

2015 年丽水市城市建设发展有限公司

公司债券 2019 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【430】号 01

债券简称：

15 丽水债/PR 丽水债

债券剩余规模：4.8 亿元

债券到期日期：2022 年
08 月 13 日

债券偿还方式：每年付
息一次，存续期后 5 年
每年分别偿还本金的
20%

分析师

姓名：
韩晨皓 毕柳

电话：
021-51035670

邮箱：
hanchh@spengyuan.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

2015 年丽水市城市建设发展有限公司公司债券 2019 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 06 月 24 日	2018 年 06 月 22 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”）对丽水市城市建设发展有限公司（以下简称“丽水城发”或“公司”）及其 2015 年 8 月 13 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性尚可，继续获得较大的外部支持；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱、面临一定的资金压力和偿债压力以及存在一定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。2018 年丽水市实现地区生产总值 1,394.67 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.2%，区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性尚可。截至 2018 年末，公司主要在建项目预计总投资 42.57 亿元，已投资 28.25 亿元，公司存量项目较多，业务持续性尚可。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。公司主要从事丽水市基础设施建设和公共交通运营业务，2018 年公司收到营运资金专项补贴 1 亿元。此外，当地政府还向公司子公司拨付公交专项补贴款及购车补贴，合计 14,355.55 万元，公司获得的外部支持力度仍较大。

关注:

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末公司应收账款、其他应收款和存货合计占资产总额的 81.86%，应收款项回收期限存在一定不确定性，存货资产主要为基础设施项目开发成本和土地资产，难以短期集中变现，公司资产流动性较弱。
- **面临一定资金压力。**公司在建项目较多，截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 14.32 亿元，在建项目资金需求较大，公司面临一定资金压力。
- **有息债务规模仍较大，面临一定偿债压力。**截至 2018 年末，公司资产负债率为 34.63%，较上年提高 4.36 个百分点，负债中有息债务规模为 28.07 亿元，占负债总额的 63.51%，有息债务规模仍较大，公司面临一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保合计 9.47 亿元，占同期末净资产比重为 11.35%，被担保单位主要系政府下属企业或事业单位，但考虑到对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,276,178.28	1,188,091.09	1,164,516.21
所有者权益	834,239.63	828,418.80	844,903.69
有息债务	280,685.55	283,739.29	215,450.64
资产负债率	34.63%	30.27%	27.45%
流动比率	5.33	11.28	9.93
营业收入	49,074.57	51,616.01	44,516.26
其他收益	22,142.98	1,835.26	-
营业外收入	128.11	15,391.33	15,442.80
利润总额	14,791.84	12,994.24	12,185.18
综合毛利率	-1.20%	2.14%	0.39%
EBITDA	21,847.07	17,564.86	15,483.62
EBITDA 利息保障倍数	1.48	1.54	1.27
经营活动现金流净额	33,288.18	-52,052.49	-43,708.30

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

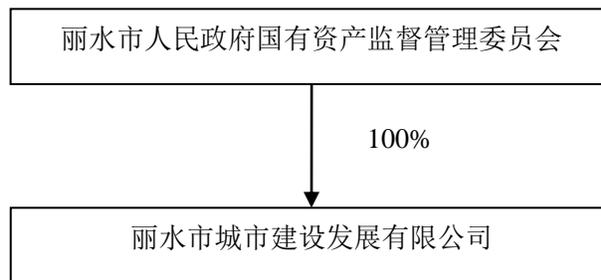
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年8月13日发行7年期6亿元公司债券，募集资金用于丽水南城小叶、桥亭区块低丘缓坡开发利用工程和丽水市低丘缓坡配套路网及管网工程，截至2019年5月13日，本期债券募集资金专项账户余额为22.83万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2019年5月末，公司注册资本和实收资本均为20,000万元，控股股东和实际控制人均为丽水市人民政府国有资产监督管理委员会。根据丽水市国资委《丽国资（2018）158号》文件，公司董事长、法定代表人变更为叶建平，总经理提名为王泽锋；根据《丽城（2018）39号》任命文件，王泽锋为公司总经理。2018年公司合并范围未发生变化。

图1 截至2019年5月末公司股权和控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业

中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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），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），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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018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
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2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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）	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	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方

