2014年舟山市普陀区国有资产投资经营有限公司

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：

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼　　电话：0755-82872897
传真：0755-82872090　　邮编：518040　　网址：www.cspengyuan.com

中证鹏元
CSCI Pengyuan

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第【805】号 01

债券简称：
14 普陀国资债/ PR 普国资

债券剩余规模：
9.35 亿元

债券到期时间：
2022 年 06 月 20 日

债券偿还方式：
单利按年计息，在本期债券存续期的第 3 年至第 7 年末分别偿还本金的 15%，第 8 年末偿还本金的 25%

分析师：

姓名：
顾春霞　杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
guchx@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 年舟山市普陀区国有资产投资经营有限公司公司债券 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 26 日	2018 年 06 月 26 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”）对舟山市普陀区国有资产投资经营有限公司（以下简称“普陀国资”或“公司”）及其 2014 年 6 月 20 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外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司营业收入增长较快，业务持续性较好，获得的外部支持力度较大。但我们也关注到，公司整体资产流动性一般，且需关注其他应收款回收风险；公司在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力；有息债务持续增长，偿债压力较大及存在较大或有负债等风险因素。

正面：

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2018 年舟山市和普陀区分别实现地区生产总值 1,316.7 亿元和 437.46 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 6.7%和 6.6%，较好的外部环境为公司发展提供了良好基础。
- **公司营业收入增长较快，业务持续性较好。**作为普陀区重要的土地开发、基础设施建设主体，2018 年公司实现营业收入 15.59 亿元，同比增长 42.83%；截至 2018 年末区域内未来可供整理并出让的土地约 8,008 亩，公司主要代建基础设施和自主运营项目计划总投资合计 127.75 亿元，已投资 92.69 亿元，业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2018 年普陀区财政局通过债务置换减少公司债务合计 19.16 亿元，同时公司合计获得政府补助 1.09 亿元，有效提升了公司整体资本实力和盈利水平。

关注：

- **公司整体资产流动性一般。**截至 2018 年末公司资产中存货规模为 242.66 亿元，主要由开发成本构成，短期内集中变现能力较弱；其他应收款规模为 34.00 亿元，对营运资金形成占用，公司整体资产流动性一般。
- **公司在建项目投资规模较大，面临较大资金压力。**截至 2018 年末公司主要在建项目总投资合计 127.75 亿元，尚需投资 35.06 亿元，项目建设所需资金主要依赖于外部融资解决，公司面临较大资金压力。
- **公司有息债务规模持续增长，面临较大的债务偿付压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 199.64 亿元，同比增长 22.19%；同时公司资产负债率为 63.56%，EBITDA 利息保障倍数为 0.67，整体经营债务负担较重，公司面临较大的债务偿付压力。
- **公司对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额为 19.68 亿元，占期末所有者权益的比重为 13.32%，其中对民营企业的担保金额合计为 3.13 亿元，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	4,055,181.25	3,618,188.86	3,171,432.93
所有者权益	1,477,720.17	1,302,064.43	1,113,242.91
有息债务	1,996,380.96	1,633,860.05	1,441,554.83
资产负债率	63.56%	64.01%	64.90%
流动比率	4.30	4.07	4.72
营业收入	155,858.02	109,120.79	67,945.99
其他收益	1,937.62	0.00	0.00
营业外收入	9,329.25	11,477.41	2,348.60
利润总额	21,589.48	26,358.79	27,585.71
综合毛利率	32.03%	51.49%	52.47%
EBITDA	78,241.30	57,592.42	60,660.81
EBITDA 利息保障倍数	0.67	0.67	1.26
经营活动现金流净额	-371,826.67	33,652.80	-300,997.50

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

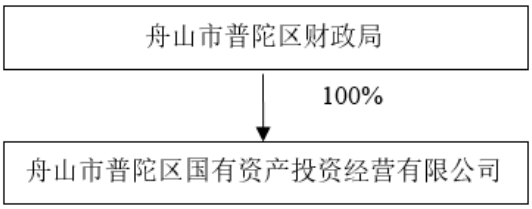
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年6月20日公开发行8年期17亿元公司债券，募集资金计划用于普陀区第三期保障性住房项目、普陀区第四期保障性住房项目、舟山国际水产城提升改造工程项目、海天大道（普陀段）改造工程项目、展茅上潘孙至勾山南岙公路工程项目、六横峧头至龙山公路工程项目、六横杜庄至台门公路工程项目、朱家尖大洞岙至西岙（南沙）公路建设工程项目和329国道舟山普陀勾山至小干连接线工程项目。截至2019年6月19日，本期债券募集资金专项账户余额为0.24万元。

二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、股权结构、控股股东、实际控制人和主营业务未发生变更。截至2019年5月末，公司注册资本和实收资本均为85,000.00万元，控股股东和实际控制人仍为舟山市普陀区财政局，持股比例为100%。2018年公司合并范围增加子公司4家，减少子公司6家，具体情况如表1所示；公司合并范围减少的子公司收入占比较小，对经营未产生重大影响。

