司整体盈利能力弱。

总体看，公司营业收入受工程施工和房地产销售收入影响较大，片区开发收益对公司利润有较大支撑，但因公司片区开发业务持续时间久，尚需投资额较大，片区开发收益具有持续性。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金不断上升，分别为78.92亿元、101.61亿元和137.44亿元，主要系公司工程业务施工收入不断增加所致。2015~2017年，公司收到其他与经营活动有关现金分别为60.80亿元、30.59亿元和72.62亿元，其中，2016年变动幅度较大主要系暂列在其他应付款中的新增保障房统购款项减少所致；经营活动现金流入量分别为139.72亿元、132.20亿元和210.06亿元。2015~2017年，公司经营活动现金流出分别为258.10亿元、206.17亿元和224.83亿元，流出规模波动下降，主要系公司购买商品接受劳务支付的现金（公司安置房、工程施工等项目）以及支付其他与经营活动有关的现金（业务往来款、保证金、押金等）波动下降所致。2015~2017年经营活动产生的现金流量净额分别为-118.38亿元、-73.98亿元和-14.77亿元。2015~2017年，公司现金收入比率分别为166.30%、132.87%和92.02%，公司收入实现质量有所下滑但仍尚可。

从投资活动看，2015~2017年公司投资活动现金流入分别为113.49亿元、105.15亿元和153.51亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金，为收到市财政局拨付市政项目及片区综合开发项目收益款项。2015~2017年，投资活动现金流出分别为107.51亿元、201.02亿元和157.06亿元，主要为支付其他与投资活动有关的现金，为市政项目及片区开发项目款项（支付给施工方，计入支付其他与投资活动有关现金）。2015~2017年公司投资活动流出金额波动增加，主要系政府下达的投资任务的增加，导致公司市政项目投资有所增加。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为5.98亿元、-95.87亿元和-3.55亿元。

2015~2017年，公司筹资活动产生的现金净流量分别为140.63亿元、214.77亿元和1.42亿元，公司筹资活动主要为银行借款、市财政拨付贷款利息（收到其他与筹资活动有关的现金）以及发行债券等。其中，2016年，公司吸收投资收到的现金77.97亿元，主要由福州京东方吸收少数股东投资66.38亿元以及公司收到财政拨款11.44亿元构成。

总体看，公司经营活动现金流量持续净流出，投资支出全部为市政项目和片区综合改造工程，对外融资需求较大。未来几年公司仍有较大规模的资本性支出，公司依靠自身的收入水平不能满足资金需求，预计未来仍将保持较大的融资规模。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司流动比率分别为2.11倍、2.76倍和2.67倍，波动上升；速动比率分别为0.87倍、1.25倍和1.19倍。公司现金短期债务比分别为1.10倍、1.95倍和0.85倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度波动下降。总体看，公司短期债务快速上升，但考虑到现金类资产规模较大，公司短期偿付能力一般。

从长期偿债指标看，2015~2017年，公司EBITDA持续增长，分别为10.24亿元、14.33亿元和

17.28 亿元；2017 年公司 EBITDA 主要由折旧（占 11.28%）、计入财务费用的利息支出（占 11.45%）和利润总额（占 75.54%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.03 倍和 0.04 倍，EBITDA 利息倍数分别为 0.71 倍、0.79 倍和 0.65 倍。公司 EBITDA 对债务保障能力较弱，但考虑到公司代建市政建设项目债务由政府偿还，公司实际债务偿还能力要高于账面指标值。总体而言，公司整体偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司对外担保总额为 25.94 亿元，担保比率 3.33%；被担保单位罗源县城市建设发展有限公司和新区集团为国有独资公司，科立视材料科技有限公司为民营企业（与公司有业务往来），上述公司经营情况良好，公司或有负债风险较小。

表 7 截至 2017 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额
罗源县城市建设发展有限公司	139,400.00
福州新区开发投资集团有限公司	100,000.00
科立视材料科技有限公司	20,000.00
合计	259,400.00

资料来源：公司提供

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1035010201766150Z），截至 2019 年 2 月 22 日，公司本部无未结清或已结清的不良信贷信息记录。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信总额为 729.80 亿元，已使用额度 436.71 亿元，未使用额度 293.09 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力强。考虑到公司在股东支持和行业地位等方面具备优势，公司代建市政建设项目债务由政府偿还，未来随着公司业务拓展以及竞争力提升，公司收入及利润规模保持稳定增长，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至 2017 年底，公司母公司资产总额 258.58 亿元，所有者权益 174.64 亿元，负债 83.94 亿元，其中应付债券 13.00 亿元，为“15 福州城投 MTN001”、“15 福州城投 MTN002”和“16 福州城投 MTN001”；母公司资产负债率 32.46%。2017 年，公司母公司实现营业收入 0.12 亿元，利润总额 0.72 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2017 年底，公司全部债务和长期债务分别为 393.07 亿元和 287.09 亿元。本期债券拟发行总规模（3 亿元）分别相当于 2017 年底公司全部债务和长期债务的 0.76%和 1.04%，本期债券的发行对公司现有债务规模及结构影响不大。

