

2014 年永嘉投资集团有限公司
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【512】号 01

债券简称: 14 永嘉债/PR
永嘉债

增信方式: 国有土地使
用权抵押

债券剩余规模: 4.80 亿
元

债券到期日期: 2021 年
11 月 12 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本, 第 3
至第 7 个计息年度每年
偿还本金的 20%

分析师

姓名:
徐宁怡 田珊

电话:
021-51035670

邮箱:
xuny@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 年永嘉投资集团有限公司公司债券 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 27 日	2018 年 06 月 01 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”)对永嘉投资集团有限公司(以下简称“永嘉投资”或“公司”)及其 2014 年 11 月 12 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 2018 年外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础, 公司收入来源多元化且部分业务在区域内具有一定垄断性, 公司获得的外部支持力度仍较大, 并且国有土地使用权抵押担保继续有效提升了本期债券的信用水平。同时我们也关注到了公司资产流动性较弱, 在建项目规模较大, 面临较大的资金压力, 公司有息债务规模大幅增长, 债务偿还压力加大, 及存在一定或有负债风险, 公司未对本期债券抵押资产进行跟踪评估等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2018 年永嘉县完成地区生产总值 414.46 亿元, 较上年增长 8.60%, 区域经济保持较快增长, 继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司收入来源多元化且部分业务在区域内具有一定垄断性。2018 年, 公司实现主营业务收入 89,507.29 万元, 大幅增长 108.56%。公司主营业务收入主要来源于新增农房集聚回迁房销售收入、水的生产和供应收入、交通运输收入、化学原料及化学制品销售收入以及电力的生产和供应收入等, 部分业务具有一定的区域垄断性, 且收入来源多样化。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2018 年公司子公司永嘉县建设投资集团有限公司（以下简称“永嘉建投”）收到的高于其注册资本占比的少数股东投入的款项，该资本溢价增加资本公积 6,459.00 万元；政府代购材料免费给予公司，增加资本公积 425.91 万元。政府补助方面，2018 年公司获得永嘉县政府补助 27,680.12 万元，虽较上年有所下降，但规模仍较大，有效提升了公司的利润水平。
- **国有土地使用权抵押担保继续有效提升了本期债券的信用水平。**公司以合法拥有的评估价值为 202,524.73 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，评估基准日为 2014 年 2 月 26 日，为本期债券未偿付本金及一年利息的 3.96 倍，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以其他应收款、存货和无形资产为主，截至 2018 年末，公司其他应收款、存货和无形资产合计占资产总额的 83.87%；其他应收款主要系与关联方、政府部门或行政性投资主体的往来款，对资金形成较大占用；存货主要为各类在建项目开发成本及土地使用权，部分已抵押，且资金回流受到政府财力、资金安排的影响，具有较大的不确定性；无形资产以国有土地使用权为主，账面价值占比 54.19%的土地使用权已被抵押，公司资产流动性较弱。
- **公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。**公司在建工程较多，截至 2018 年末，公司主要在建的农房集聚回迁房项目、水务项目、建筑工程项目和公益道路项目的合计总投资 141.85 亿元，尚需投入资金 61.53 亿元，资金缺口较大，面临较大的资金压力。
- **有息债务规模大幅增长，债务偿还压力加大。**截至 2018 年末，资产负债率较上年提升 2.36 个百分点至 63.78%，公司有息负债余额为 83.54 亿元，同比增长 17.91%，占公司负债总额的 56.45%，其中短期有息债务 24.78 亿元，债务偿还压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额 7.94 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 9.44%，担保对象主要系永嘉县政府下属的单位或公司的关联单位，企业性质主要为国企，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **公司未对本期债券抵押资产进行跟踪评估。**根据本期债券的《抵押资产监管协议》，抵押资产的年度评估报告基准日期应为本期债券当年的付息首日，其出具应不迟于本期债券当年的付息首日后的 30 个工作日。近年公司未对抵押资产进行跟踪评估，

抵押资产的价值可能存在一定的变动。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	2,320,393.51	2,133,992.52	1,620,939.45
所有者权益	840,455.06	823,321.11	684,214.29
有息债务	835,429.13	708,513.50	459,412.16
资产负债率	63.78%	61.42%	57.79%
流动比率	2.03	2.11	1.70
营业收入	91,774.28	44,918.77	43,147.46
其他收益	27,680.12	36,498.54	-
营业外收入	43.19	200.03	22,598.53
利润总额	9,250.88	16,122.19	10,266.41
综合毛利率	13.60%	27.05%	35.13%
EBITDA	35,755.02	49,425.22	36,713.78
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.62	1.98
经营活动现金流净额	20,794.84	-72,385.53	-22,375.07

注：2017年数据采用2018年审计报告期初数

资料来源：公司2016及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2014年11月12日发行7年期8亿元公司债券，募集资金原计划3亿元用于永嘉县桥下镇新区农房改造集聚区建设工程；5亿元用于瓯北12#地块农房改造集聚一期建设项目。根据公司出具的说明，本期债券使用公司一般账户归集，截至2018年末，公司一般账户余额为68.85万元。

二、发行主体概况

2018年度，公司注册资本与实收资本未发生变化，公司注册资本和实收资本为10,000.00万元。控股股东由永嘉县财政局变更为永嘉县国有资产投资集团有限公司¹，实际控制人未发生变化，仍为永嘉县财政局。2018年公司业务范围未发生变化。

图1 截至2019年4月30日公司的产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，公司纳入合并范围子公司共有41家，较2017年公司合并范围新增2家子公司，减少2家子公司。公司合并报表范围变化情况详见下表。

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018年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
永嘉县交运劳动服务有限公司	100.00%	200.00	劳务派遣业务	投资设立
永嘉县山川水质检测有限公司	100.00%	50.00	饮用水水质检测	投资设立