图 1　截至 2019 年 5 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表1　2018 年公司合并范围变化情况（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
浙江省舟山市海宇围垦开发有限公司	100%	5,000	建筑用石料（凝灰岩）矿开采	股权划转
舟山浙科东港创业投资合伙企业（有限合伙）	99%	200,000	商务服务	新设
浙江舟山东大健康产业发展有限公司	100%	3,000	商务服务	新设
浙江舟山东大城市开发建设有限公司	100%	3,000	土木工程建筑	新设
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

舟山市普陀区城乡建设有限公司	100%	400	基础设施建设	股权划转
舟山市普陀城北农副产品交易市场有限公司	100%	500	市场开发、经营管理	注销
舟山市普陀沈家门轮渡有限公司	100%	100	旅客运输	注销
舟山市普陀区融资担保有限公司	87%	10,000	融资性担保业务	股权划转
舟山普陀文化旅游集团有限公司	100%	1,000	广告设计制作等	股权划转
舟山普陀交通投资发展集团有限公司	100%	10,000	站场、货运站经营	股权划转

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，战略性新兴服务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

舟山市经济保持增长，但增速有所回落

2018年舟山市总体经济稳步发展，全年实现地区生产总值1,316.7亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%，增速较上年回落2.1个百分点。分产业看，第一产业、第二产业和第三产业分别实现产业增加值142.6亿元、428.4亿元和745.7亿元，同比分别增长5.8%、6.0%和7.2%，第二、三产业增加值增速较上年均有不同程度下滑，地方经济增长动能减弱；产业结构由上年的11.7:36.4:51.9调整为10.8:32.5:56.6，第三产业占比进一步提高。2018年舟山市人均地区生产总值为11.25万元，系同期全国人均水平的174.01%，地方经济整体发展水

平较高。

2018年舟山市规模以上工业增加值同比增长6.4%，增速有所下滑，其中高新技术产业、装备制造业和战略性新兴产业总产值分别同比增长6.0%、4.8%和9.1%。全年舟山市固定资产投资同比增长7.5%，增速较上年下滑6.5个百分点，其中第二、三产业分别同比增长26.2%和下降4.6%，投资对产业发展的拉动作用有所减弱。2018年舟山市社会消费品零售总额合计536.9亿元，同比增长8.7%，增速高于地区生产总值增速2.0个百分点，主要系城镇化率提高带动城镇消费增长；完成进出口总额1,135.5亿元，同比增长44.9%，增长较快，主要系引进外资项目较多拉动进口需求所致。

2018年舟山市实现公共财政收入146.02亿元，同比增长16.1%，其中税收收入101.90亿元，占公共财政收入比重为69.78%；实现政府性基金收入212.95亿元，同比增长64.5%；同期舟山市公共财政支出为308.49亿元，同比增长19.3%，财政自给率为47.33%。

表3 舟山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	1,316.7	6.7%	1,219.0	8.8%
第一产业增加值	142.6	5.8%	143.0	5.1%
第二产业增加值	428.4	6.0%	444.0	9.7%
第三产业增加值	745.7	7.2%	632.0	8.7%
规模以上工业增加值	-	6.4%	-	11.0%
固定资产投资	-	7.5%	1,450.3	15.0%
社会消费品零售总额	536.9	8.7%	505.7	10.6%
进出口总额	1,135.5	44.9%	783.0	12.4%
存款余额	2,034.1	1.3%	2,008.50	4.8%
贷款余额	2,028.9	17.9%	1,721.60	13.1%
人均 GDP（元）		112,490		104,811
人均 GDP/全国人均 GDP		174.01%		175.68%

资料来源：2017-2018 年舟山市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年普陀区经济保持增长，消费对经济增长起到一定拉动作用

2018年普陀区经济保持增长，全年实现地区生产总值437.46亿元，按可比价计算，较上年增长6.6%，增速有所回落。其中，第一产业实现增加值57.06亿元，同比增长6.4%；第二产业实现增加值122.16亿元，同比增长8.5%；第三产业实现增加值258.24亿元，同比增长5.6%；三次产业结构比例由上年的14.6: 29.6:55.8调整为13.0: 28.0:59.0。按户籍人口计算，2018年普陀区人均地区生产总值为13.74万元，与全国人均地区生产总值的比值为212.55%，显著高于全国平均水平。

依托于自身区位和海洋性资源优势，普陀区渔业发展较快，2018年渔业总产值104.40亿元，同比增长5.2%；其中远洋渔业产量36.04万吨，同比增长25.9%。工业经济方面，2018年普陀区规模以上工业总产值同比增长8.1%，高新技术产业和战略性新兴产业产值分别同比增长14.0%和18.8%。全年普陀区固定资产投资同比增长6.0%，增速小幅提升；其中基础设施投资同比增长30.6%，建筑安装工程投资同比下降29.1%，民间资本投资同比增长22.8%。2018年普陀区社会消费品零售总额为199.81亿元，同比增长8.9%，增速仍高于同期地区生产总值增速，对经济增长起到一定拉动作用。2018年普陀区完成进出口总额74.27亿美元，同比增长43.1%，增长较快。