截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.57%、33.52%和 26.91%，以公司 2017 年底财务数据为基础，同时将公司已发行的 6 亿元“18 榕城停车偿债 01/18 榕城 01”、8 亿元“18 榕城停车偿债 02/18 榕城 02”和 6 亿元“19 榕城停车偿债 01/19 榕城 01”考虑在内，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 47.40%、34.80%和 28.45%。公司有息债务规模将上升，但整体债务负担一般。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为10.24亿元、14.33亿元和17.28亿元，分别为本期债券拟发行规模的3.41倍、4.78倍和5.76倍，公司EBITDA对本期债券的保障程度较强。同期，公司经营活动的现金流入量分别为139.72亿元、132.20亿元和210.06亿元，分别为本期债券拟发行总规模的46.57倍、44.07倍和70.02倍，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很强；经营活动产生的现金流量持续净流出，对本期债券无保障能力。本期债券设置分期偿还条款，有效降低了本期债券的集中偿付压力。

假设本期债券于2019年成功发行，考虑到“18榕城停车偿债01/18榕城01”、“18榕城停车偿债02/18榕城02”和“19榕城停车偿债01/19榕城01”已发行成功，且投资者均于第五年回售全部剩余本金，则公司将于2023年偿付四期债券待偿还金额11.50亿元。2015~2017年，公司EBITDA分别为2023年四期债券待偿还金额的0.89倍、1.25倍和1.50倍；同期，经营活动现金流入量分别为待偿还金额的12.15倍、11.50倍和18.27倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很强，同时分期偿还条款的设置有效降低了本期债券的集中偿付压力。