¹ 2018年控股股东名称由“永嘉县国有资产经营有限公司”更名为“永嘉县国有资产投资集团有限公司”。

2、2018 年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
永嘉县水利投资集团有限公司	86.65%	25,000.00	水利基础设施投资建设等	并入原永嘉县交通投资集团有限公司，合并后原永嘉县交通投资集团有限公司更名为永嘉县建设投资集团有限公司。
永嘉县城市投资集团有限公司	86.65%	8,000.00	城市道路、基础设施投资等	

资料来源：公司 2018 年审计报告，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2 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
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

永嘉县经济持续增长，增速有所回落，固定资产投资增速明显下降

2018年永嘉县完成地区生产总值414.46亿元，较上年增长8.6%，增速有所回落，但增速仍较快。其中，第一产业增加值14.61亿元，同比增长4.1%；第二产业增加值177.40亿元，同比增长8.4%；第三产业增加值222.45亿元，同比增长9.1%。国民经济三次产业结构由上年的3.8：45.8：50.4优化为3.5：42.8：53.7，第三产业比重比上年提高0.2个百分点。按户

籍人口计算，2018年永嘉县人均地区生产总值42,244元，同比增长7.4%，是全国人均地区生产总值的65.35%，经济发展水平较低。

工业仍然是推动永嘉县经济发展的重要动力，2018年永嘉县规模以上工业总产值为277.72亿元，同比增长13.8%，其中轻、重工业总产值分别为122.70和155.02亿元，分别同比增长6.1%和20.7%。鞋业、服装、泵阀、纽扣拉链、教玩具五大产业产值196.68亿元，增长13.4%，占全部规上工业总产值比重70.8%。2018年永嘉县实现工业增加值126.20亿元，比上年增长9.3%，规模以上工业中，高新技术产业增加值34.03亿元，同比增长10.6%，占规模以上工业的比重为55.0%；装备制造业增加值26.39亿元，同比增长17.3%，占规模以上工业的比重为42.7%；战略性新兴产业增加值6.11亿元，同比增长20.7%，占规模以上工业的比重为9.9%。

固定资产投资增速存在明显下降，2017-2018年永嘉县固定资产投资增长率分别为13.5%和8.3%，增速明显下降。2018年永嘉县房地产开发投资比上年增长7.4%；房屋施工面积362.40万平方米，同比减少29.2%，竣工面积81.35万平方米，同比减少31.7%；商品房销售面积118.81万平方米，同比增长7.3%。消费情况持续向好，对当地经济的拉动效果仍较为显著，2018年实现社会消费品零售总额186.1亿元，比上年增长10.6%。其中，城镇消费品零售额152.4亿元，同比增长9.7%；乡村消费品零售额33.7亿元，同比增长14.0%。对外经济增速大幅增长，2018年永嘉县进出口总额为55.03亿元，增速高达15%，较上年增速增加9.6个百分点。金融方面，2018年永嘉县金融机构本外币存贷款余额695.90亿元，比上年末增长14.5%，其中人民币存款余额689.71亿元，同比增长14.7%。

表3 2017-2018年永嘉县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	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	414.46	8.6%	383.52	9.3%
第一产业增加值	14.61	4.1%	14.60	4.6%
第二产业增加值	177.40	8.4%	175.60	8.2%
第三产业增加值	222.45	9.1%	193.32	10.7%
工业增加值	126.20	9.3%	133.29	9.1%
固定资产投资	-	8.3%	342.90	13.5%
社会消费品零售总额	186.13	10.6%	177.56	12.5%
进出口总额	55.03	15%	51.16	5.4%
人民币存款余额	689.71	14.7%	607.60	10.5%
人民币贷款余额	633.66	16.2%	545.69	11.9%
人均 GDP（元）		42,244		39,333
人均 GDP/全国人均 GDP		65.35%		65.93%

注：2018年固定资产投资数据缺失
 资料来源：2017-2018年永嘉县国民经济和社会发展统计公报

2018年，永嘉县完成财政总收入为56.30亿元，同比增长11.6%，公共财政收入为35.07亿元，同比增长11.0%。其中，税收收入28.19亿元，同比增长11.9%，税收收入在公共财政收入中占比为80.38%，公共财政收入的质量较好。财政支出方面，2018年永嘉县公共财政支出为81.53亿元，同比增长10.2%。2018年永嘉县公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度为43.01%，财政自给水平较低。

四、经营与竞争

公司是永嘉县基础设施建设、水资源开发、水务、交通运输等项目的投融资、运营和管理方面的重要平台。2018年，公司实现主营业务收入89,507.29万元，大幅增长108.56%，主要系2018年公司新增农房集聚回迁房销售收入所致。公司主营业务收入主要来源于新增农房集聚回迁房销售收入、水的生产和供应收入、交通运输收入、化学原料及化学制品销售收入以及电力的生产和供应收入等。毛利率方面，2018年交通运输业务亏损较多，且新增农房集聚回迁房销售收入规模大但毛利率为负的影响，公司主营业务毛利率下滑至12.12%。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
农房集聚回迁房销售	44,699.42	-0.32%	-	-
水的生产和供应	21,533.22	42.26%	19,732.15	32.93%
交通运输	9,219.30	-30.79%	10,598.22	3.99%
化学原料及化学制品	4,480.85	36.11%	4,347.95	22.83%
电力的生产和供应	2,039.53	42.89%	2,297.69	44.64%
建筑工程	1,227.61	17.73%	558.43	23.96%
其他服务	6,307.36	32.05%	5,381.68	27.30%
合计	89,507.29	12.12%	42,916.13	24.56%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

水的生产和供应业务仍是公司营业收入的主要来源之一，2018年该项业务收入与毛利率有所上升

公司水的生产和供应业务主要由子公司永嘉县水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责运营。水务集团承担了向永嘉县全县沿江建制镇建成区的自来水供应业务，以及向县外的原水供应业务。水的生产和供应收入是公司营业收入的主要来源，2018年公司

