

福州建工（集团）总公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010520】

评级对象: 福州建工(集团)总公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

评级时间: 2019 年 5 月 24 日

计划发行: 不超过 10 亿元

本次发行: 不超过 3 亿元

发行目的: 偿还到期债务

存续期限: 不超过 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.29	4.42	4.60	2.06
刚性债务	17.59	17.60	22.00	20.51
所有者权益	24.28	24.53	24.98	24.99
经营性现金净流入量	5.18	0.25	-3.51	-0.26
合并口径数据及指标:				
总资产	128.24	131.18	152.33	143.46
总负债	78.91	80.11	99.31	88.37
刚性债务	20.65	22.66	26.98	25.09
所有者权益	49.33	51.06	53.02	55.09
营业收入	31.22	34.15	35.15	11.22
净利润	1.32	2.18	2.03	2.07
经营性现金净流入量	15.49	0.86	-3.54	-1.59
EBITDA	4.77	5.24	5.31	—
资产负债率[%]	61.53	61.07	65.19	61.60
权益资本与刚性债务 比率[%]	238.89	225.40	196.53	219.60
流动比率[%]	99.96	93.74	91.89	96.80
现金比率[%]	15.28	16.54	15.29	12.52
利息保障倍数[倍]	2.04	3.26	2.75	—
净资产收益率[%]	2.72	4.33	3.89	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	31.16	1.52	-5.04	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	21.00	1.28	-1.49	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.71	4.49	3.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.24	0.21	—

注: 根据福州建工经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

莫燕华 myh@shxsj.com

李育 liyu@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

优势:

- **建筑施工行业存在一定发展机遇。**建筑施工行业与宏观经济变化密切相关, 国内固定资产投资维持增长态势, 同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作 (PPP) 机制的推进, 建筑施工行业总产值持续增长, 且中长期仍存在一定的发展机遇。
- **区域竞争优势。**福州建工是福州市国资委下属重要国有建筑企业之一, 业务资质较齐全, 具有一定的区域竞争优势。
- **一定的政府支持。**福州建工系福州市国资委全资子公司, 近年来福州市经济保持稳定增长, 公司因承担部分政府委托代建项目和基础设施项目, 可持续获得政府的资金补助。

风险:

- **建筑施工业务竞争力弱。**自 2015 年起, 福州建工建筑施工业务订单承接方式由政府委托改为招投标, 公司面临的市场竞争压力明显加大, 近年来公司中标金额持续下滑, 建筑施工业务竞争力弱。
- **房地产业务运营易受项目开发周期影响。**福州建工房地产业务运营易受项目开发周期影响, 使得公司经营业绩与现金流存在一定波动。房地产项目去化状况受市场行情影响大, 资金回笼状况需关注。
- **海峡会展中心项目产出风险大。**福州建工的海峡会展中心项目投资金额较大, 公司将会展中心整体出租, 目前租金收益极为有限, 项目产出风险大。
- **项目合作开发风险。**福州建工宁德新榕金水湾项目一期与自然人合作开发, 在开发主体仍为下属子公司新榕地产的前提下, 存在一定项目

合作开发风险。

- **集中偿付压力。**福州建工刚性债务集中于 1-2 年到期，公司存在一定的集中偿付压力。

➤ 未来展望

通过对福州建工及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



福州建工（集团）总公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

福州建工（集团）总公司（简称“福州建工”、“该公司”或“公司”）成立于 1996 年 8 月 13 日，前身系原福州市建筑工程局，初始注册资本为 483.30 万元。1997 年 3 月，经福州市人民政府榕政综[1997]54 号文批准，福州市建筑工程局成建制转为经济实体，并将相应的国有资产注入福州市建筑工程总公司，公司注册资本增加至 1.88 亿元。1998 年 4 月，经福州市人民政府榕政综[1998]69 号文批准，福州市建筑工程总公司改组为福州建工（集团）总公司。2006 年，公司成为首批由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”）履行出资人职责的企业之一。2008 年 12 月，福州市国资委以福州国际会展中心的房产和土地使用权向公司增资 3.12 亿元，公司注册资本增至 5.00 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司实收资本仍为 5.00 亿元，福州市国资委为单一出资人。

该公司拥有建筑工程施工总承包壹级、地基与基础工程专业承包壹级、钢结构工程专业承包壹级、市政公用工程施工总承包贰级等资质，公司在福州市国资委的指导下主要从事福州市建筑工程和房地产项目建设，近年来承建的标志性工程如海峡汽车文化广场、三坊七巷修缮工程、福州台商投资区松山片区小荻片区路网等项目均系福州市重点建设项目。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司拟发行总规模不超过人民币 10 亿元的公司债券，本次发行规模不超过 3 亿元，发行期限不超过 5 年。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	福州建工（集团）总公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
总发行规模：	不超过 10 亿元人民币
本次发行规模：	不超过 3 亿元人民币
本次债券期限：	不超过 5 年
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	按年付息，一次还本

增级安排:	无
-------	---

资料来源：福州建工

截至 2019 年 4 月末，该公司已发行债券待偿还本金余额为 12.20 亿元，付息情况正常。

图表 2. 截至 2019 年 4 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
12 榕建总债	5.00	2.00	7(5+2)	6.80	2012 年 12 月	正常还本付息
15 福州建工 PPN001	8.00	3.20	6(3+3)	5.08	2015 年 11 月	正常付息
18 福州建工 SCP002	4.00	4.00	0.74	4.89	2018 年 10 月	尚未开始付息
19 福州建工 SCP001	1.00	1.00	0.74	4.20	2019 年 1 月	尚未开始付息
19 福州建工 SCP002	2.00	2.00	0.74	4.10	2019 年 4 月	尚未开始付息
合计	20.00	12.20	—	—	—	—

资料来源：福州建工

(2) 募集资金用途

偿还到期债务

该公司拟将本次债券募集资金全部用于偿还到期债务。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，

美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推

进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

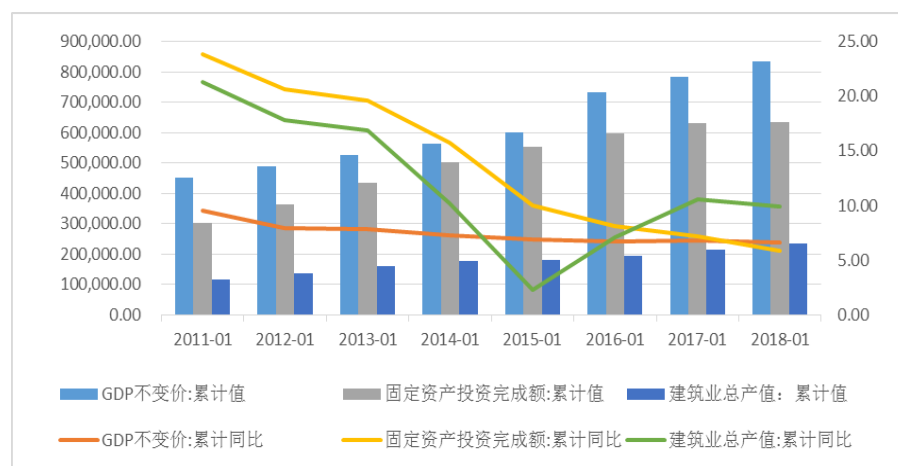
A. 建筑施工行业

建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。建筑施工行业企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。