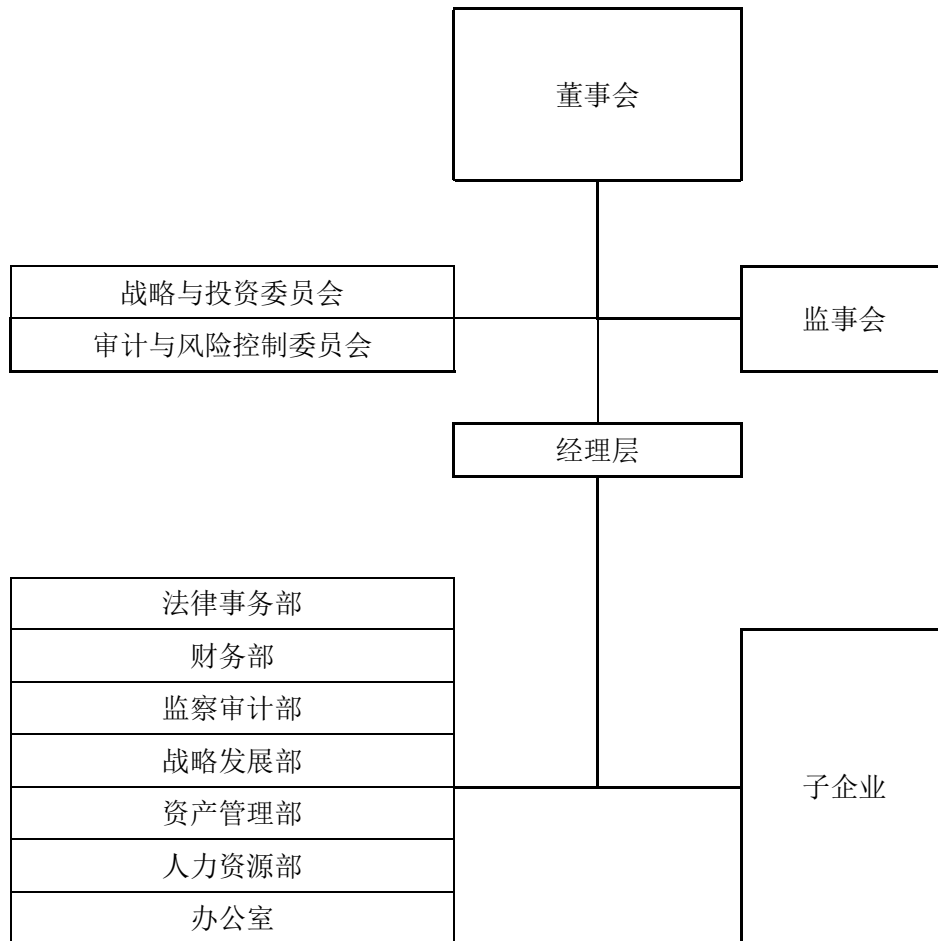
九、综合评价

公司作为福州市投资集团之一，负责福州市区内的基础设施建设、片区综合改造及保障房建设业务，得到外部的大力支持；公司资产、所有者权益规模持续增长，营业收入不断增加。同时，联合评级也关注到伴随福州市未来城市基础设施建设和片区综合改造力度的加大，公司融资需求压力增加；公司目前资产负债率中，代建市政工程和片区综合开发支出占比大、资产流动性偏弱等对其经营和发展可能带来不利影响。

作为福州的城市基础设施建设主体之一，随着公司片区开发规模的不断推进，公司的经营规模和盈利能力有望进一步提升，联合评级对公司评级展望为稳定。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 福州城市建设投资集团有限公司 组织结构图



附件 2 截至 2017 年底福州城市建设投资集团有限公司 合并范围一级子公司情况

序号	企业名称	注册地	经营范围	注册资本
1	福州市城乡建设发展有限公司	福州	兴办国内大、中型桥梁，中高等级公路，隧道及配套工程的实业，建设管理及建后的经营管理，利用国内外贷款，开展中外合作，中外合资及房地产开发等。	17,829 万元
2	福州市建设发展集团有限公司	福州	房屋、基础设施和配套设施的开发、销售和租赁；拆迁、装修及物业管理服务。	50,000 万元
3	福州聚春园集团有限公司	福州	主食、热菜、自助餐、客房、咖啡厅、电影放映、美容美发厅，烟酒、日用百货零售（以上经营范围仅限分支机构经营）；自由房屋租赁；提供烹调基数咨询服务。	5,228.2 万元
4	福建省二建建设集团有限公司	福州	房建、市政工程总承包一级资质；地基与基础、装修、幕墙、钢结构、机电施工专业总承包一级资质；起重设备安装工程一级资质；金属门窗工程专业承包；消防设施工程设计与施工；建筑智能化工程设计与施工；房地产开发；设备安装；水泥混凝土制品、水泥预制构件、碎石、沙的生产，销售；建筑工程机械和钻探机械以及模、板、架、构件的租赁；汽车维修（二保）（另设分支机构经营）；建筑幕墙、室内外建筑装饰工程设计；建筑外窗及幕墙制作、安装。承包与其实力、规模、业绩相适应的国外工程项目；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；自有房产租赁。	30,000 万元
5	福州市城乡规划设计院有限公司	福州	丙级城市规划设计，城市规划设计技术咨询技术服务；模型制作，零售文化用品。	500 万元
6	福州城投京东方投资有限公司	福州	对光电行业的投资。	9,500 万元

资料来源：公司审计报告

附件 3 福州城市建设投资集团有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	979.13	1,287.58	1,459.18
所有者权益 (亿元)	448.06	605.59	779.68
短期债务 (亿元)	58.11	55.31	105.97
长期债务 (亿元)	242.03	374.72	287.09
全部债务 (亿元)	300.13	430.03	393.07
营业收入 (亿元)	47.46	76.47	149.35
净利润 (亿元)	7.92	10.37	11.48
EBITDA (亿元)	10.24	14.33	17.28
经营性净现金流 (亿元)	-118.38	-73.98	-14.77
应收账款周转次数 (次)	12.18	8.70	9.56
存货周转次数 (次)	0.14	0.17	0.28
总资产周转次数 (次)	0.06	0.07	0.11
现金收入比率 (%)	166.30	132.87	92.02
总资本收益率 (%)	1.37	1.29	1.22
总资产报酬率 (%)	1.18	1.16	1.09
净资产收益率 (%)	1.96	1.97	1.66
营业利润率 (%)	13.89	12.12	9.30
费用收入比 (%)	8.11	5.56	3.76
资产负债率 (%)	54.24	52.97	46.57
全部债务资本化比率 (%)	40.11	41.52	33.52
长期债务资本化比率 (%)	35.07	38.22	26.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.71	0.79	0.65
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.03	0.04
流动比率 (倍)	2.11	2.76	2.67
速动比率 (倍)	0.87	1.25	1.19
现金短期债务比 (倍)	1.10	1.95	0.85
经营现金流动负债比率 (%)	-46.18	-25.60	-4.40
EBITDA/本期发债额度 (倍)	3.41	4.78	5.76

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、本报告将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；4、计算 EBITDA 利息倍数时，用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替利息支出计算。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
 +一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。