2018年普陀区实现公共财政收入27.74亿元，同比增长7.0%，其中税收收入22.45亿元，占公共财政收入比重为80.93%；实现政府性基金收入13.21亿元，同比增长69.6%；同期普陀区公共财政支出为61.27亿元，同比增长6.7%，财政自给率为45.28%。

表4 普陀区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	437.46	6.6%	394.51	9.0%
第一产业增加值	57.06	6.4%	57.63	6.4%
第二产业增加值	122.16	8.5%	116.78	10.5%
第三产业增加值	258.24	5.6%	220.10	8.5%
规模以上工业总产值	-	8.1%	-	15.0%
固定资产投资	-	6.0%	-	5.1%
社会消费品零售总额	199.81	8.9%	187.71	10.8%
进出口总额	74.27（亿美元）	43.1%	359.09	7.9%
存款余额	440.31	7.5%	409.55	5.2%
贷款余额	466.42	10.3%	422.96	13.2%
人均 GDP（万元）		13.74		10.06
人均 GDP/全国人均 GDP		212.55%		168.62%

资料来源：2017 年数据来源于普陀区统计局，2018 年数据来源于普陀区 2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

四、经营与竞争

作为舟山市普陀区重要的土地开发、基础设施建设以及国有资产经营主体，公司主要从事土地整理、基础设施代建、资产经营、安保服务、水产品贸易等业务。2018年公司实现营业收入15.59亿元，同比增长42.83%，主要系新增代建收入和土地整理收入增长较快所致。毛利率方面，由于出让的城北片区地块毛利率较低，公司土地整理业务毛利率同比下降21.45个百分点，租赁和安保服务业务毛利率下降导致资产经营和服务业务毛利率均出

现下滑，同时新增代建收入毛利率较低，综合影响下2018年公司综合毛利率为32.03%，较上年下降19.46个百分点。

表5 公司营业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
土地整理收入	45,216.51	49.42%	26,328.53	70.87%
资产经营收入	39,347.86	28.08%	33,358.43	41.61%
服务收入	25,621.61	25.27%	20,380.15	61.17%
贸易收入	22,269.19	8.21%	18,941.83	8.07%
代建收入	15,728.22	8.59%	0.00	-
石料收入	247.69	100.00%	1,655.94	100.00%
其他	7,426.94	89.31%	8,455.90	94.60%
合计	**155,858.02**	**32.03%**	**109,120.79**	**51.49%**

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地整理收入增长较快，可供整理并出让的土地较多，业务持续性较好；但受土地市场波动等因素影响，未来收入实现仍存在一定的不确定性

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

因开发区域情况不同，公司下属子公司土地开发模式存在一定差异，主要分为海涂围垦和动拆迁两种模式。海涂围垦系针对沿海片区特设的土地开发模式，即普陀区政府根据发展需要，结合片区内实际地理环境，下达海涂围垦的具体工作要求，公司根据政府规划对指定区域按要求进行围垦开发，围垦费用以及后期开发费用全部计入土地整理成本；动拆迁模式即公司依据政府建设规划，对指定的城中村、老旧小区及其他待开发区域进行拆迁安置，拆迁出的地块即为土地整理业务尚需开发的土地，拆迁安置的相关费用（拆迁安置成本及拆迁补偿费用扣除拆迁安置收入后的净支出）全部计入土地整理开发成本。公司按照政府要求完成相关地块的开发整理后，通过“招、拍、挂”方式进行出让，根据普陀区政府与公司下属子公司的相关协议，政府将土地出让收入扣除相关费用后部分返还给公司，公司按照实际收到的土地出让款确认土地整理收入。

目前，东港投资主要负责东港新区的土地开发，开发地块主要通过海涂围垦获得，由于东港新区为普陀区行政、文化中心，该区域内的土地出让价格较高，东港投资土地整理

业务的利润水平较高；随着区域内配套设施的不断完善和已开发区域功能的不断成熟，东港新区的土地价值将进一步提升。港福开发、旅游投资以及浦西开发所开发土地主要通过动拆迁获得，这三家子公司负责的区域位置相对较偏，动拆迁难度较大，单位土地整理成本较高，因此整体利润水平相对较低。

2018年公司土地出让面积153.92亩，实现土地整理收入4.52亿元，同比增长71.74%，业务毛利率为49.42%，较上年下降21.45个百分点，主要系当年出让的城北片区地块毛利率较低所致。

表6 2018年公司土地出让情况（单位：亩、亿元）

项目名称	出让面积	确认收入	确认成本
东港新区地块	112.13	3.15	1.13
城北片区地块	41.79	1.37	1.10
合计	**153.92**	**4.52**	**2.23**