a. 行业概况

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 1.99%。进入 2016 年以来，我国宏观经济总体企稳，GDP 增速稳定在 7.00% 左右，在去杠杆及限制地方融资背景下固定资产投资持续下滑趋势，建筑施工行业总产值有所回暖但仍处低速增长态势。根据国家统计局及中国建筑业协会披露的数据，2018 年，我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，固定资产投资完成额累计 63.56 万亿元，建筑施工企业完成总产值 23.51 万亿元，分别同比增长 6.60%、5.90% 和 9.88%，增速均较上年有所下滑；其中受基础设施投资增速回落的影响，固定资产投资增速和建筑业总产值增速分别较上年同期下滑 1.30 和 0.65 个百分点。

图表 3. 近年来我国 GDP、固定资产投资与建筑业产值变化趋势(单位: 万亿元, %)



资料来源: 国家统计局

近年建筑行业新签合同额呈增长态势。2016~2018 年, 建筑行业新签合同额分别为 21.28 万亿元、25.47 万亿元和 27.28 亿元。2016 年中期政府加大基础设施建设力度的效果开始显现, 当年我国建筑施工企业新签合同同比增长 15.42%, 扭转了上年下降的局面。2017 年以来, 受国家密集的行业政策刺激, 行业新签合同额强势上涨, 2017 年和 2018 年建筑施工企业新签合同金额同比增长分别为 20.41%和 7.14%, 2018 年新签合同增速较上年下滑 13.27 个百分点, 主要系 2018 年以来地方政府投融资监管趋严, 基建投资意愿下降, PPP 项目清库, 信用紧缩等因素导致。截至 2018 年末, 全国建筑施工企业数量为 95,400 家, 较上年末增加 7,341 家; 从业人数为 5,563.30 万人, 较上年末增加 26.40 万人。

图表 4. 建筑施工行业概况

指标	单位	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	95,400
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30
新签合同额	万亿元	17.48	18.47	18.44	21.28	25.47	27.29

数据来源: 国家统计局、Wind 资讯

图表 5. 建筑施工企业主要经营指标

指标	单位	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
利润总额	万亿元	0.64	0.65	0.67	0.77	0.81
产值利润率	%	3.63	3.57	3.61	3.58	3.45
按总产值计算的劳动生产率	万元/人	32.04	32.37	33.69	34.75	37.32
人均施工面积	平方米/人	227	223	220	214	253

数据来源: 国家统计局、Wind

中长期看, 随着我国城镇化的持续推进, “城市更新”、“智能和装配式建筑”、“海绵城市”、“智慧城市”等城市发展新理念的推进, 建筑施工行业仍具有一定的成长空间。

b.政策环境

2017 年起, 政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展: 优化资质资格

管理、改善招投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。为推进施工行业“放管服”改革工作，2018 年初国务院决定由住建部牵头负责工程建设项目审批制度改革工作。5 月，国务院印发国办发【2018】33 号文件，开展工程建设项目审批制度改革试点，以北京市、天津市、上海市等 16 个省市为试点，统一审批流程、精简审批环节、完善审批体系、强化监督管理。改革的主要目标为：2018 年试点地区审批时间由目前平均 200 多个工作日压减至 120 个工作日，2019 年上半年全国实现这一目标，2020 年基本建成全国统一的工程建设项目审批和管理体系。

工程安全监管方面，2018 年初，住建部针对房屋建筑和市政基础设施工程安全关键领域及薄弱环节进行集中治理，开展为期两年的建筑施工安全专项治理行动。2018 年，全国房屋市政工程共发生生产安全事故 734 起、死亡 840 人，分别同比增长 6.10%和 4.10%；其中较大及以上安全事故 22 起、死亡 87 人，分别同比下降 4.30%和 3.30%。随着建筑行业产值增大，建筑施工难度增加，工程施工过程中安全管理问题日益突出，我国建筑施工行业安全生产得到进一步重视，但从安全巡查效果来看，安全生产规章制度实施仍不到位，安全管理仍有待规范。

c.竞争格局/态势

我国建筑施工行业内企业数量众多，竞争激烈（技术含量较低的工程施工领域竞争更加激烈）、市场秩序较混乱等多种问题愈加突出。但随着工程招投标管理日益规范和 PPP 模式的推广，资质较高、实力较强的企业中标率增加，新签合同金额占比不断升高，竞争优势明显。截至 2018 年末，住房和城乡建设部汇总的 6782 个特、一级资质建筑业企业占建筑施工企业总数的 7.11%，但建筑业总产值、新签工程承包合同额和利润总额等指标占全部资质以上企业同类指标的比重均超过 55%，对行业发展的贡献明显。2018 年，特、一级资质企业累计完成产值 14.65 万亿元，占全行业总产值的 62.32%；新签合同总额 19.19 万亿元，占全行业新签合同总额的 70.33%；利润总额 6941.68 亿元，占全行业利润总额的 85.66%。在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。同时经过多年的市场磨炼，一批民营企业日益成熟，实力大大增强，有的企业已经具备超高层建筑、地铁建设等方面较强的竞争实力，有的在住宅建设、专业施工等领域已具备较高水平，市场竞争力逐渐增强。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	净利润	总资产	资产负债率	流动比率	经营性净现金流
广州建筑	700.60	3.36	5.08	507.17	81.75	109.67	15.05
江西建工	442.66	4.83	6.91	506.53	90.31	96.36	20.63
腾跃建筑	292.83	9.10	2.88	496.17	69.48	265.99	2.23
中南建筑	152.40	11.59	5.64	381.25	79.95	129.27	24.41

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	净利润	总资产	资产负债率	流动比率	经营性净现金流
江苏建工	189.88	7.05	7.07	160.79	45.88	231.07	3.02
金陵建工	106.20	11.17	7.29	124.85	34.85	265.63	9.08
福州建工	35.15	16.78	2.03	152.33	65.19	91.89	-3.54

资料来源：新世纪评级整理。

d. 风险关注

负债经营程度相对较高。我国建筑施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致建筑施工企业营运资金压力较大。自 2006 年以来，我国建筑施工业资产负债率总体维持在 67% 以上的水平，建筑施工企业的财务负担较重。同时，建筑施工企业财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱。