	方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)		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
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,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;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

丽水市经济实力不断增强,经济结构持续优化

丽水市隶属浙江省,位于浙江省西南浙闽两省结合部,2018年丽水市经济实力不断增强,全年实现地区生产总值1,394.67亿元,同比增长8.2%,其中,第一产业增加值94.16亿元,第二产业增加值577.79亿元,第三产业增加值722.72亿元,分别增长3.1%、9.0%和8.1%,三大产业对经济增长的贡献率分别为2.7%、50.1%和47.2%。三次产业结构由上年的7.7:42.9:49.4调整为6.8:41.4:51.8,第三产业比重提高2.4个百分点,第三产业比重持续提高。2018年丽水市人均GDP为6.36万元,与同期全国人均GDP的比值为98.47%。

2018年丽水市固定资产投资项目1,721个,其中新开工项目960个;房地产开发投资202.33亿元,比上年增长6.2%,其中住宅投资137.31亿元,增长8.0%。2018年全市社会消费品零售总额682.91亿元,比上年增长11.4%,是经济增长的重要支撑。对外经济方面,2018年全市货物进出口总额247.13亿元,比上年增长10.8%。其中,出口225.91亿元,增长10.2%;进口21.23亿元,增长17.4%。

表2 2017-2018年丽水市主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值(GDP)	1,394.67	8.2%	1,298.20	6.8%
第一产业增加值	94.16	3.1%	99.45	3.7%
第二产业增加值	577.79	9.0%	556.96	6.3%
第三产业增加值	722.72	8.1%	641.79	7.7%
固定资产投资	-	-	903.84	11.5%
社会消费品零售总额	682.91	11.4%	635.96	11.3%

进出口总额	247.13	10.8%	222.84	-1.4%
存款余额	2,572.33	11.4%	2,309.08	7.4%
贷款余额	1,935.92	11.6%	1,734.07	11.5%
人均 GDP (元)		63,611		55,772
人均 GDP/全国人均 GDP		98.47%		101.00%

资料来源：2017-2018年丽水市国民经济和社会发展统计公报

2018年丽水市实现公共财政收入130.01亿元，同比增长15.1%，其中税收收入105.12亿元，占公共财政收入比重为80.85%；同期丽水市公共财政支出为432.02亿元，同比增长14.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为30.09%。

四、经营与竞争

公司作为丽水市重要的基础设施建设及国有资产经营管理主体，其主营业务主要包括城市基础设施建设业务、公交营运业务和广告制作业务等，2018年公司实现营业收入4.91亿元，同比下降4.92%，其中城市基础设施建设收入4.29亿元，同比下降7.08%，占营业收入的87.51%，仍是公司营业收入最主要的来源；公交营运收入3,971.73万元，同比增长3.89%。毛利率方面，公司综合毛利率由上年的2.14%下降至2018年的-1.20%，其中城市基础设施建设业务和广告制作业务毛利率较上年相对稳定，但公交营运业务仍亏损且亏损程度有所增加。

表3 2017-2018年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
城市基础设施建设	42,947.41	13.04%	46,217.54	13.04%
公交营运	3,971.73	-188.54%	3,822.91	-156.31%
广告制作	763.80	90.05%	687.50	91.62%
其他业务	1,391.63	43.96%	888.06	47.55%
合计	49,074.57	-1.20%	51,616.01	2.14%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司代建收入有所下降，业务持续性尚可，同时也面临一定资金压力

公司根据丽水市政府规划对指定基础设施项目进行代建，并根据《丽水市城市基础设施建设工程协议书》（以下简称“《协议书》”）进行具体运作。根据《协议书》约定，公司承担丽水市城市基础设施建设工程任务，项目建设期内的建设资金由公司负责筹措，每年底丽水市人民政府对公司投入情况进行认定，项目竣工后由丽水市人民政府或政府相关部门根据实际投资情况进行回购，并按约定向公司支付回购价款，回购款包括项目建设总成

本和公司的收益，公司项目建设收益为项目建设总成本的15%。

2018年公司城市基础设施代建业务确认收入的项目主要包括囿山路西段、城北路延伸段、城北路东段二(紫金路/开发路)等项目，合计结转成本3.73亿元，确认收入4.29亿元，业务毛利率维持13.04%不变。