资料来源：公司提供

公司负责土地整理的区域主要包括普陀区城北区域、鲁家峙整岛、普陀勾山浦西片区以及东港新区等，其中可用于开发整理并出让的土地约14,580亩，截至2018年末公司已累计出让土地6,572亩，预计未来可供整理并出让的土地约为8,008亩。此外，未来随着舟山群岛新区规划的落实和普陀区经济持续发展，公司储备土地价值有望提升，但受土地市场波动等因素影响，未来相关收入的实现仍存在一定的不确定性。

表7 截至2018年末公司下属子公司土地整理业务情况（单位：亩）

子公司名称	土地整理区域	可供整理面积	已出让面积	剩余可供整理面积
港福开发	普陀区城北区域	4,518	659	3,859
旅游投资	鲁家峙整岛	5,980	3,608	2,372
浦西开发	普陀勾山浦西片区	1,977	868	1,109
东港投资	东港新区	2,105	1,437	668
合计	-	**14,580**	**6,572**	**8,008**

资料来源：公司提供

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

除土地开发整理业务外，公司同时负责普陀区城北区域、鲁家峙整岛、普陀勾山浦西片区及东港新区等区域内的基础设施建设业务。从实现收益方式看，公司基础设施建设业务主要分为委托代建和自主运营两类。具体业务模式方面，委托代建项目的资金筹措和项目建设主要由公司负责，待项目完成竣工验收后，由普陀区政府或相关部门对代建项目进行验收移交及支付代建费用；自主运营的项目建成后则由公司自持运营。

代建项目方面，2018年公司实现代建收入1.57亿元，主要来自鲁家峙小学建造工程和

鲁家峙市场建造工程，毛利率为8.59%。截至2018年末公司主要在建的基础设施项目包括滨海大道普陀段、全民健身中心一期（体育中心）、东海中路改造一期工程等，上述项目计划总投资28.50亿元，已投资19.08亿元，尚需投资9.42亿元。

表8 截至 2018 年末公司主要代建基础设施项目建设情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
滨海大道普陀段	220,000.00	133,139.48	86,860.52
中央财政小农水建设项目	15,000.00	13,096.26	1,903.74
东海中路改造一期工程	15,000.00	10,048.71	4,951.29
全民健身中心一期（体育中心）	35,000.00	34,517.26	482.74
合计	**285,000.00**	**190,801.71**	**94,198.29**

资料来源：公司提供

自营项目方面，截至2018年末公司在建的自营项目主要包括舟山市普陀区城北旧城改造项目、鲁家峙文化创意园区、鲁家峙整岛开发等，上述项目计划总投资99.25亿元，已投资73.61亿元，尚需投资25.64亿元；其中，鲁家峙文化创意园区等项目已基本完工且部分投入使用。考虑到普陀区旅游资源丰富，区位优势较好，公司在建的自营项目多为旅游配套相关项目，未来业务发展前景较好。

表9 截至 2018 年末公司主要在建自主运营项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
鲁家峙文化创意园区	30,000.00	28,037.37	1,962.63
大健康产业园	15,000.00	12,410.21	2,589.79
舟山市普陀区城北旧城改造项目	213,700.00	91,942.81	121,757.19
儿童乐园	9,000.00	7,509.42	1,490.58
内湖商业圈	16,684.00	7,367.08	9,316.92
蜈蚣岙料场	18,000.00	12,862.28	5,137.72
沈家门中心渔港工程	20,000.00	11,212.15	8,787.85
鲁家峙整岛开发	300,000.00	261,576.89	38,423.11
半升洞项目	260,100.00	201,873.71	58,226.29
山坡地项目	110,000.00	101,303.26	8,696.74
合计	**992,484.00**	**736,095.18**	**256,388.82**

资料来源：公司提供

整体上看，截至2018年末公司主要代建基础设施和自主运营项目计划总投资合计127.75亿元，已投资92.69亿元，未来尚需投资35.06亿元，公司后续将面临较大的资金支出压力。

公司资产经营业务收入保持增长，但业务毛利率有所下滑

公司资产经营业务主要包括房产销售业务和租赁业务。2018年受益于租金收入大幅增长，公司实现资产经营业务收入3.93亿元，较上年增长17.95%，毛利率为28.08%，较上年

下降13.53个百分点，主要系租赁业务毛利率下降所致。

表10 公司资产经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
房地产销售收入	22,529.01	24.28%	21,067.14	26.89%
租金收入	14,525.64	36.50%	7,904.36	68.31%
其他	2,293.21	12.08%	3,754.88	64.17%
合计	**39,347.86**	**28.08%**	**33,358.43**	**41.61%**