回款风险增加。建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。2018 年以来，在强监管、去杠杆、严格规范地方政府举债以及融资成本上行等因素的综合作用下，下游业主方融资渠道受限、资金压力加大，建筑施工企业回款风险进一步增加。自 2016 年起，政府部门陆续开展清理规范工程建设领域保证金，纠正地方政府以审计结果作为政府投资建设项目竣工结算依据，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等措施来缓解建筑施工企业资金压力。2018 年 7 月，住建部办公厅发文《关于加快推进实施工程担保制度的指导意见（征求意见稿）》，提出在依法必须招标的工程项目和民间投资的住宅工程中推行工程履约担保；在房地产开发项目中推行工程款支付担保；全面推行工程质量和农民工工资支付担保；到 2020 年，各类保证金的保函替代率提升 30%。随着工程建设领域保证金制度及执行的不断规范，工程款结算规章制度的不断完善，建筑施工企业的资金压力或可得到一定程度的缓解。

行业整体盈利水平偏低。建筑施工企业工程施工中所需水泥、钢材等原材料占生产成本比重较大，原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2018 年以来，水泥、钢材、玻璃等主要建材价格继续维持 2017 年高位上涨态势，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升，但近三年来建筑产业劳动生产率变化较小。随着建筑施工行业产值收入的增长，从业人数不断增加，加上较大资金压力导致的融资成本升高、投资增速放缓导致的竞争压力加剧进一步拉低施工企业整体盈利水平；尽管建筑业企业总产值及利润总额逐年增长，2018 年行业产值利润率降至 3.45%。大型建筑施工企业的整体抗风险能力较强，在应对建材价格波动、劳动力成本上涨及行业竞争加剧等方面具有优势。

B. 房产开发行业

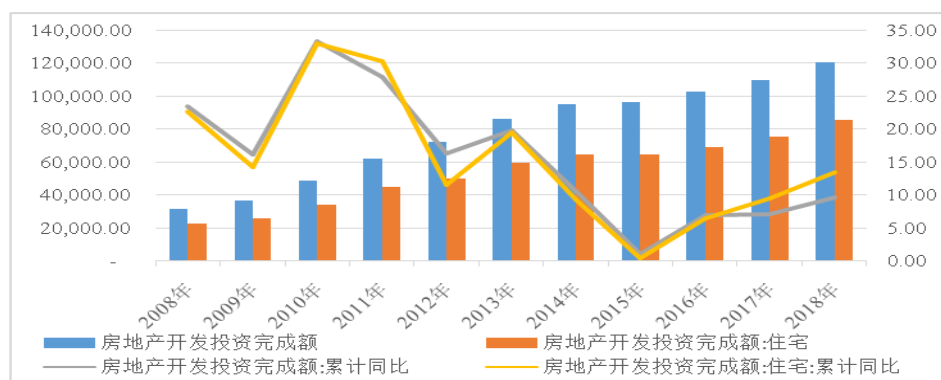
房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主

力。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，收紧的融资政策短期内仍持续，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

a.行业概况

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年增长 13.00%，增速高于房地产增速。

图表 7. 2008-2018 年房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。

总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2015-2017 年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

2018 年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 Wind 资讯数据显示，2018 年，100 大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24%以上的增长，在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源；而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84%至 1,429.04 万平方米。另一方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 Wind 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

b.政策环境

政策方面，2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

c. 竞争格局/态势

行业竞争方面，经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

总体而言，我国房地产市场将坚持“房住不炒”的方针，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，有利于未来房地产市场的平稳运行。预计 2019 年房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型企业将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。行业向头部集中的趋势将持续，市场集中度将进一步提高。

d. 风险关注

购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。2018 年以来，我国房地产调控政策密集出台，调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市；另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。2018 年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年 4 月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 资讯数据统计，2019 年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过 5,000 亿元，融资环境的变化给房地

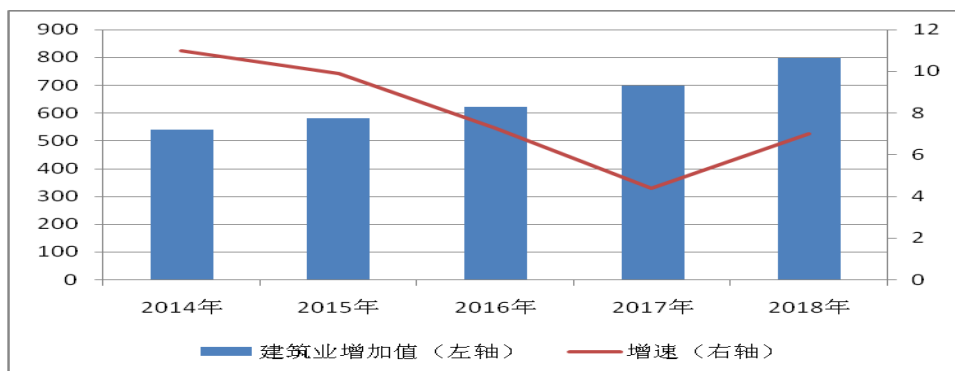
产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

(3) 区域市场因素

作为海峡西岸经济区的核心城市之一，近年来福州市的经济保持着良好的发展态势。2016-2018 年，福州市分别实现地区生产总值 6197.77 亿元、7104.02 亿元和 7856.81 亿元，增速分别为 8.5%、8.5%和 8.6%。其中，2018 年福州市实现第一产业增加值 494.66 亿元，同比增长 4.3%；实现第二产业增加值 3204.90 亿元，同比增长 8.4%；实现第三产业增加值 4157.26 亿元，同比增长 9.2%，三次产业增加值在地区生产总值中的比重分别为 6.3%、40.8%和 52.9%。2018 年末，福州市常住人口 774 万人，较上年末增加 8 万人。其中城镇常住人口 544.12 万人，常住人口城镇化率为 70.3%。当年人均地区生产总值为 102037 元，同比增长 7.4%。2018 年福州市固定资产投资比上年增长 11.7%。其中，第一产业投资增长 366.6%；第二产业投资增长 24.3%，其中，工业投资增长 25.0%；第三产业投资增长 7.2%。

建筑业方面，2016-2018 年福州市建筑增加值分别为 621.46 亿元、698.20 亿元和 797.27 亿元，增速分别为 7.3%、4.4%和 7.0%。其中 2018 年福州市具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值 4112.30 亿元，同比增长 14.8 %。

图表 8. 2014 年以来福州市建筑业增加值及其增速（单位：亿元，%）



资料来源：福州市国民经济和社会发展统计公报，新世纪评级整理

房地产投资方面，2016-2018 年福州市全市房地产开发投资额分别为 1679.44 亿元、1694.18 亿元和 1439.68 亿元，2018 年同比下降 15.0%。其中，2018 年住宅投资 966.43 亿元，同比下降 17.9%；办公楼投资 85.49 亿元，同比下降 24.5%；商业营业用房投资 133.37 亿元，同比下降 32.9%。2018 年福州市商品房屋施工面积 7921.37 万平方米，同比下降 0.3%，其中住宅施工面积 4913.29 万平方米，同比下降 3.1%。2018 年福州市商品房屋销售面积 1711.05 万平方米，同比增长 1.5%，其中住宅销售面积 1255.68 万平方米，同比下降 1.7%。年末商品房待售面积 374.38 万平方米，比上年末减少 87.11 万平方米。年末商品住宅待售面积 91.23 万平方米，比上年末减少 36.53 万平方米。全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 12898 套（户），基本建成保障性安居工