截至2018年末，公司主要在建基础设施项目包括330国道莲缙段改建工程、50省道莲都段改建工程等，计划总投资42.57亿元，已投资28.25亿元，未来尚需投资14.32亿元，公司业务持续性尚可，同时也面临一定资金压力。

表4 截至2018年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
丽水市低丘缓坡配套路网及管网工程	12.50	5.34
330国道莲缙段改建工程	11.23	9.08
50省道莲都段改建工程	10.11	9.00
好溪东路南段	2.61	1.40
联花路(花街路-绕城路)	1.32	0.86
丽水拼宽工程	1.05	0.77
花街路(伟四路-莲花路)	1.21	0.74
城北路(东地路-绕城西路)	1.47	0.54
开发路北延伸段	1.07	0.52
合计	42.57	28.25

资料来源：公司提供

公司公交营运业务盈利能力仍不佳，广告制作及房屋租赁等业务毛利率较高，但业务规模较小

公司公交营运业务主要由子公司丽水市公共交通有限公司（以下简称“公交公司”）和丽水市城乡公共交通有限公司（以下简称“城乡公交公司”）负责运营，2018年公司实现公交营运业务收入3,971.73万元，较上年增长3.89%，业务毛利率为-188.54%，较上年下降32.23个百分点，主要系公共交通票价由政府统一制定，具有一定公益性质。针对公交营运业务持续亏损，政府每年对公司给予一定补贴，2018年公交公司和城乡公交公司收到政府拨付的公交专项补贴款8,523.00万元和购车补贴5,832.55万元，合计14,355.55万元，其中购车补贴款按车辆使用寿命五年平均摊销计入当期损益。

公司广告制作业务主要由子公司丽水绿谷信息实业有限公司负责运营，2018年实现业务收入763.80万元，业务毛利率90.05%，整体规模仍然较小。公司其他业务主要包括房屋租赁、车辆广告出租、IC卡销售、公共自行车等，2018年合计实现业务收入1,391.63万元，毛利率为43.96%。

公司获得的外部支持力度仍较大

公司作为丽水市重要的城市基础设施建设主体，获得的外部支持力度较大。根据丽国资委《关于下达丽水市城市建设发展有限公司补助资金专项补贴的通知》，当地政府向公司拨付营运资金专项补贴1亿元；根据丽国资委【2018】60号、国资委【2017】101号《丽水市国资委关于市区公交企业财政补贴建议函》，当地政府还向公交公司、城乡公交公司拨付公交客运业务补贴款8,523.00万元；同时，2018年政府向公交公司、城乡公交公司拨付购车补贴5,832.55万元（按车辆使用寿命五年平均摊销计入当期损益），一定程度提高了公司盈利水平。

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2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018年审计报告中对应收款项、应付款项等相关具体科目的会计政策有所调整，为保持数据一致性，2017年末财务数据采用2018年初的数据。2018年合并范围无变化，截至2018年末子公司具体情况如附录二所示

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但主要由应收款项、工程施工成本及土地资产构成，整体资产流动性仍较弱

截至2018年末公司资产总计127.62亿元，同比增长7.41%。从结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2018年末占总资产的88.45%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至2018年末，公司货币资金账面余额5.05亿元，其中3.05亿元定期存单已质押；应收账款账面价值合计15.50亿元，同比增长7.09%，主要为应收工程结算款，其中应收丽水市财政局15.47亿元，占应收账款总额的99.80%；其他应收款账面价值为23.34亿元，前五大应收对象为丽水市林业建设发展有限公司8.08亿元、丽水市水利发展有限公司6.44亿元、丽水市广通公路经营有限责任公司3.56亿元、丽水市国有资本运营有限公司2.46亿元和丽水市财政局0.60亿元，合计占比为90.57%，考虑到欠款方主要是政府单位，款项回收风险较小，但回款时间存在较大不确定性。截至2018年末，公司存货账面价值为65.63亿元，占总资产的51.43%，