资料来源：公司提供

公司房产开发业务主要由下属子公司港福开发、舟山东港开发置业有限公司（以下简称“东港置业”）和舟山水产品中心批发市场有限责任公司（以下简称“水产公司”）负责运营，主要从事商业房地产及保障房建设开发。商业房地产主要为商品住宅和商业地产的开发和销售。公司已陆续开发了山水四期、东方铭苑等住宅项目，并开发了东港财富中心、舟山国际水产城等商业地产项目，上述项目面向社会公众公开销售，目前已基本进入销售尾期。另外，公司承担着普陀区的保障房建设任务，公司通过政府划拨的方式取得保障房建设用地，然后进行保障房建设开发，项目竣工由政府部门进行验收并核定成本，根据核定成本制定销售价格向指定安置群体定向销售，若有剩余可由政府回购并纳入保障性住房进行管理。目前公司在售的保障房项目主要有琪鲁嘉园安置房、海城铭园安置房和海景湾安置房等，2018年公司实现房产销售收入2.25亿元，较上年小幅增长6.94%，业务毛利率为24.28%，同比下降2.61个百分点。截至2018年末公司主要在售房地产项目剩余可售面积约7.02万平方米，预计未来该项业务具有一定的可持续性。

公司租赁业务主要由母公司及下属子公司东港投资、水产公司和舟山普陀城市投资发展集团有限公司负责运营，业务收入主要来源于舟山国际水产城（以下简称“舟山水产城”）、阳光365商城、内湖休闲特色街、东港儿童游乐园、鲁家峙文化创意园、东港商务中心、自营门面和商铺的出租收入。舟山水产城是集活、鲜、冻、干水产品交易于一市，全方位经营，规范化管理，面向国际的大型产地专业水产品批发市场。2015年4月，舟山水产城二、三期改造工程先后正式竣工并投入使用，9月新市场交易区和精水产品市场正式开张，改造新增的20,000平方米的渔民广场、1,300平方米的旅游服务中心、1,400平方米的渔文化展示馆及商贸服务区相继投入使用，规划形成“渔”、“港”、“城”融合发展模式。2018年公司租赁业务实现收入1.45亿元，同比大幅增长83.77%，主要系新增阳光365商城、内湖休闲特色街、东港儿童游乐园、鲁家峙文化创意园等商铺租金收入所致，由于该部分商铺租赁毛利率较低，2018年租赁业务毛利率同比下降31.81个百分点至36.50%。

公司服务板块收入保持增长，因成本核算原因业务毛利率下滑较快；水产品贸易业务

运营相对稳定

公司服务业务主要由安保服务和酒店业务构成，2018年实现收入2.56亿元，较上年增长25.72%，受安保服务业务毛利率大幅下滑影响，服务业务毛利率同比下滑35.91个百分点至25.27%。

安保服务业务由下属子公司舟山市普陀区邦安保安服务有限公司（以下简称“邦安保安”）负责运营。经普陀区政府委托，邦安保安主要为区域内部分政府部门及企事业单位提供安保和辅警服务。2018年邦安保安吸收合并舟山市普陀区安普人力资源服务有限公司，业务规模大幅扩大，2018年实现收入1.02亿元，较上年增长71.03%；由于将职工薪酬由管理费用重分类至营业成本核算，2018年邦安保安业务毛利率同比下滑67.19个百分点至22.79%。公司安保服务业务系经普陀区政府授权，区域内竞争对手较少，近年收入稳步增长，业务发展前景较好。

公司酒店业务主要为子公司东港投资所负责运营的舟山希尔顿酒店经营业务。舟山希尔顿酒店坐落于舟山群岛新区普陀东港内湖商圈，与普陀山隔海相望，毗邻沈家门渔港美食街、购物中心及娱乐休闲商场。根据相关建设设计与规划，舟山希尔顿酒店将建成包括378间湖景或海景客房、3间餐厅和酒吧、健身中心、水疗中心、室内泳池、2,600平方米大会议室、1,100平方米无柱大宴会厅，以及其他配套设施。2018年公司实现酒店业务收入1.22亿元，同比增长22.83%，业务毛利率为26.85%，较上年下降3.83个百分点。未来随着酒店不断完善配套实施，预计该业务收入规模将进一步上升。

公司贸易业务主要包括水产品贸易业务和建材贸易业务，其中水产品贸易业务主要由子公司水产公司负责经营，即水产公司根据市场需要购入生鲜水产品并出售赚取差价，其下游客户主要系舟山市内外贸易公司。建材贸易业务主要由子公司浙江舟山东大城市运营服务有限公司负责，主要经营石材、建筑材料等产品。2018年公司实现贸易收入2.23亿元，同比增长17.57%，业务毛利率为8.21%，基本与上年持平，业务运营相对稳定。

公司获得的外部支持力度较大

作为普陀区重要的土地开发、基础设施建设以及国有资产经营主体，公司获得的外部支持力度较大。2018年普陀区财政局通过债务置换减少公司债务合计19.16亿元，同时公司合计获得政府补助1.09亿元，有效提升了公司资本实力和盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