程住房 11997 套。

2. 业务运营

该公司作为福州市城市建设的重要主体之一，主要在当地从事建筑施工及房地产开发。2015 年以来，公司的建筑施工项目承接模式由政府委托改为招投标，市场竞争压力增加，近年来中标项目金额持续下滑。受项目施工周期及结算周期影响，公司建筑工程收入呈现一定波动。随着公司在建房地产项目逐渐完工结转，公司每年可获得一定的房地产收入，整体营收规模保持稳定增长。

该公司作为福州市城市建设的重要主体之一，业务围绕建筑施工和房地产开发开展，2016-2018 年及 2019 年第一季度公司分别实现营业收入 31.22 亿元、34.15 亿元、35.15 亿元和 11.22 亿元，同期核心业务（建筑工程和房地产开发）分别占公司营业收入的 94.74%、94.27%、93.18%和 93.99%。

图表 9. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
建筑施工	福州市及周边地区	资质/管理/等
房地产开发	福州市及周边地区	资质/资产/成本/技术/管理/政策等

资料来源：福州建工

除核心业务外（建筑工程和房地产开发），该公司还进行物业管理、勘察设计、检测服务、监理及租赁等与建筑施工相关的附属服务及少量基础设施建设等公益性建设项目。其中物业管理由公司二级子公司海峡物业和福州新盛物业管理有限公司（简称“新盛物业”）运营，旗下业务主要包括海峡汽车文化广场、市民服务中心等；勘察设计、监理业务由子公司福州市建筑设计院（简称“设计院”）运营，主要通过招投标的方式承接项目；检测服务由全资子公司福州市建筑科学研究所（简称“建筑科研所”）运营，订单主要来源于外部公司委托，项目无需经过招投标，该业务目前涵盖的重点项目包括福州地铁 1 号线和 2 号线、福州海峡汽车城、福州三环二期工程、长乐市文化广场、福清市万达广场、火车站北广场、福州国际会展中心等市重点工程；此外，非核心业务中少量非政府性基建项目投资费用由合同委托方自行承担，公司本部负责进行项目建设，并按建安造价的一定比例或合同约定金额收取代建费。2016-2018 年及 2019 年第一季度公司非核心业务分别实现收入 1.64 亿元、1.96 亿元、2.40 亿元和 0.68 亿元，近年来在核心主业发展的带动下呈稳定增长态势。但非核心业务在营业收入中的比重较小，对公司营收规模贡献较小。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计		31.22	34.15	35.15	11.22	8.40
其中：核心业务收入	金额	29.58	32.19	32.75	10.54	7.86

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
	占比	94.74	94.27	93.18	93.99	93.61
其中：（1）建筑施工	金额	18.70	17.20	23.44	1.78	4.24
	占比	63.23	53.44	71.57	16.93	53.96
（2）房地产开发	金额	10.88	14.99	9.31	8.76	3.62
	占比	36.77	46.56	28.43	83.07	46.04

资料来源：福州建工

2016-2018年，该公司分别实现核心业务收入29.58亿元、32.19亿元和32.75亿元，其中建筑工程业务收入占比分别为63.23%、53.44%和71.47%，是公司最主要的收入来源。同期房产销售收入在核心业务收入中的占比分别为36.77%、46.56%和28.43%。2019年第一季度公司建筑施工业务收入和房产销售收入分别为1.78亿元和8.76亿元，在核心业务收入中的比重分别为16.93%和83.07%。受项目建设及结转周期影响，2019年第一季度公司建筑工程收入同比下滑57.93%。同期由于新榕金水湾项目部分交付结转收入，公司房地产销售收入同比增长141.98%。

A. 建筑工程业务

该公司建筑工程业务主要由本部运营，公司作为福州市政府直属的建筑施工产业集团，具有建筑工程施工总承包一级资质、地基与基础设施专业一级资质、钢结构专业一级等多项资质，公司通过招投标、政府委托和PPP模式开展该项业务。

a. 招投标

图表 11. 2016-2018 年及 2019 年第一季度公司建筑工程业务合同签订和实施情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
新中标合同数量（个）	15	11	10	8
中标合同工程造价（亿元）	32.39	21.35	17.75	10.21
完成施工产值（亿元）	32.04	35.05	30.03	4.32
期末在建项目合同：				
1 亿元以上在建项目数量（个）	38	41	13	18
1 亿元以上在建项目工程造价（亿元）	114.28	130.47	79.74	67.61
1 亿元以上新增项目数量（个）	6	3	3	1
1 亿元以上新增项目工程造价（亿元）	17.88	14.56	11.66	1.80

资料来源：福州建工，合同含该公司本部承接子公司的部分项目。

该业务前期主要受福州市政府直接委托开展建设，但自2015年起需通过招投标的方式获取项目，市场竞争压力不断加大，受制于此，2015年以来公司新承接的项目量逐年减少，2017年中标项目11个，较上年减少4个，合同金额总计21.35亿元，同比下降34.08%。2018年中标项目10个，较上年减少1个，合同金额总计17.75亿元，同比下降16.86%。但得益于2016年承接的

闽台(福州)蓝色经济产业园 PPP 项目¹、新榕金水湾 F 区(2-6#.11-13#楼.17-20#楼)及西侧地下室项目、宁德火车站综合枢纽工程一期等项目工程造价较高,且目前尚未结转收入,短期内公司建筑工程业务量仍较有保障。

截至 2019 年 3 月末,该公司在建项目中工程造价 1 亿元以上的共 18 个,累计 67.61 亿元。

图表 12. 2016-2018 年公司中标项目概况 (单位: 亿元, %)

项目名称	工程造价
2016 年:	32.39
闽台(福州)蓝色经济产业园 PPP 项目	24.54
新榕金水湾 F 区(2-6#.11-13#楼.17-20#楼)及西侧地下室	3.87
宁德火车站综合枢纽工程一期	2.23
其他合计	1.75
2017 年:	21.34
滨海新城安置房二期(工程总承包)	12.45
将乐玉华洞创 5A 级景区场馆二次装饰及室外景观工程设计施工总承包(EPC)	1.85
福州市江北城区水系(晋安河、光明港)内涝整治工程(1、4、7、10 标段)	1.26
福州市中医院总综合病房大楼	1.06
福兴经济开发区改造提升项目 C1 地块(设计、施工、预制构件生产一体化)	1.05
福州英华职业学院新校区(一期工程 1 标段)	0.94
周宁县职业成人教育学校建设项目	0.93
福建移动通信技术研发项目(施工)	0.87
其他合计	1.05
2018 年:	17.75
长乐市人民医院建设项目设计采购施工工程总承包	5.53
金城湾商业项目(翠微大厦)工程施工合同	5.00
福州地铁 5 号	1.00
福清市龙江汽车站工程施工合同	0.98
平潭一中新校区二期施工合同	0.75
其他合计	4.49