实现水的生产和供应收入21,533.22万元，较上年增加9.13%。2018年公司自来水日供水能力增至25万吨，管网长度由2017年的587公里增至598公里，供水范围仍为沿江8镇与街道，全年实现供水量5,031万吨、售水量3,894万吨，分别同比增加4.10%、5.64%。2018年公司水的生产和供应业务毛利率为42.26%，较上年上升9.33个百分点，主要系当年温州市降水量有所回升，原水成本回落，导致公司供水业务毛利率有所上升。同时我们关注到，公司供水业务的产销差率仍然过高，较高的产销差水量²对公司供水业务的盈利情况产生一定影响。

表5 公司2017-2018年自来水供应业务情况

年份	供水量 (万吨)	售水量 (万吨)	供水范围	供水能力 (万吨/日)	产销差率
2018年	5,031	3,894	沿江8镇、街道	25.00	22.60%
2017年	4,833	3,686	沿江8镇、街道	23.00	23.69%

资料来源：公司提供

目前水务集团主要对上塘、瓯北等地区进行供水，2018年供水及污水处理价格均与上年保持一致。详见表6和表7。

表6 上塘城市供水及污水处理价格

年份	项目	用水量阶梯 (吨)	水价(元/吨)	污水处理价格(元/吨)
2018年	居民生活用水	0-264	2.25	0.85
		264-456	3.30	
		456以上	6.45	
	非居民生活用水	-	3.15	1.20
	特种行业用水	-	6.15	

注：污水处理费和水资源费均包含在水价中。

资料来源：公司提供

表7 瓯北城市供水及污水处理价格

年份	项目	水价(元/吨)	污水处理价格(元/吨)	水资源费(元/吨)
2018年	居民生活用水	2.40	0.85	0.685
	非居民生活用水	2.80	1.20	0.685
	特种行业用水	3.10	1.20	0.685

注：水价中未包含水处理费和水资源费。

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司水务业务主要在建项目均在在建工程中归集，主要为上塘中心污

²产销差水量=未计费水量+失窃水量+漏失水量+由于水表精度误差损失水量，售水量=供水量×(1-产销差率)

水净化站、桥下污水处理厂工程、网管改造工程、桥下水厂和楠溪江供水工程等，预计总投资9.87亿元，尚需投资7.55亿元。随着水务工程不断建设完工，永嘉县的沿江城镇的供排水将进一步完善，公司水的生产和供应收入规模也有望得到提升。

表8 截至2018年末公司水务业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	期末已投资	尚需投资额
上塘中心污水净化站	2,561.00	1,715.93	845.07
桥下污水处理厂工程	2,751.00	3,080.04	-
网管改造工程	10,938.00	36.57	10,901.43
桥下水厂	10,881.00	6,641.16	4,239.84
楠溪江供水工程	71,617.00	12,132.80	59,484.20
合计	98,748.00	23,606.50	75,470.54

注：两馆工程已完工转固，网管改造工程经审计后对2018年末余额作出调整，故已投资金额较上年有所减少。

资料来源：公司提供

受轨道交通分流影响，2018年交通运输部分板块业务量有所下滑，处于经营亏损状态

公司的交通运输收入主要来源于子公司永嘉县长途汽车运输公司、永嘉县联运公司和永嘉县轮船公司三家子公司，此外还有永嘉县金瓯客运公司、永嘉县楠溪江交通旅游有限公司和永嘉县五洲交通有限公司运营相关业务。

2018年永嘉县长途汽车运输公司平均每月投入客运车辆367辆，较上年减少103辆客运车辆，客运线路由2017年的102条降至63条，受此影响，2018年公司客运量为1,964.00万人次，较上年下降18.76%。永嘉县联运公司拥有公路客运班车237辆，2018年运送旅客594.27万人次，较上年下降26.27%。永嘉县轮船公司拥有2万平方米占地面积的码头，主要经营瓯北至温州客运和车渡营运，因跨江大桥通车后，2018年公司车渡业务不再经营。2018年，公司取得交通运输收入9,219.30万元，较上年下降13.01%，仍是公司主营业务收入的主要来源之一。2018年公司交通运输业务毛利率大幅下降至-30.79%，收入和毛利率均呈下降趋势主要原因一是公路运输受高铁分流影响，近两年温州市及永嘉县较快的轨道交通发展分流了部分公路运输客源，对传统的公路交通运输行业形成一定的冲击；二是2018年公司不再经营车渡及客渡业务；三是永嘉县当地修建完成了一些桥梁，减少了水路运输需求量，但成本并未相应减少，故公司毛利率有所下降。目前看来，该项业务处于经营亏损状态，长期将面临较大的压力。

表9 2017-2018年公司交通运输业务运营情况

子公司	项目	2018年	2017年
永嘉县长途汽车运输公司	车辆数量（辆）	367.00	470.00
	客运线路（条）	63.00	102.00
	客运量（万人次）	1,964.00	2,417.60

	客运周转量（亿人公里）	4.90	10.19
永嘉县联运公司	客运班车（辆）	237	214
	旅客运送量（万人次）	594.27	806
永嘉县轮船公司	客渡船（艘）	3	3
	客流量（万人次）	-	372.71

资料来源：公司提供

公司化学原料及化学制品业务收入较稳定，对营业收入形成稳定补充

公司化学原料及化学制品收入主要来自特许工业爆破用品及剧毒化学品的销售，其中爆破用品主要在温州市各区、永嘉县销售，而剧毒化学品因运输安全问题，集中在永嘉县内销售。因爆破用品及剧毒化学品的销售须取得特许经营资格，该业务客户相对稳定，并具有较强的区域竞争能力。一般而言，爆破用品及剧毒化学品市场需求不大，且受该业务产品运输资质影响较大，公司难以大规模扩张生产并销售，因此收入规模相对较小。