仍是公司最主要的资产。存货主要为公司代建的城市基础设施工程施工成本和土地资产，难以短期集中变现。截至2018年末，公司计入存货的土地资产合计15.18万平方米，账面价值合计10.27亿元，土地全部为出让用地，用途为商住，均未对外抵押。

表5 2017-2018年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	50,548.86	3.96%	42,724.19	3.60%
应收账款	155,011.44	12.15%	144,743.08	12.18%
其他应收款	233,366.32	18.29%	173,633.16	14.61%
存货	656,321.18	51.43%	675,130.95	56.82%
流动资产合计	1,128,781.57	88.45%	1,053,545.37	88.68%
可供出售金融资产	43,147.43	3.38%	41,063.93	3.46%
投资性房地产	69,985.97	5.48%	8,999.35	0.76%
在建工程	1,887.54	0.15%	53,636.08	4.51%
非流动资产合计	147,396.71	11.55%	134,545.72	11.32%
资产总计	1,276,178.28	100.00%	1,188,091.09	100.00%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、投资性房地产、在建工程等。截至2018年末，公司可供出售金融资产账面价值4.31亿元，主要系对丽水市广通公路经营有限责任公司、浙江金丽温高速公路有限公司、浙江龙丽丽龙高速公路有限公司、浙江丽水安邦护卫有限公司等公司的股权投资，2018年公司对浙江景文高速公路有限公司增加投资2,083.50万元。公司可供出售金融资产均按成本计量，2018年末获得现金分红。

2018年根据丽水万邦天义会计师事务所有限公司出具的绿谷信息产业园一期南园区块项目竣工决算报告，公司将价值6.15亿元的绿谷信息产业园一期结转至投资性房地产，使得投资性房地产、在建工程账面价值波动较大，投资性房地产账面价值按成本计量。由于手续不全，绿谷信息产业园一期尚未办理权证。截至2018年末，所有权受限的投资性房地产账面价值5,672.08万元。

受限资产方面，截至2018年末，公司受限资产合计3.62亿元，系定期存单质押3.05亿元、投资性房地产抵押5,672.08万元，受限资产占总资产的2.83%

综合来看，2018年公司资产规模持续增长，但主要由应收款项、工程施工成本及土地资产构成，整体资产流动性仍较弱。

盈利能力

公司营业收入小幅下降，且盈利能力仍较差，公司利润对政府补贴依赖度仍较高

2018年公司实现营业收入4.91亿元，同比下降4.92%，其中城市基础设施建设收入4.29亿元，同比下降7.08%，占营业收入的87.51%，是公司营业收入最主要的来源；公交营运收入3,971.73亿元，同比增长3.89%。毛利率方面，公司综合毛利率由上年的2.14%下降至2018年的-1.20%，其中城市基础设施建设业务和广告制作业务毛利率较上年相对稳定，但公交营运业务仍亏损且亏损程度有所增加，2018年公交营运毛利率为-188.54%，较上年下降32.23个百分点，公司主营业务盈利能力仍较差。公司作为丽水市重要的基础设施建设主体，仍获得政府较大的支持，2018年公司实现其他收益22,142.98万元，政府补助仍是公司利润总额的主要来源，公司利润对政府补贴依赖度较高，值得关注的是政府补助规模受地方财力影响较大，存在一定的不确定性。

表6 2017-2018年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	49,074.57	51,616.01
其他收益	22,142.98	1,835.26
营业利润	14,670.35	-2,067.68
营业外收入	128.11	15,391.33
利润总额	14,791.84	12,994.24
综合毛利率	-1.20%	2.14%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司经营活动现金流转为净流入，但筹资活动现金流表现较差，随着工程项目建设推进，在建项目资金需求较大，仍需通过外部融资缓解资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于城市基础设施建设业务收入，2018年公司收现比为0.83，业务回款情况有所改善。2018年公司收到其他与经营活动有关的现金13.33亿元，主要为收到的其他单位的往来款。经营活动现金流出方面，2018年公司购买商品、接受劳务支付现金3.60亿元，主要为城市基础设施建设工程成本支出，支付其他与经营活动有关的现金9.54亿元，主要为支付给其他单位的往来款。2018年公司经营活动现金净流入3.33亿元，经营活动现金流有所好转。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金净流出1.59亿元，主要是绿谷信息产业园一期项目的开发支出。筹资活动方面，2018年公司通过银行借款取得的现金1.20亿元、发行债券收到现金1.50亿元，融资规模同比显著下降，同时受偿还银行贷款和利息、1.20亿元