资料来源: 福州建工

从该公司中标项目的建设内容来看,公司业务主要集中在福建省内,建工

¹ 该项目采购方为闽台(福州)蓝色经济产业园管委会(简称“蓝园管委会”),合作期为 10 年,其中包含 2 年建设期(子项目建设期以子项目具备开工条件并发出开工通知之日起计算),建设内容包括工业用地、居住用地、道路交通建设、公共服务设施建设、自来水厂、污水处理厂、电力、环卫、防灾等基础设施建设。项目计划投资 21.97 亿元,蓝园管委会采用可用性付费、绩效付费的方式进行支付。可用性付费和绩效付费均系 PPP 项目常用付费机制,可用性付费是指政府依据项目公司所提供的项目设施或服务是否符合合同约定的标准和要求来付费;绩效付费是指政府依据项目公司所提供的公共产品或服务的质量付费,通常会与可用性付费或使用量付费结合。该公司预计可获得蓝园管委会可用性付费 24.54 亿元,建安下浮率为 3.5%。公司于 2016 年 8 月 3 日中标,2017 年 5 月 2 日签订正式合同。

范围涉及民用（保障房施工²等）、工业、能源、交通（道路桥梁）等多个行业。但由于公司目前建筑工程类资质尚不全面，业务发展受到一定限制，公司目前正进行建筑工程总承包特级资质申请，受批后公司建筑施工经营范围将得到进一步拓展。

b. 政府委托

图表 13. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建及完工的基建项目概况

项目名称	开工时间	完工时间	计划投资 (亿元)	已投资 (亿元)	资金来源
鼓岭白日湖停车场及山门工程	2012.06	2013.12	0.38	0.26	自筹
海峡国际会展中心扩建项目	2004.09	2017	8.59	8.18	自筹 60%、财政拨款 40%
环南台岛滨江休闲路一期	2014.02	待定	0.77	0.41	专项拨款
环南台岛滨江休闲路二期	2014.12	待定	5.52	2.86	专项拨款
温泉会展中心福州市涉及行政审批技术服务实体大厅装修工程	2014.08	待定	0.13	0.10	自筹
建工“建筑生产基地”工程	2018.03	待定	2.00	0.00	自筹
城区排水管网改扩建项目（金山片区）	2018.03	待定	3.68	0.17	财政拨款
合计	—	—	21.07	11.98	—

资料来源：福州建工

注：部分项目已完工但未验收结算，故仍在在建工程中列示。

该公司凭借自身在建筑施工行业方面的已有资质及经验，自 2010 年起受政府委托进行福州市基础设施建设工程的投融资、施工和代建任务（系承担政府职能），公司本部及其全资子公司福州新榕城市建设发展有限公司（简称“新榕城建”）系该部分基建施工项目的运营主体。由于该类资产性质多为非经营性资产，除政府全额拨款建设的项目外，由公司自筹资金投资的项目暂无资金回笼计划，后续基本无法实现收益，对公司形成一定的资金压力。

该公司在建的基建项目主要包括鼓岭白日湖停车场及山门工程、海峡国际会展中心扩建项目、环南台岛滨江休闲路一二期和温泉会展中心福州市涉及行政审批技术服务实体大厅装修、城区排水管网改扩建项目（金山片区）等工程，上述项目计划投资 21.07 亿元，截至 2019 年 3 月末累计完成投资 11.98 亿元。公司主要通过市政府给予的专项资金和部分银行借款、自有资金进行项目建设，其中海峡国际会展中心扩建项目计划投资额 8.59 亿元（自筹 5.15 亿元），已投资 8.18 亿元（财政拨款为 2.79 亿元），基本已经完工运营，于 2017 年末由“在建工程”转入“投资性房地产”。公司将会展中心整体出租，租期 10 年，10 年累计收取租金 4300 万元，承包商根据实际情况分 10 年支付（计入其他业务收入）。环南台岛滨江休闲路一二期项目合计总投资 6.29 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 3.27 亿元，已获得财政拨款 2.68 亿元。

² 保障房施工项目由第三方公司（合同甲方）进行委托，建成后拆迁业主方从甲方购买，该公司按合同约定金额收取工程款，收入计在建筑工程业务板块。

c. PPP 模式

图表 14. 公司主要在建 PPP 项目概况（单位：亿元）

项目名称	建设期 (月)	用地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	建设路长 (米)	红线宽度 (米)
海洋研发中心科学研发区（二期三期） ³	24	20.09	27.42	—	—
港头入园道路工程 ⁴	20	—	—	2,825	46
海洋大道道路 ⁵	12	—	—	3,522	46
湖滨大道道路工程 ⁶	11	—	—	4,790	30
闽台大道道路工程 ⁷	12	—	—	2,078	46
合计	—	20.09	27.42	13,214.80	168.00

项目名称	计划投资	资金来源		已投资	计划投资	
		资本金	银行借款	截至 2019 年 3 月末	2019 年	2020 年
海洋研发中心科学研发区（二期三期）	6.90	2.07	4.83	—	6.90	—
港头入园道路工程	3.57	1.07	2.50	—	3.57	—
海洋大道道路	4.70	1.41	3.29	0.14	4.52	—
湖滨大道道路工程	4.49	1.35	3.14	0.83	0.90	—
闽台大道道路工程	2.32	0.69	1.62	0.44	0.46	—
合计	21.97	6.59	15.38	1.41	16.35	—

资料来源：根据福州建工所提供数据整理

注：受融资进度影响，计划投资额或将于实际情况产生较大差异。

此外，该公司通过 PPP 模式参与项目建设。根据《福州市人民政府关于同意闽台（福州）蓝色经济产业园道路和海洋研发中心（二、三期）等项目采用 PPP 模式建设的批复》（榕政综[2015]361 号），公司与闽台（福州）蓝色经济产业园投资开发有限公司（简称“蓝园投资公司”）签订《投资合作协议》、《闽台（福州）蓝色经济产业园 PPP 项目建设工程施工合同》，由福州蓝园建工建设有限责任公司（简称“蓝园建工”）负责开发建设闽台（福州）蓝色经济产业园项目（简称“蓝园 PPP 项目”）。蓝园建工成立于 2017 年 6 月 27 日，注册资本 10000 万元，公司和蓝园投资公司分别持股 80.00%和 20.00%。该项目包括海洋研发中心科学研发区（二期三期）、港头入园道路工程、海洋大道道路、湖滨大道道路工程、闽台大道道路工程 5 个子项目。项目计划投资 21.97 亿元，其中自有资金 6.59 亿元，剩余 15.38 亿元通过银行借款弥补。截至 2019 年 3 月末，项目累计已投资 1.41 亿元。2018 年 10 月该项目因财政