2018年公司实现化学原料及化学制品销售收入4,480.85万元，较上年小幅增加3.06%，毛利率大幅增长至36.11%，较上年上升13.28个百分点，主要系受市场影响部分化工产品销售价格上升所致。

受谷电占比上升影响，2018年公司电力生产和供应收入有所下降

公司电力生产和供应业务主要来源于公司下属的金溪水电站，该水电站位于浙江省永嘉县小楠溪江上游的巽宅镇境内，距离永嘉县城上塘镇59公里，是一座以发电为主，结合防洪、灌溉、旅游、供水等综合效益的基础设施工程，电站装机2×8,000千瓦，水库集雨面积118平方公里，总库容1,937万立方米。受总降水量和总来水量上升的影响，2018年公司上网电量增至3,005.49万千瓦时，同比上升9.73%，实现电力的生产和供应收入2,039.53万元，同比下降11.24%，上网电量与电力的生产与供应收入变动方向出现背离的原因系当年低单价的谷电³占比高于上年谷电占比。2018年该项业务的毛利率为42.89%，较上年下降1.75个百分点，主要系公司电力业务收入有所下降，成本支出较为固定，导致该业务毛利率有所下降。

总体来看，公司电力生产和供应业务收入有所下降，但整体下降幅度不大，对公司盈利形成一定补充。

表10 2017-2018年金溪水电站主要运营指标

项目	2018年	2017年
总降水量（毫米）	1,535.60	1,476.50
总来水量（万立方米）	10,900.04	9,927.08
上网电量（万千瓦时）	3,005.49	2,738.96

资料来源：公司提供

³ 公司谷电单价为0.228元/千瓦时，峰电单价0.55元/千瓦时。

2018年公司新增农房集聚回迁房销售收入，规模较大，但毛利为负呈现亏损状态，建筑工程业务在建项目仍较多，业务持续性较好，但该部分收入受项目建设、销售进度以及政府回购安排的影响较大，具有一定的不确定性，同时尚需投入资金较大，公司面临较大的资金压力

公司是永嘉县基础设施建设的重要主体，近年承担大量基础设施建设任务。公司目前主要在建项目为农房改造集聚建设工程，公司将通过销售房产、处置平整地块回笼投入资金，其中将要销售的房产主要为在建农房改造集聚建设工程完工后的住房，根据政府定价对符合区域的农房住户进行销售，未能销售部分由政府予以回购。其余项目公司采取与政府签订项目回购协议模式，由公司进行投资建设，项目竣工决算后由政府分期支付回购资金。

2018年公司新增农房集聚回迁房销售业务，主要系本期债券募投项目之一桥下镇新区农房改造集聚区建设工程确认收入44,699.42万元，毛利率为-0.32%，毛利率为负的原因主要是该部分农房集聚回迁房为保障房项目，兼具公益性质，销售价格由政府规定，远低于市场价格，且核算时计入土地成本，故毛利率整体为负。根据永嘉县人民政府【2017】198号抄告单，前期土地征用、拆迁等前期土地整理方面成本均由县财政承担，所需资金先由公司统一垫付，后期县财政将根据实际垫付金额统筹安排还款。公司农房集聚回迁房销售收入规模较大，虽毛利率为负，但后期政府将补偿土地整理方面成本，一定程度上可以平衡公司该项业务损益。此外，2018年公司实现建筑工程收入1,227.61万元，同比增加119.83%，主要系建筑工程类业务量增长所致。该部分收入受项目建设、销售进度以及政府回购安排的影响较大，收入具有一定的不确定性。

公司在建项目瓯北大桥、阳光大道工程、人才公寓等采取与政府签订项目回购协议模式，由公司进行投资建设，项目竣工决算后由政府分期支付回购资金，未来收入有较好的保障。截至2018年末，公司在建项目较多，预计总投资62.34亿元，累计已投资44.03亿元，尚需投入20.26亿元，公司面临较大的资金压力。

本期债券募投项目之一桥下镇新区农房改造集聚区建设工程已完工转入存货，发行时的项目经济效益测算显示：根据永嘉县农房改造集聚建设的相关规定，在农房销售收入方面，住宅面积暂按3,500元/平方米计价，商业用房面积暂10,000元/平方米计价；950个停车位作为配套赠送，399个停车位暂按5万/个计价。据此测算，该项目预计可取得住宅销售收入56,609.21万元，商业用房销售收入11,685.70万元，停车位销售收入1,995.00万元，总计70,289.91万元⁴。2018年该项目实际实现农房集聚回迁房销售收入44,699.42万元，存货

⁴ 发行时的项目经济效益测算将住宅面积暂按3,500元/平方米计价，商业用房面积暂10,000元/平方米，

中尚有74,031.90万元库存商品待出售。

本期债券的另一募投资项目瓯北12#地块农房改造集聚一期建设项目仍在建设中，截至2018年末，已投资金额为112,399.88万元。项目完工后，根据永嘉县农房改造集聚建设的相关规定，在农房销售收入方面，住宅销售暂4,000元/平方米计价，商业用房销售暂12,000元/平方米计价；990个停车位作为配套赠送，39个停车位暂按5万/个计价。据此测算，该项目预计可取得住宅销售收入59,002.70万元，商业用房销售收入8,113.80万元，停车位销售收入195.00万元，总计67,311.50万元。

表11 截至2018年末公司农房集聚与建筑工程业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否回购
桥头新城农房集聚工程	18,120.00	19,815.75	-	否
瓯北 12#江头-宁浦农房集聚工程	119,500.00	112,399.88	7,100.12	否
瓯北 13#地块农房集聚工程	139,500.00	74,357.16	65,142.84	否
屿门-黄屿农房集聚建设工程	53,511.30	47,670.87	5,840.43	否
瓯北 14#后江农房集聚建设工程	47,000.00	14,852.03	32,147.97	否
阳光大道工程	30,552.59	44,728.90	-	是
瓯北大桥	42,500.00	45,108.86	-	是
人才公寓	30,000.00	31,008.43	-	是
瓯北三江标准堤工程	142,706.38	50,329.41	92,376.97	否
合计	623,390.27	440,271.29	202,608.33	-