2018年公司审计机构由中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中兴华会计师事务所（特殊普通合伙），为保持数据一致性，以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（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年度公司采用财政部《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）相关规定，对该项会计政策变更涉及的2017年报表科目采用追溯调整法进行调整，2017年财务数据采用2018年审计报告期初数。2018年度公司合并范围内新增子公司4家，减少6家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模保持稳步增长，但存货规模较大，其他应收款对营运资金形成占用，整体资产流动性一般

随着各项业务的持续推进，2018年公司资产规模保持稳步增长，期末资产总额为405.52亿元，较上年末增长12.08%。公司资产结构仍以流动资产为主，2018年末占比为78.46%，同比上升3.67个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金余额为31.66亿元，其中定期存单和保证金合计2.65亿元使用受限，受限比例为8.38%。公司其他应收款主要系外部单位的借款和往来款，期末余额为34.00亿元，规模保持稳定，前五大应收对象为浙江海洋租赁股份有限公司（以下简称“海洋租赁公司”8.04亿元）、舟山梁弘港置业有限公司（以下简称“梁弘港置业”，5.71亿元）、舟山市普陀交通投资发展集团有限公司（4.52亿元）、舟山浙能置业有限公司（1.80亿元）和舟山市普陀区人民政府征收与补偿管理办公室（1.45亿元），应收上述单位的款项合计占其他应收款余额的比重为63.12%，其中应收海洋租赁公司的款项已计提坏账准备0.40亿元。公司其他应收款规模较大，对营运资金形成占用，且梁弘港置业系民营企业，未来需关注款项的回收风险。公司存货主要由库存商品和开发成本构成，其中库存商品主要为土地开发成本及自建商品房，2018年末规模为50.36亿元，开发成本系基础设施、安置房等项目成本，规模为192.30亿元；随着项目建设进度的不断推进，公司存货规模较上年末增长32.58%，占总资产的比例提升至59.84%。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程等构成。2018年末可供出售金融资产账面价值为13.69亿元，同比增长72.28%，新增部分主要为通过法院拍卖获得的舟山万邦永跃船舶修造有限公司（以下简称“万邦船舶”）股权5.21亿元，公司持股比例为45.00%；2018年公司获得可供出售金融资产投资收益27.00万元，投

资质量一般。公司投资性房地产主要系用于对外出租的房产，采用公允价值模式进行后续计量，2018年末账面价值为30.28亿元，同比小幅增长，主要系公司确认投资性房地产公允价值变动收益0.83亿元所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2018年末账面价值为25.76亿元，同比下降14.55%，主要系划出子公司股权导致对应资产出表所致。2018年末公司使用权受限资产账面价值合计40.48亿元，占总资产的9.98%。

整体上看，2018年公司资产规模保持稳步增长，但存货占比较高，主要由项目开发成本构成，考虑到开发成本的变现受工程进度及政府财政支付安排影响，短期集中变现难度较大；同时其他应收款规模较大，对营运资金形成占用，且需关注款项回收风险。公司整体资产流动性一般。

表11 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	316,645.66	7.81%	415,233.60	11.48%
其他应收款	339,958.01	8.38%	344,094.66	9.51%
存货	2,426,588.01	59.84%	1,830,319.46	50.59%
流动资产合计	**3,181,812.34**	**78.46%**	**2,705,982.63**	**74.79%**
可供出售金融资产	136,858.65	3.37%	79,437.86	2.20%
投资性房地产	302,810.49	7.47%	291,697.24	8.06%
固定资产	257,569.28	6.35%	301,439.47	8.33%
非流动资产合计	**873,368.90**	**21.54%**	**912,206.24**	**25.21%**
资产总计	**4,055,181.25**	**100.00%**	**3,618,188.86**	**100.00%**

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长较快，毛利水平有所下降

公司营业收入主要来自土地整理、资产经营、安保服务、水产品贸易等业务，2018年公司新增代建收入且土地整理收入增长较快，同时资产经营、服务、贸易等业务收入均有所增长，全年实现营业收入15.59亿元，同比增长42.83%。毛利率方面，由于出让的城北片区地块毛利率较低，公司土地整理业务毛利率同比下降21.45个百分点，租赁和安保服务业务毛利率下降导致资产经营和服务业务毛利率均出现下滑，同时新增代建收入毛利率较低，综合影响下2018年公司综合毛利率为32.03%，较上年下降19.46个百分点。

由于主营业务毛利水平下降，2018年公司营业利润下滑14.13%。2018年公司获得政府补助合计1.09亿元，是盈利的重要补充，全年实现利润总额2.16亿元，同比下降18.09%。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	155,858.02	109,120.79
其他收益	1,937.62	-
营业利润	13,037.71	15,182.37
营业外收入	9,329.25	11,477.41
利润总额	21,589.48	26,358.79
综合毛利率	32.03%	51.49%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流大规模净流出，项目建设所需资金主要依赖外部融资解决，仍面临较大的资金压力