³ 建设内容包括 18 栋厂房，19 栋科研中心。

⁴ 该项目位于闽台（福州）蓝色经济产业园内，起点位于核电应急道路（规划江华大道延伸段），路线向东延伸至园区边界。

⁵ 该项目位于闽台（福州）蓝色经济产业园内，南北走向，北段起于园区北端规划路，路线向南延伸，与江华大道、滨海大道相交，终点止于沿海大通道。

⁶ 该项目位于闽台（福州）蓝色经济产业园内，东西走向，西起蓝色大道，路线向东延伸，与闽台大道相交，终点止于海洋大道。

⁷ 该项目位于闽台（福州）蓝色经济产业园内，闽台大道道路南北走向，起于园区北端规划路，路线向南延伸，与江华大道相交，闽台大道道路横断面布置同江华大道。

承受力论证尚不完善、未纳入政府预算等问题申请出库。后续为确保项目进度正常推进以及已投入资金的有效回收，公司正在与闽台（福州）蓝色经济产业园管委会（简称“蓝园管委会”）协商项目合作模式的调整安排，计划将 PPP 模式改为常规的工程施工总承包模式。目前公司就蓝园 PPP 项目的后续安排形成的讨论方案向蓝园管委会进行了汇报，并由蓝园管委会向福州市财政部门请示（《闽台（福州）蓝色经济产业园关于 PPP 项目退库整改方案的函》（榕蓝管（筹）[2018]105 号），目前公司尚未收到福州市财政部门的批复。本评级机构将持续关注公司蓝园 PPP 项目运营模式变更的进展、后续合作方式及回款安排等情况。

该公司其他 PPP 项目包括福州台商投资区松山片区前期先行建设标准厂房项目（简称“标准厂房项目”）、福州台商投资区松山片区小荻片区路网项目（简称“路网项目”）和罗源湾开发区松山片区大小荻片防洪排涝工程项目（一期）（简称“防洪排涝项目”），项目建成后由福州台商投资区开发建设有限公司（简称“台商公司”）代表福州台商投资区管委会进行回购。上述 3 个项目由控股子公司福州台商投资区建工建设有限公司负责投建（简称“台商建工”），公司和台商公司分别持有台商建工 70.00%和 30.00%股权。其中标准厂房项目建设内容包括 1 栋服务中心、12 栋标准厂房及配套设施，项目已于 2016 年 7 月完工，目前已完成验收并投入使用，政府正进行回购事项的安排；路网项目主要系对荻溪路、岐鹤南路、规划四路几处路段的修缮及内河整治等，主要部分已于 2017 年 8 月完工，但因追加 2 条支路建设（预算约 1.00 亿元），目前尚未结算；防洪排涝项目主要系对 4671 米的防洪堤、1 个小荻闸站、1 个泵站的投建施工，主要部分已于 2017 年 9 月完工，但因追加景观带建设（预算约 0.90 亿元），目前尚未结算。上述项目计划总投资 9.20 亿元（含追加的预算部分），截至 2019 年 3 月末已投资 8.90 亿元，已回笼 6.52 亿元。

B. 房地产业务

该公司房地产业务主要由公司全资子公司福州建总房地产开发公司（简称“建总地产”）、福建新榕房地产有限公司（简称“新榕地产”）及新榕城建开发运营，其中新榕城建具有房地产开发一级资质，建总地产具有房地产开发二级资质，新榕地产具有房地产开发三级资质。公司在建项目主要包括海峡汽车文化广场、新榕金城湾和宁德新榕金水湾，拟建项目系金鸡新苑，上述项目计划总投资 127.70 亿元，截至 2019 年 3 月末累计投资 79.40 亿元，回笼资金 97.23 亿元，资金回笼情况较好。2016-2018 年，公司分别确认房地产销售收入 10.88 亿元、14.99 亿元和 9.31 亿元，未来随着项目的逐渐完工，公司该板块业务收入规模将有所保障。截至 2019 年 3 月末，上述项目投资进度为 62.18%，公司未来投融资需求较大。

图表 15. 截至 2019 年 3 月末公司在建及拟建房地产项目概况及销售情况

项目名称	建设周期	计划投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建筑面积 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	已售面积 (万平方米)	回笼资金 (亿元)
海峡汽车文化广场	2010.4-2023.3	32.00	17.65	108.27	32.82	17.78	10.20

项目名称	建设周期	计划投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建筑面积 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	已售面积 (万平方米)	回笼资金 (亿元)
新榕金城湾	2012.8-2019.8	35.70	30.46	70.18	52.82	45.23	61.64
宁德新榕金水湾	2014.1-2022.8	48.92	23.87	141.55	70.00	40.28	25.39
金鸡新苑	待定	11.08	7.42	—	—	—	—
合计	—	127.70	79.40	320.00	155.64	103.29	97.23

资料来源：福州建工（部分加总数与合计数不一致系四舍五入所致）

注：金鸡新苑项目投资额均系支付的土地款，该项目尚处于前期方案设计阶段。

海峡汽车文化广场属于商业房产，分为汽车商务综合区和 4S 专营区两部分，新榕城建负责其中汽车商务综合区的投资建设，其全资子公司福州市海峡汽车文化广场物业管理有限公司（简称“海峡物业”）负责相关经营管理。项目分三期建设，计划总投资 32.00 亿元（资本金比例为 30%），截至 2019 年 3 月末累计投资 17.65 亿元。项目一期建设包括超市和商住楼，分别于 2011 年 10 月和 2012 年 12 月完工，并于 2013 年开盘。项目可售面积 32.82 万平方米，由于前期规划将超市和商住楼打包出售，但受市场及相关政策影响，实际销售情况不及预期，截至 2016 年末尚未售罄。公司根据实际情况及相关政策将楼盘和超市分开销售，截至 2019 年 3 月末累计销售 17.78 万平方米，出租面积为 0.26 万平方米（出租范围尚在规划），累计销售额为 15.23 亿元，回笼资金 10.20 亿元；海峡汽车文化广场二期工程即金淘湾商品房建设项目，计划打造 18-33 层的高层住宅，截至 2019 年 3 月末该项目已封顶，项目可售面积约 10 万平方米，已于 2019 年 1 月开盘。2016-2018 年，海峡汽车文化广场分别确认租售收入 0.01 亿元、0.60 亿元和 2.15 亿元。