注：经审计确认，2017年末在建建筑工程业务中的标准堤塘第一阶段工程、标准堤塘第二阶段工程、标准堤塘第三阶段工程以及瓯北西段标准堤工程均为瓯北三江标准堤工程组成部分，2018年末已投资金额实际为50,329.41万元。

资料来源：公司提供

永嘉建投（原名称为永嘉县交通投资集团）主要业务为交通方面的基础设施建设，并负责相关项目的投融资和管理。2016年7月18日，永嘉县人民政府将永嘉建投100%的股权整体划转给公司。截至2018年末，永嘉建投在建工程总投资69.64亿元，已投资35.91亿元，尚需投资33.72亿元，主要为公益性路产，包括永缙线、104国道、41省道、雁楠公路等重要交通枢纽道路。根据永嘉县人民政府与永嘉建投签订的《建设项目回购协议书》，永嘉建投负责公益性路产的投融资和建设管理，项目建成后由永嘉县人民政府按照回购约定对项目进行回购，回购金额为永嘉建投实际投资额、项目融资成本与实际投资额加计2%的投资回报收益，具体项目的回购时间未约定，存在不确定性。根据永嘉建投与政府签订的回购协议，永嘉建投未来收入较有保障，但在建工程尚需投入资金较大，加大了公司的资金压力。

低于实际售出时的单价。

表12 截至2018年末永嘉建投在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
永缙线改建工程	26,000.00	7,070.00	18,930.00
104 三江至李浦线工程	32,565.00	17,600.00	14,965.00
41 南复线岩头至大若岩工程	88,913.00	57,568.00	31,345.00
41 瓯北至沙头改建工程（沙上段）	79,138.00	60,150.00	18,988.00
104 国道温州西过境永嘉段	158,640.00	46,294.78	112,345.22
雁楠公路	54,500.00	11,300.00	43,200.00
永缙公路碧莲过境段改建工程	5,418.00	1,920.00	3,498.00
沙头石埠至西洋道路工程	8,250.00	4,600.00	3,650.00
41 省道岭下至上塘段改建工程	22,000.00	679.63	21,320.37
41 省道福佑至沙头段工程	220,600.00	151,758.79	68,841.21
104 国道乌牛至三桥段路灯改造工程	342.00	188.84	153.16
合计	696,366.00	359,130.04	337,235.96

注：已投资额全部为永嘉建投的投资额；2018年上述项目名称有做细微变更；
资料来源：公司提供

公司获得的外部支持力度仍较大

2018年公司继续获得永嘉县政府的大力支持，其中子公司永嘉建投收到的高于其注册资本占比的少数股东投入的款项，该资本溢价增加资本公积6,459.00万元；政府代购材料免费给予公司，增加资本公积425.91万元。政府补助方面，2018年公司获得永嘉县政府补助27,680.12万元，虽较上年有所下降，但规模仍较大，有效提升了公司的利润水平。

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勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）⁵审计并出具的标准无保留意见的2018年度审计报告，2017年数据采用2018年度审计报告期初数。2018年度公司审计报告合并范围新增加永嘉县交运劳动服务有限公司和永嘉县山川水质检测有限公司2家子公司，2018年度公司审计报告合并范围减少永嘉县水利投资集团有限公司和永嘉县城市投资有限公司2家子公司，这两家公司并入公司子公司永嘉县交通投资集团有限公司后已注销，合并后原永嘉县交通投资集团有限公司更名为永嘉县建设投资集团有限公司，截至2018年12月31日，纳入公司合并范围的子公司共有41家，详见附录二。

资产结构与质量

⁵ 2018年会计师事务所由中汇会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙），公司表示系正常合同到期所致。

公司资产规模稳定增长,应收款项和存货规模占比较大,部分土地使用权已用于抵押,整体资产流动性较弱

截至2018年末,公司总资产规模为232.04亿元,同比增长8.73%。从资产结构来看,公司流动资产占比相对较高,占总资产的75.85%,较上年提升2.88个百分点。

公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款和存货。截至2018年末,公司货币资金余额为18.81亿元,同比大幅增长114.13%,公司货币资金主要为银行存款,其中0.12亿元为定期存款和旅行社业务保证金专户资金,使用受限,受限比例较低。截至2018年末,公司其他应收款规模为45.85亿元,占资产总额的19.76%,主要为应收永嘉瓯北城市新区管理委员会、永嘉县财融投资有限公司、永嘉县瓯北城市投资集团有限公司、永嘉三江商务区管理委员会和永嘉县上塘中心城区管委会等单位的暂借款;由于往来单位主要为关联方、政府部门或行政性投资主体,坏账损失风险相对较小,但规模较大,对公司营运资金形成较大程度的占用且回收时间存在一定的不确定性。存货是公司最主要的资产项目,主要为开发成本和库存商品,其中库存商品主要为桥下镇新区农房改造集聚区项目的待售房产。截至2018年末,公司存货账面价值合计110.22亿元,同比增长9.02%,其中存货中账面价值为1.97亿元部分已用于宁波银行温州瓯海支行借款抵押,抵押比例较低。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。截至2018年末,公司固定资产账面价值为9.33亿元,主要系房屋及建筑物、机器设备及运输工具构成,较上年下降4.84%,主要系正常折旧所致,其中1.64亿元固定资产用于向永赢金融租赁有限公司融资使用受限。公司在建工程主要为桥下镇孵化园项目、楠溪江供水工程等,截至2018年末,在建工程账面价值为7.32亿元,同比下降5.48%,主要系两馆项目移交至其他单位冲销在建工程所致。截至2018年末,公司无形资产账面价值为38.54亿元,同比下降1.83%,占资产总额的比重为16.61%,主要系国有土地使用权,土地账面价值共计为38.46亿元,土地性质均为出让,土地用途主要为城镇住宅、其他商服用地,账面价值为20.88亿元的土地资产已被抵押,在无形资产的土地使用权中占比为54.19%。