2018年公司收现比由上年的1.59下降为0.72，主营业务收现情况有所下滑。随着工程项目建设的持续推进，主营业务支付的现金增加，同时与经营活动有关的往来款净流入规模减少，公司经营活动现金流由上年净流入转为大规模净流出，2018年净流出规模为37.18亿元。

2018年公司投资活动现金流入规模较小，现金流出主要为购置固定资产及取得万邦船舶股权支付的现金，投资活动产生的现金流量净额为-10.01亿元，净流出规模较上年大幅增加。

公司主要依赖外部融资满足项目建设资金需求，2018年公司融资力度有所增加，其中通过银行借款收到现金80.70亿元，发行债券收到现金6.00亿元，扣除偿还债务及利息支付的现金，全年筹资活动产生的现金流量净额为38.04亿元，同比大幅增加。考虑到截至2018年末公司在建项目尚需投资35.06亿元，公司仍面临较大的资金压力。

表13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.72	1.59
销售商品、提供劳务收到的现金	111,603.13	173,281.48
收到的其他与经营活动有关的现金	286,484.99	564,654.67
经营活动现金流入小计	398,331.73	738,451.91
购买商品、接受劳务支付的现金	590,093.93	335,832.73
支付的其他与经营活动有关的现金	152,826.69	342,032.59
经营活动现金流出小计	770,158.40	704,799.10
经营活动产生的现金流量净额	**-371,826.67**	**33,652.80**
投资活动产生的现金流量净额	**-100,056.76**	**-26,398.07**

筹资活动产生的现金流量净额	**380,353.42**	**84,219.53**
现金及现金等价物净增加额	-91,530.01	91,474.27

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

2018年公司有息债务规模进一步增长，整体负债经营水平较高，公司面临较大的债务偿付压力

得益于股东的持续支持及盈余利润的积累，2018年末公司所有者权益合计为147.77亿元，同比增长13.49%。同时公司外部融资规模扩大，2018年末公司负债总额同比增长11.28%至257.75亿元，期末公司产权比率为174.42%，同比下降3.46个百分点，但净资产对负债总额的保障程度仍然较弱。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	2,577,461.08	2,316,124.43
所有者权益	1,477,720.17	1,302,064.43
产权比率	174.42%	177.88%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，2018年末非流动负债规模为183.72亿元，同比增长11.25%，占负债总额的比重为71.28%，公司负债结构保持稳定。

公司流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2018年末公司短期借款余额为10.42亿元，同比增长59.36%，包括抵押借款2.71亿元、保证借款4.21亿元和信用借款3.50亿元。公司预收款项主要为预收房产销售款和安置房建设款，2018年末余额为7.34亿元，同比下降28.63%，主要系部分预收房款确认收入所致。其他应付款主要系与其他单位间的暂借款和往来款，2018年规模为20.65亿元，同比下降34.56%，主要系归还部分款项所致。公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，2018年末余额为25.73亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。为满足项目建设的长期资金需求，2018年公司主要通过银行借款进行融资，期末长期借款余额为133.11亿元，主要包括质押借款90.88亿元、保证借款32.56亿元、抵押借款7.41亿元和信用借款2.26亿元，同比增长28.87%，主要系质押借款增长所致。2018年末公司应付债券余额为30.07亿元，同比下降10.58%，主要系部分债券即将到期转入一年内到期的流动负债所致。公司长期应付款主要包括普陀区财政局债务置换款、非银金融机构借款和专项应付款（系政府拨付的基础设施项目建设款项）等，2018年末余额为19.62亿元，同比下降27.34%，主要系划出子公

司股权导致对应资产出表所致。

表15 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	104,160.00	4.04%	65,360.00	2.82%
预收款项	73,437.63	2.85%	102,893.71	4.44%
其他应付款	206,511.54	8.01%	315,556.38	13.62%
一年内到期的非流动负债	257,410.00	9.99%	114,080.00	4.93%
流动负债合计	**740,259.58**	**28.72%**	**664,761.29**	**28.70%**
长期借款	1,331,098.82	51.64%	1,032,875.02	44.59%
应付债券	300,712.14	11.67%	336,273.89	14.52%
长期应付款	196,190.76	7.61%	270,008.15	11.66%
非流动负债合计	**1,837,201.50**	**71.28%**	**1,651,363.14**	**71.30%**
负债合计	**2,577,461.08**	**100.00%**	**2,316,124.43**	**100.00%**
有息债务	1,996,380.96	77.46%	1,633,860.05	70.54%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

由于外部融资规模扩大，2018年末公司有息债务规模为199.64亿元，同比增长22.19%，占负债的比重提升至77.46%，其中短期有息债务规模为36.16亿元。总体而言，公司有息债务规模较大，面临较大的债务偿还压力。