新榕金城湾建设内容包括住宅和商业，其中住宅已先后于 2013-2016 年分期开盘，可售面积为 52.82 万平方米，截至 2019 年 3 月末已售出 45.23 万平方米（住宅基本于 2016 年售出，剩余部分受房地产调控政策影响，将按照政府要求作为共有产权房，预计 2019 年出售）；商业部分由于政府用地规划等原因，目前尚未明确具体后续建设计划。2015-2016 年，新榕金城湾住宅部分均价分别为 1.39 万元/平方米和 1.65 万元/平方米。截至 2019 年 3 月末，金城湾项目累计销售额为 61.73 亿元，回笼资金 61.64 亿元，资金回笼情况较好。2016-2018 年，新榕金城湾项目分别确认销售收入 10.13 亿元、11.35 亿元和 6.91 亿元，是该公司近年来房地产板块最主要的收入来源。

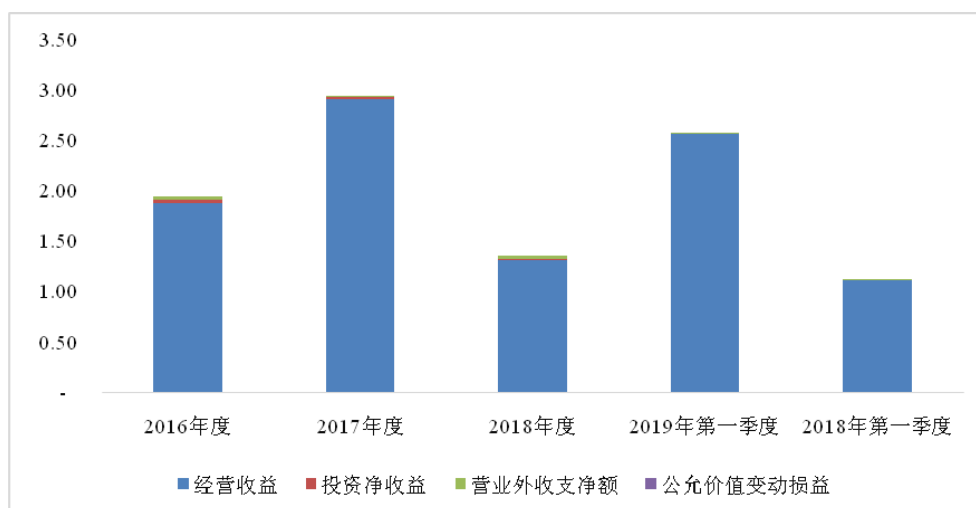
宁德新榕金水湾开发主体为新榕地产，以住宅为主，项目于 2014 年 5 月开工建设，并于次年开盘预售，2016-2018 年及 2019 年第一季度，宁德新榕金水湾住宅均价分别为 0.50 万元/平方米、0.53 万元/平方米、0.64 万元/平方米和 0.73 万元/平方米，虽逐年增长，但整体价位不高。该公司根据房地产市场具体情况调整建设规划，项目建设进度放缓，预计将于 2019 年竣工。该项目可售面积为 70.00 万平方米，截至 2019 年 3 月末已售出 40.28 万平方米，销售额为 26.94 亿元，回笼资金 25.39 亿元。新榕地产 BC 项目原由公司与李贵明合作开发，原合作模式为：以公司的名义竞地设司，于 2012 年成立了新榕地产，李贵明负责筹资，采用共同开发、确保基数、超额分成的合作模式。

2015 年 3 月双方签订协议书，约定李贵明仅拥有该项目 B、C 地块的土地开发利润收益权并承担相应的投资风险。在开发主体仍为新榕地产的前提下，实行项目二级管理，由李贵明自负盈亏。2017—2018 年，宁德新榕金水湾部分项目结转交付，同期分别确认收入 2.33 亿元和 3.70 亿元，均为 BC 项目收入。由于 BC 项目由合作方自负盈亏，2017-2018 年公司合并口径对该项目未确认收入。2019 年第一季度公司对宁德新榕金水湾部分项目确认收入 6.18 亿元（为剔除 BC 项目的收入）。公司宁德新榕金水湾项目与自然人合作开发，在开发主体仍为下属子公司新榕地产的前提下，存在一定项目合作开发风险。

整体来看，该公司商品房未来可售面积较多，资金回笼情况将受到一定的房地产市场波动影响。

（2）盈利性

图表 16. 公司盈利来源结构



资料来源：根据福州建工所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

主要受益于房地产项目完工结转，近年来该公司主业经营情况较好，公司利润主要来源于经营收益。此外，公司对福州市海峡国际会展中心有限责任公司等单位进行股权投资，每年可获得少量投资收益。公司因受政府委托承接部分基建项目施工，每年可获得一定的政府补助，但整体对利润贡献程度不大。

图表 17. 公司营业利润结构分析（单位：亿元，%）

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计	31.22	34.15	35.15	11.22	8.40
毛利率	19.44	21.84	16.78	30.15	21.72
其中：建筑工程	4.92	6.16	4.51	5.05	4.54
房地产	50.47	46.65	57.38	37.59	49.22
毛利	6.07	7.46	5.90	3.38	1.82
其中：建筑工程	0.92	1.06	1.06	0.09	0.19
房地产	5.49	6.99	5.34	3.29	1.78

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
期间费用率	9.20	6.15	6.72	4.34	6.23
其中：财务费用率	4.80	2.17	2.61	0.68	1.95
全年利息支出总额	2.06	1.17	1.38	-	-
其中：资本化利息数额	0.40	0.34	0.38	-	-

资料来源：根据福州建工所提供数据整理

2016-2018 年，该公司分别实现营业毛利 6.07 亿元、7.46 亿元和 5.90 亿元，同期毛利率分别为 19.44%、21.84%和 16.78%，毛利率整体水平一般。分具体业务来看，由于建筑工程业务中包含部分政府委托代建的基础设施建设项目，投资成本较难收回，故该板块业务毛利率水平低，2016-2018 年分别为 4.92%、6.16%和 4.51%，同期分别实现营业毛利 0.92 亿元、1.06 亿元和 1.06 亿元。由于各个项目利润根据合同约定收取，故建筑工程板块毛利率呈现一定的波动；受益于新榕金城湾项目不断完工结转，加之 2017 年宁德新榕金水湾项目开始确认收入，2016-2018 年房地产板块分别获得营业毛利 5.49 亿元、6.99 亿元和 5.34 亿元，呈现一定波动。同期毛利率分别为 50.47%、46.65%和 57.38%，整体来看房地产毛利率水平相对较高，系公司最主要的利润来源。2019 年第一季度，公司实现营业毛利 3.38 亿元，较上年同期增长 85.39%，主要系房地产业务确认较多收入所致。同期业务综合毛利率为 30.15%，较上年同期上升 8.43 个百分点。