总体来看,公司资产规模较大,资产主要为其他应收款、开发成本和土地资产,应收款项对公司营运资金形成较大占用且回收时间存在不确定性,无形资产中占比高达54.19%的土地使用权用于抵押,资产流动性较弱。

表13 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	188,099.05	8.11%	87,842.80	4.12%
其他应收款	458,507.91	19.76%	449,099.54	21.05%

存货	1,102,153.07	47.50%	1,010,992.78	47.38%
流动资产合计	1,760,095.24	75.85%	1,557,224.19	72.97%
固定资产	93,336.53	4.02%	98,088.11	4.60%
在建工程	73,214.16	3.16%	77,460.12	3.63%
无形资产	385,434.96	16.61%	392,639.44	18.40%
非流动资产合计	560,298.26	24.15%	576,768.33	27.03%
资产总计	2,320,393.51	100.00%	2,133,992.52	100.00%

资料来源：公司 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入大幅增长，但主营业务盈利能力明显下降，利润对其他收益的依赖程度很高

2018年，公司实现营业收入9.18亿元，较上年大幅增长104.31%，主要系安置房业务板块新增农房集聚回迁房销售收入较大所致。公司收入主要来源于2018年新增的农房集聚回迁房销售业务以及公司原有业务，包括水的生产和供应收入、交通运输收入、化学原料及化学制品收入和电力的生产和供应收入，2018年上述原有业务收入较去年变化不大。从综合毛利率水平来看，公司综合毛利率由2017年的27.05%降至13.60%，主要是由于2018年交通运输业务亏损较多。2018年公司营业利润为0.93亿元，其中其他收益为2.77亿元，占营业利润的298.58%，公司盈利水平对政府补助的依赖程度很高。

总体来看，公司营业收入大幅增长，但主营业务盈利能力一般，营业利润对其他收益依赖程度很高。

表14 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	91,774.28	44,918.77
其他收益	27,680.12	36,498.54
营业利润	9,270.53	16,226.95
利润总额	9,250.88	16,122.19
综合毛利率	13.60%	27.05%

资料来源：公司 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司经营活动现金流量净额由负转正，主要通过外部融资满足资金需求，后续项目资金需求仍然较大，公司未来存在较大的资金压力

2018年，公司收现比增长至1.21，表现较好。2018年公司经营性现金流入33.91亿元，

同比大幅增长176.48%，主要为部分安置房项目实现销售收款所致，同时，2018年公司收到较大规模往来款，综合影响下，2018年公司经营活动现金净额由负转正，净流入规模为2.08亿元。投资活动方面，2018年公司支付的理财资金较上年大幅减少，因此当年的投资活动现金净流出规模大幅下降，为净流出2.19亿元。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和发行债券，筹资活动现金流出主要为公司偿还银行借款，受公司借款规模大幅增加影响，2018年公司筹资活动现金净流入10.02亿元，为公司的经营活动提供了一定的支撑。

截至2018年末，公司主要在建的农房集聚回迁房项目、水务项目、建筑工程项目和公益道路项目的合计总投资141.85亿元，尚需投入资金61.53亿元，公司面临较大的资金缺口。

表15 2017-2018年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.21	1.10
销售商品、提供劳务收到的现金	110,791.02	49,256.56
收到的其他与经营活动有关的现金	228,308.78	73,403.91
经营活动现金流入小计	339,134.20	122,660.47
购买商品、接受劳务支付的现金	135,498.85	119,652.86
支付的其他与经营活动有关的现金	151,069.98	55,451.96
经营活动现金流出小计	318,339.36	195,046.00
经营活动产生的现金流量净额	20,794.84	-72,385.53
投资活动产生的现金流量净额	-21,896.03	-157,867.87
筹资活动产生的现金流量净额	100,154.90	254,570.66
现金及现金等价物净增加额	99,053.71	9,304.17

资料来源：公司2018年度审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增长，债务偿还压力加大

截至2018年末，公司所有者权益为84.05亿元，较上年略有增加。2018年末公司负债总额147.99亿元，较上年末增加12.91%。公司负债与所有者权益比率由2017年的159.19%增至176.09%，净资产对负债的保障程度有所下降。

表16 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	1,479,938.44	1,310,671.41
所有者权益	840,455.06	823,321.11
产权比率	176.09%	159.19%

资料来源：公司2018年度审计报告，中证鹏元整理

从负债构成来看，公司以流动负债为主，截至2018年末，公司流动负债86.73亿元，

占负债总额的58.61%，占比有所上升。

公司流动负债主要包括短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2018年末公司短期借款为9.00亿元，全部为保证借款，较上年大幅增长133.77%。2018年末公司其他应付款52.92亿元，同比增长9.45%，主要为应付永嘉县财政局、永嘉县国有资产投资集团有限公司等单位的暂借款，公司无需支付利息且实际偿还弹性较大。公司一年内到期非流动负债为15.78亿元，系一年内到期的长期借款（13.90亿元）和一年内到期的应付债券（1.60亿元），公司短期内偿付压力较大。

非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末公司长期借款为44.68亿元，同比增加12.93%；应付债券为本期债券、“16永专01”和“17永专债”，2018年应付债券期末余额为13.15亿元；长期应付款主要为应付永赢金融租赁有限公司的融资租赁款，期末余额为9,370.27万元。