从偿债指标看，2018年末公司资产负债率为63.56%，较上年小幅下降，公司整体负债经营程度仍处于较高水平。2018年末公司流动比率和速动比率分别为4.30和1.02，考虑到流动资产中存货和应收类款项占比较高，公司实际短期偿债能力偏弱。2018年公司EBITDA为7.82亿元，同比增长35.85%；由于利息支出增长较快，2018年EBITDA利息保障倍数仍为0.67，公司EBITDA对利息的保障程度较弱，整体债务负担较重。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	63.56%	64.01%
流动比率	4.30	4.07
速动比率	1.02	1.32
EBITDA（万元）	78,241.30	57,592.42
EBITDA 利息保障倍数	0.67	0.67
有息债务/EBITDA	25.52	28.37

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3月28日），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年末公司对外担保金额为19.68亿元，占期末所有者权益的比重为13.32%，其中对民营企业的担保金额合计为3.13亿元，有反担保措施。根据公司提供的企业信用报告（报告查询日期2019年3月28日），公司对浙江欧华造船股份有限公司（以下简称“欧华造船”）的担保已被列为不良类担保，欧华造船为该笔担保提供了房产、土地和股权抵质押等形式的反担保措施，但公司仍存在一定代偿风险。总体而言，公司对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。

表17 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业类型	担保金额	是否有反担保
舟山市普陀区桃花岛旅游开发投资有限公司	国有企业	1,800.00	否
舟山市六横开发建设投资有限公司	国有企业	18,500.00	否
舟山市六横国有资产投资经营有限公司	国有企业	100,000.00	否
舟山市六横港口开发有限责任公司	国有企业	2,000.00	否
舟山市金海岸工业开发有限公司	国有企业	2,000.00	否
舟山市普陀金土地投资开发有限公司	国有企业	980.00	否
舟山市普陀区国有粮食收储有限公司	国有企业	5,600.00	否
普陀园林绿化工程有限公司	国有企业	28,000.00	否
舟山市普陀区虾峙顺联商贸有限公司	国有企业	4,603.26	否
舟山市普陀区展茅鱿鱼市场有限责任公司	国有企业	2,000.00	否
浙江欧华造船股份有限公司	民营企业	30,000.00	是
浙江永跃控股集团有限公司	民营企业	1,300.00	是
合计	**-**	**196,783.26**	**-**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年舟山市和普陀区分别实现地区生产总值1,316.7亿元和437.46亿元，分别同比增长6.7%和6.6%，较好的外部环境为公司发展提供了良好基础；作为普陀区重要的土地开发、基础设施建设主体，2018年公司实现营业收入15.59亿元，同比增长42.83%；且区域内未来可供整理并出让的土地面积较大，在建项目投资规模较大，业务持续性较好；同时公司在

资产注入和财政补贴方面获得的外部支持力度较大，有效提升了公司资本实力和盈利水平。

同时，我们也关注到公司资产中存货占比较大，相关资产短期内集中变现能力较弱，且其他应收款对营运资金形成占用，需关注款项回收风险；公司主要在建项目尚需投资规模较大，项目建设所需资金主要依赖于外部融资解决，公司面临较大的资金压力；公司有息债务规模进一步增长，整体负债水平较高，面临较大的债务偿付压力；公司对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。

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　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	316,645.66	415,233.60	330,270.08
存货	2,426,588.01	1,830,319.46	1,661,478.38
总资产	4,055,181.25	3,618,188.86	3,171,432.93
短期借款	104,160.00	65,360.00	136,280.00
一年内到期的非流动负债	257,410.00	114,080.00	95,200.00
长期借款	1,331,098.82	1,032,875.02	813,458.29
应付债券	300,712.14	336,273.89	311,566.54
长期应付款	196,190.76	270,008.15	436,301.96
总负债	2,577,461.08	2,316,124.43	2,058,190.02
有息债务	1,996,380.96	1,633,860.05	1,441,554.83
所有者权益	1,477,720.17	1,302,064.43	1,113,242.91
营业收入	155,858.02	109,120.79	67,945.99
营业利润	13,037.71	15,182.37	25,208.21
营业外收入	9,329.25	11,477.41	2,836.56
净利润	16,489.44	18,429.21	16,432.61
经营活动产生的现金流量净额	-371,826.67	33,652.80	-300,997.50
投资活动产生的现金流量净额	-100,056.76	-26,398.07	-137,984.92
筹资活动产生的现金流量净额	380,353.42	84,219.53	463,272.93
财务指标	**2018 年**	**2017 年**	**2016 年**
综合毛利率	32.03%	51.49%	52.47%
收现比	0.72	1.59	1.00
产权比率	174.42%	177.88%	184.88%
资产负债率	63.56%	64.01%	64.90%
流动比率	4.30	4.07	4.72
速动比率	1.02	1.32	1.31
EBITDA（万元）	78,241.30	57,592.42	60,660.81
EBITDA 利息保障倍数	0.67	3.09	1.30
有息债务/EBITDA	25.52	28.37	22.49

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×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	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×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
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
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+长期应付款中的计息部分

附录三　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。