债券本金以及3.05亿元定期存款质押的影响，2018年公司筹资活动现金净流出4.01亿元，筹资活动现金流表现较差。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资14.32亿元，随着基础建设的持续推进，未来仍需要依靠外部融资缓解资金压力。

表7 2017-2018 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.83	0.67
销售商品、提供劳务收到的现金	40,861.49	34,556.74
收到的其他与经营活动有关的现金	133,312.94	174,650.95
经营活动现金流入小计	174,174.44	209,207.69
购买商品、接受劳务支付的现金	35,960.64	40,967.42
支付的其他与经营活动有关的现金	95,407.55	210,976.72
经营活动现金流出小计	140,886.26	261,260.18
经营活动产生的现金流量净额	33,288.18	-52,052.49
投资活动产生的现金流量净额	-15,912.78	-5,637.78
筹资活动产生的现金流量净额	-40,050.72	51,732.99
现金及现金等价物净增加额	-22,675.32	-5,957.29

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模进一步增长，面临一定偿债压力

随着公司基础设施建设业务的逐步推进，公司对项目建设的资金需求不断增加，负债规模持续上升，2018年末公司负债总额为44.19亿元，同比增长22.87%，主要系拆借往来款的增加；所有者权益为83.42亿元，较上年小幅增长。截至2018年末，公司负债与所有者权益比率增长至52.98%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表8 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	441,938.65	359,672.29
所有者权益	834,239.63	828,418.80
产权比率	52.98%	43.42%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构上来看，公司负债主要为非流动负债，2018末占负债总额的52.07%，但占比有所下降。公司流动负债主要包括其他应付款和一年内到期的非流动负债，其他应付款账面价值为12.93亿元，同比增长146.14%，主要为应付政府下属企业及事业单位的往来款，还款期限具有一定的弹性。一年内到期的非流动负债包含一年内到期的长期借款4.57亿

元、应付债券1.70亿元。

表9 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	129,298.75	29.26%	52,530.83	14.61%
一年内到期的非流动负债	62,650.00	14.18%	26,590.00	7.39%
流动负债合计	211,801.75	47.93%	93,370.75	25.96%
长期借款	142,210.00	32.18%	179,469.09	49.90%
应付债券	75,825.55	17.16%	77,680.20	21.60%
非流动负债合计	230,136.90	52.07%	266,301.54	74.04%
负债合计	441,938.65	100.00%	359,672.29	100.00%
有息债务	280,685.55	63.51%	283,739.29	78.89%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。截至2018年末，长期借款账面余额14.22亿元，较上年有所下降，主要包括（含一年内到期的长期借款）15.79亿元保证借款和3.00亿元抵押借款；应付债券系本期债券、“17丽水城建PPN001”和“18丽水城建PPN001”，账面余额为7.58亿元。2018年公司发行1亿元“18丽水城建PPN001”、0.50亿元“18丽水城建PPN002”（计入一年内到期的非流动负债）发行利率分别为7.00%和6.50%。

截至2018年末，公司有息债务合计28.07亿元，同比下降1.08%。从有息债务结构来看，公司短期、长期有息债务余额分别为6.27亿元和21.80亿元，分别占有息债务的22.32%和77.68%，有息债务规模仍较大，公司面临一定的偿债压力。

随着负债规模的增长，公司资产负债率有所提高，截至2018年末，公司资产负债率为34.63%，较上年提高4.36个百分点。从短期偿债指标看，2018年公司流动比率和速动比率分别为5.33和2.23，同比均有所下降，且需注意流动资产中存货占比较多，且速动资产中应收款项回款时间具有一定不确定性，因此流动资产和速动资产对流动负债的实际保障能力较弱。受益于公司利润总额的提升，2018年公司实现EBITDA2.18亿元，同比增长24.38%，但受有息债务规模较大的影响，EBITDA对利息的保障程度仍处于较低水平且有所下降，公司盈利水平对利息的保障程度较弱。