表17 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
短期借款	90,000.00	6.08%	38,500.00	2.94%
其他应付款	529,215.48	35.76%	483,525.80	36.89%
一年内到期的非流动负债	157,790.83	10.66%	127,211.43	9.71%
流动负债合计	867,335.13	58.61%	737,954.87	56.30%
长期借款	446,765.86	30.19%	395,614.86	30.18%
应付债券	131,509.27	8.89%	147,187.21	11.23%
长期应付款	9,370.27	0.63%	-	0.00%
非流动负债合计	612,603.31	41.39%	572,716.53	43.70%
负债合计	1,479,938.44	100.00%	1,310,671.41	100.00%
有息债务	835,429.13	56.45%	708,513.50	54.06%

资料来源：公司2018年度审计报告，中证鹏元整理

2018年公司有息负债规模继续增长，截至2018年末，公司有息负债余额为83.54亿元，同比增长17.91%，占公司负债总额的56.45%，其中短期有息债务24.78亿元，占有息债务的29.66%。整体来看，公司有息负债规模大幅增加，随着债券本金开始偿付，公司未来偿债压力将逐渐加大。

从偿债指标来看，2018年公司债务融资规模进一步增加，公司资产负债率升至63.78%。2018年公司流动比率降至2.03，考虑到公司流动资产以其他应收款和存货为主，实际流动性较弱，因此流动资产对流动负债的实际保障程度一般。受政府补助大幅下降影响，2018年公司利润总额下降明显，公司EBITDA利息保障倍数降至1.21，有息负债/EBITDA大幅升至23.37，公司面临较大的偿债压力。

表18 2017-2018年公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	63.78%	61.42%
流动比率	2.03	2.11
EBITDA (万元)	35,755.02	49,425.22
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.62
有息负债/EBITDA	23.37	14.34

资料来源：公司 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，有效提升了本期债券的信用水平

为保障本期债券的本息偿付，公司以自身拥有的2宗国有土地使用权作为初始抵押资产为本期债券提供抵押担保，土地他项权利人为中国工商银行股份有限公司温州分行。

根据公司与中国工商银行股份有限公司温州支行签订的《抵押资产监管协议》，在本期债券的存续期间，公司应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构，按年对抵押资产的价值进行跟踪评估，并出具资产评估报告。根据浙江博南土地房地产评估规划有限公司2014年出具的最近一期“浙博地估（2014）字第014号”《土地评估报告》，上述抵押资产总价值202,524.73万元（评估基准日：2014年2月26日），具体如下表所示。本期债券的本息全部清偿完毕前，抵押资产抵押率不得低于1.5倍。公司提供的抵押土地价值为本期债券未偿付本金及一年利息的3.96倍，尚存在2.46倍的可释放空间，有效提升了本期债券的信用水平。我们注意到，根据本期债券的《抵押资产监管协议》，抵押资产的年度评估报告基准日期应为本期债券当年的付息首日，其出具应不迟于本期债券当年的付息首日后的30个工作日。近年公司未对抵押资产进行跟踪评估，抵押资产的价值可能存在一定的变动。

表21 本期债券抵押资产情况

土地证号	地类 (用途)	使用权 类型	面积 (平方米)	单位面积地价 (元/平方米)	评估价值 (万元)
永嘉国用（2012） 第 03-00522 号	住宅	出让	1,223.40	16,822.37	202,524.73
永嘉国用（2012） 第 03-00523 号	住宅	出让	119,166.70		
合计	-	-	120,390.10	-	202,524.73

资料来源：浙博地估（2014）字第 014 号评估报告

七、或有事项分析

（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），公司本部不存在未结清不良类信贷记录。2019年2月21日，公司发生一笔欠息记录，欠息金额为30,773.33元。根据公司提供的福建海峡银行股份有限公司温州分行出具的说明，此笔欠息记录系因公司、永嘉县国有企业项目融资工作小组办公室与银行的贷款利率衔接问题，产生逾期记录，应属公司非恶意逾期，该笔欠息已于2019年2月22日成功扣款，人民银行征信系统显示扣息改变日期为2019年2月24日成功扣款，与实际不符。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保余额79,368.09万元，占2018年末所有者权益的9.44%，担保对象主要系永嘉县政府下属公司或公司的关联单位，企业性质主要为国企，均未采取反担保措施，公司存在一定的或有负债风险，详细情况如下表所示。

表19 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

担保类型	被担保主体	担保金额	担保到期日	是否有反担保
关联方担保	永嘉旅游投资集团有限公司	13,500.00	2020/11/27	否
关联方担保	永嘉旅游投资集团有限公司	7,000.00	2020/11/22	否
关联方担保	永嘉旅游投资集团有限公司	10,000.00	2023/11/15	否
关联方担保	永嘉旅游投资集团有限公司	11,293.33	2023/11/19	否
非关联方担保	永嘉县嘉宁市政建设投资有限公司	18,774.77	2041/05/16	否
非关联方担保	永嘉县嘉宁市政建设投资有限公司	4,800.00	2031/12/26	否
非关联方担保	永嘉财融投资有限公司	2,000.00	2027/02/07	否
非关联方担保	永嘉财融投资有限公司	1,000.00	2022/04/21	否
非关联方担保	温州瓯江通道建设有限公司	11,000.00	2023/06/18	否
合计	-	79,368.09	-	-

资料来源：公司2018年度审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司主营业务收入主要来源于新增农房集聚回迁房销售收入、水的生产和供应收入、交通运输收入、化学原料及化学制品销售收入以及电力的生产和供应收入等，部分业务具有一定的区域垄断性，来源多样化；

公司获得的外部支持力度仍较大，并且国有土地使用权抵押担保继续有效提升了本期债券的信用水平。

中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱；公司在建项目规模较大，截至2018年末，公司主要在建的农房集聚回迁房项目、水务项目、建筑工程项目和公益道路项目的合计总投资141.85亿元，尚需投入资金61.53亿元，资金缺口较大，面临较大的资金压力；截至2018年末，公司有息负债余额为83.54亿元，同比增长17.91%，占公司负债总额的56.45%，其中短期有息债务24.78亿元，债务偿还压力加大；公司面临一定或有负债风险；公司未对本期债券抵押资产进行跟踪评估。

基于以上情况，中证鹏元决定维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为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	188,099.05	87,842.80	63,525.54
其他应收款	458,507.91	449,099.54	243,903.42
存货	1,102,153.07	1,010,992.78	774,412.81
无形资产	385,434.96	392,639.44	351,491.37
总资产	2,320,393.51	2,133,992.52	1,620,939.45
短期借款	90,000.00	38,500.00	32,160.00
其他应付款	529,215.48	479,877.48	385,499.85
一年内到期的非流动负债	157,790.83	127,211.43	156,916.67
长期借款	446,765.86	395,614.86	156,950.00
应付债券	131,509.27	147,187.21	113,385.49
长期应付款	9,370.27	-	-
总负债	1,479,938.44	1,310,671.41	936,725.16
有息债务	835,436.23	708,513.50	459,412.16
所有者权益	840,455.06	823,321.11	684,214.29
营业收入	91,774.28	44,918.77	43,147.46
营业利润	9,270.53	16,226.95	-12,202.48
其他收益	27,680.12	36,498.54	-
净利润	8,137.12	14,886.19	8,769.95
经营活动产生的现金流量净额	20,794.84	-72,385.53	-22,375.07
投资活动产生的现金流量净额	-21,896.03	-157,867.87	11,077.73
筹资活动产生的现金流量净额	100,154.90	254,570.66	20,601.52
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	13.60%	27.05%	35.13%
收现比	1.21	1.10	1.21
产权比率	176.09%	159.19%	136.91%
资产负债率	63.78%	61.42%	57.79%
流动比率	2.03	2.11	1.70
速动比率	0.76	0.74	0.49
EBITDA（万元）	35,755.02	49,434.18	36,713.79
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.62	1.98
有息债务/EBITDA	23.37	14.33	12.51

注：2017年数据采用2018年审计报告期初数

资料来源：公司2016及2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

序号	子公司名称	子公司类型	业务性质	注册资本
1	永嘉县三江新城开发有限公司	子公司	基础设施业	10,000
2	永嘉县上塘中心城区建设投资有限公司	子公司	基础设施业	6,000
3	永嘉县新农村建设投资有限公司	子公司	基础设施业	10,000
4	永嘉县岩坦镇新农村建设投资有限公司	孙公司	基础设施业	3,000
5	永嘉县大若岩镇新农村建设投资有限公司	孙公司	基础设施业	3,000
6	永嘉县碧莲镇新农村建设投资有限公司	孙公司	基础设施业	3,000
7	永嘉县巽宅镇新农村建设投资有限公司	孙公司	基础设施业	3,000
8	永嘉县桥头镇投资开发有限公司	孙公司	基础设施业	3,000
9	永嘉县枫林镇新农村建设投资有限公司	孙公司	基础设施业	3,000
10	永嘉县沙头镇新农村建设投资有限公司	孙公司	基础设施业	5,000
11	永嘉县长途汽车运输公司	子公司	交通运输业	626
12	永嘉县联运公司	子公司	交通运输业	358
13	永嘉县轮船公司	子公司	交通运输业	1,000
14	永嘉县铁路站场建设投资开发有限公司	子公司	基础设施业	2,000
15	永嘉县化工轻工公司	子公司	批发和零售业	388
16	永嘉县水务集团有限公司	子公司	水的生产和供应	15,000
17	永嘉县金溪水电有限公司	子公司	水力发电业	6,000
18	永嘉县山河供水有限公司	子公司	水的生产和供应	10,500
19	永嘉县桥下镇新农村建设投资有限公司	子公司	基础设施业	4,000
20	永嘉县上塘自来水有限公司	孙公司	水的生产和供应	1,020
21	永嘉县瓯北自来水有限公司	孙公司	水的生产和供应	4,500
22	永嘉县楠溪江供水有限公司	孙公司	水的生产和供应	4,500
23	永嘉县排水有限公司	孙公司	水的生产和供应	50
24	温州市民用爆破器材有限公司	孙公司	批发和零售业	200
25	温州市达安爆破器材配送服务有限公司	孙公司	物流业	100
26	永嘉县楠溪江山水旅游开发有限公司	孙公司	旅游业	500
27	永嘉县金瓯客运公司	孙公司	交通运输业	100
28	永嘉县楠溪江交通旅游有限公司	孙公司	交通运输业	72
29	永嘉县五洲汽车综合性能检测站	孙公司	服务业	200
30	永嘉县五洲交通有限公司	孙公司	交通运输业	600
31	永嘉县顺通市政工程安装有限公司	孙公司	基础设施业	50
32	永嘉县桥头自来水厂	孙公司	水的生产和供应	365
33	永嘉县乌牛自来水厂	孙公司	水的生产和供应	750
34	永嘉县瓯北泵阀工业园区开发有限公司	子公司	基础设施业	6,000
35	永嘉县保安服务有限公司	子公司	服务业	500

36	永嘉县一帆车辆检测有限公司	孙公司	服务业	100
37	永嘉县安保机动车检测有限公司	子公司	服务业	300
38	永嘉县嘉豪物业管理有限公司	孙公司	服务业	100
39	永嘉县建设投资集团有限公司	子公司	商务服务业	172,425
40	永嘉县交运劳动服务有限公司	孙公司	商务服务业	200
41	永嘉县山川水质检测有限公司	孙公司	专业技术服务业	50

注：永嘉县建设投资集团有限公司原名称为永嘉县交通投资集团有限公司

资料来源：公司 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

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	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+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	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+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

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。