表10 2017-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	34.63%	30.27%
流动比率	5.33	11.28
速动比率	2.23	4.05
EBITDA（万元）	21,847.07	17,564.87

EBITDA 利息保障倍数	1.48	1.54
有息债务/EBITDA	12.85	16.15

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月9日），近三年公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保合计9.47亿元，占同期末净资产比重为11.35%，被担保单位主要系政府下属企业或事业单位，但考虑到对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表11 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	单位性质	担保金额	起始日	到期日
丽水市水利发展有限公司	国有独资	70,000.00	2015/5/7	2020/5/6
丽水市机动车驾驶员考试中心	事业单位	4,700.00	2014/12/31	2019/12/30
丽水市城市建设投资有限责任公司	国有独资	15,000.00	2018/9/25	2021/9/24
丽水日报报业传媒集团有限公司	国有独资	5,000.00	2017/8/17	2019/8/17
合计		94,700.00		

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年丽水市实现地区生产总值1,394.67亿元，按可比价格计算，同比增长8.2%，外部环境依然较好；2018年末公司主要在建项目预计总投资42.57亿元，已投资28.25亿元，公司存量项目较多，业务持续性尚可；获得的外部支持力度仍较大。同时我们也注意到，公司资产主要由应收账款、其他应收款和工程施工成本构成，资产流动性较弱；公司在建项目资金需求较大，面临一定的资金压力；有息债务规模仍较大，公司面临一定的偿债压力；公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

综合分析，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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	50,548.86	42,724.19	48,681.47
应收票据及应收账款	155,011.44	144,743.08	126,220.88
其他应收款	233,366.32	173,633.16	176,041.72
存货	656,321.18	675,130.95	690,732.90
流动资产合计	1,128,781.57	1,053,545.37	1,046,570.28
可供出售金融资产	43,147.43	41,063.93	40,515.93
投资性房地产	69,985.97	8,999.35	9,185.27
在建工程	1,887.54	53,636.08	40,799.59
非流动资产合计	147,396.71	134,545.72	117,945.93
资产总计	1,276,178.28	1,188,091.09	1,164,516.21
应交税费	13,404.00	7,950.86	6,387.30
其他应付款	129,298.75	52,530.83	64,956.94
一年内到期的非流动负债	62,650.00	26,590.00	5,600.00
流动负债合计	211,801.75	93,370.75	105,364.28
长期借款	142,210.00	179,469.09	149,809.09
应付债券	75,825.55	77,680.20	59,641.55
非流动负债合计	230,136.90	266,301.54	214,248.24
负债合计	441,938.65	359,672.29	319,612.52
有息负债	280,685.55	283,739.29	215,450.64
所有者权益合计	834,239.63	828,418.80	844,903.69
营业收入	49,074.57	51,616.01	44,516.26
营业利润	14,670.35	-2,067.68	-3,097.11
净利润	11,638.69	11,831.92	11,203.88
经营活动产生的现金流量净额	33,288.18	-52,052.49	-43,708.30
投资活动产生的现金流量净额	-15,912.78	-5,637.78	-5,246.73
筹资活动产生的现金流量净额	-40,050.72	51,732.99	81,315.59
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	-1.20%	2.14%	0.39%
收现比	0.83	0.67	0.52
产权比率	52.98%	43.42%	37.83%
资产负债率	34.63%	30.27%	27.45%
流动比率	5.33	11.28	9.93
速动比率	2.23	4.05	3.38
EBITDA（万元）	21,847.07	17,564.87	21,847.07

EBITDA 利息保障倍数	1.48	1.54	1.48
有息债务/EBITDA	12.85	16.15	12.85

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末公司合并范围

公司名称	持股比例	主营业务
丽水市城乡公共交通有限公司	67.00%	城乡公共交通
丽水市公共交通有限公司	100.00%	市内公共汽车运输
丽水市交通建设开发有限公司	100.00%	交通建设、投资、开发、管理等
丽水市公交广告有限公司	100.00%	公交广告载体开发，国内户外广告设计、制作、代理、发布
丽水绿谷信息实业有限公司	100.00%	信息产业投资、咨询；企业管理；物业管理等

资料来源：公司2018年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 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。