2016-2018 年，该公司期间费用分别为 2.87 亿元、2.10 亿元和 2.36 亿元，主要由管理费用和财务费用构成，其中 2018 年分别占期间费用的 42.82%和 38.84%。公司管理费用主要为职工薪酬及折旧，2016-2018 年分别为 1.01 亿元、1.00 亿元和 1.01 亿元，近年来波动较小；财务费用主要为利息支出，受刚性债务规模和利息资本化的影响，近年有所波动，同期分别为 1.50 亿元、0.74 亿元和 0.92 亿元。2016-2018 年，公司期间费用率分别为 9.20%、6.15%和 6.72%，整体看来公司期间费用率水平不高。2019 年第一季度，公司产生期间费用 0.49 亿元，较上年同期略有下降，同时受益于营业收入的大幅增长，期间费用率较上年同期下降 1.89 个百分点至 4.34%。

该公司利润主要来源于经营收益，2016-2018 年分别为 1.87 亿元、2.90 亿元和 1.31 亿元。2018 年由于公司建筑施工盈利有所下滑，加之确认的毛利较高的房地产收入同比有所下降，经营收益较上年下降 1.59 亿元。

2016-2018 年，该公司投资净收益分别为 0.04 亿元、0.03 亿元和 0.01 亿元，主要来自福州市海峡国际会展中心有限责任公司⁸（简称“会展中心公司”）等单位的分红；同期公司营业外收入分别为 0.07 亿元、0.02 亿元和 0.03 亿元，其中 2017 年公司 0.05 亿元政府补助重分类至其他收益，导致当年营业外收入较上年有所减少。整体来看，投资净收益和营业外收入对利润贡献较小。此外，2018 年公司确认资产处置收益 1.57 亿元，主要系处置土地使用权所获得的收

⁸ 新榕城建持有会展中心 51.00%的股权，但因会展中心旗下物业实施承包经营制，新榕城建无实质控制权和经营权，每年仅收取少量固定分红。

益，成为当年盈利的重要补充，但不具有持续性。

(3) 运营规划/经营战略

建筑施工方面，该公司积极推进特级资质申请，并推行 EPC⁹工程总承包模式。同时，公司正积极探索海绵城市建设及地下管廊等先进建设概念及模式，尝试新的突破。房地产开发方面，公司将继续推进新榕金城湾、宁德金水湾等商业开发项目，适时参与市场化项目竞争和土地竞拍，做强做大房地产开发业务板块；加速推进海峡汽车文化广场项目规划调整和招商运营工作。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司是福州市国资委下属企业，股权关系清晰。近年来公司在治理结构方面基本保持稳定，内控体系基本能够满足其现阶段经营管理的需要。

(1) 产权关系

该公司股权结构较为稳定，截至 2019 年 3 月末，公司实收资本为 5.00 亿元，福州市国资委系公司唯一股东和实际控制人，公司产权状况详见附录一。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司与关联方会展中心公司和福州建功施工图审查事务所（简称“审查所”）、台商公司和新榕地产 BC 项目部存在一定的关联资金往来（具体详见下表所示）。截至 2018 年末公司应收关联方资金余额合计 1.63 亿元，应付关联方资金余额 6.47 亿元。2018 年末公司应收新榕地产 BC 项目 1.37 亿元主要系投标保证金及往来款。

图表 18. 2018 年末公司与关联方主要资金往来情况（单位：万元）

关联方名称	关联关系	科目	2018 年末
福建建功施工图审查事务所	子公司对其产生重大影响的公司	应收账款	271.59
福建新榕房地产开发有限公司 BC 项目部	---	应收账款	2215.10
福州市海峡国际会展中心有限责任公司	子公司参股公司	应收股利	100.00
福建福建新榕房地产开发有限公司 BC 项目部	---	其他应收款	13700.00
应收关联方资金余额合计	---	---	16286.69
福州台商投资区开发建设有限公司	少数股东	其他应付款	63137.44
福建建功施工图审查事务所	子公司对其产生重大影响的公司	其他应付款	1200.00

⁹ EPC（Engineering Procurement Construction）是指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包。

闽台（福州）蓝色经济产业园投资开发有限公司	少数股东	其他应付款	305.31
福州闽翔工程建设监理有限公司	子公司持股 26%的公司	其他应付款	26.00
应付关联方资金余额合计	---	---	64668.75

资料来源：福州建工 2018 年审计报告附注

（3）公司治理

该公司不设股东会，由福州市国资委履行出资人职责，决定或批准法律、法规、规章和规范性文件及公司章程规定的应由出资人决定或批准的其他事项，支持公司依法自主经营，不干预公司的正常经营。

为规范该公司组织和行为，2018 年 2 月，福州市国资委根据《中华人民共和国企业国有资产法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》、《国有企业监事会暂行条例》、《中国共产党章程》（简称“党章”），结合福州市和公司实际情况将公司章程更新。

根据《公司章程》，该公司设立中国共产党福州建工（集团）总公司委员会（简称“公司党委”）和中国共产党福州建工（集团）总公司纪律检查委员会（简称“公司纪委”）。公司党委设书记 1 名，党委书记、董事长由同一人担任，配合 1 名主抓公司党建工作的专职副书记，党员总经理兼任党委副书记。公司党委和纪委的书记、副书记、委员的职数按上级组织批复设置，并按照《党章》有关规定选举或任命产生；公司设董事会，依法行使公司的决策经营权，承担国有资产保值增值、维护国有资产合法权益的责任。董事会由 5 名董事组成，其中 4 名福州市国资委委派，1 名由公司职工代表大会民主选举产生。董事会设董事长 1 名，由福州市国资委直接任命，董事每届任期 3 年，任期届满经考核合格继续委派或连选，可以连任；公司设总经理 1 名，总经理每届任期 3 年，任期届满按干部管理权限考核合格，经董事会聘任后可以连任。公司设副总经理若干名，副总经理对总经理负责，协助总经理工作；监事由 5 名监事组成，其中 4 名由福州市国资委委派，1 名由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 名，由福州市国资委委派。监事会对福州市国资委负责并报告工作，监督公司董事、经理和其他高级管理人员依法履行职责，是依法设立的以财务、资产监督为核心、确保国有资产及其权益不受侵犯的公司监督机构；公司职工（代表）大会是公司实行民主管理的机构，公司职工根据《中华人民共和国工会法》的规定组织工会，开展工会活动，承担并履行职工（代表）大会的工作机构的职责。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司根据自身经营所需设置了综合办、工程管理部、总工办、财务资金部、审计部、安全设备部、纪检监察室、政工人资部和工会等 9 个部室，各部门职责分工明确。公司组织架构详见附录二。

该公司并表范围内子公司较多，为提高运营管理效率，规范管理制度，公司实行的《财务管理制度》等主要制度均适用于下属子公司。

（2）经营决策机制与风险控制

为加强在一线考察干部工作，该公司成立一线考察干部工作领导小组，由公司党委书记任组长，公司党委副书记为副组长，成员为公司党委成员。领导小组下设考察工作组，对在征地拆迁、项目建设、维稳处突、抢险救灾、精准扶贫等急难险重任务，公司重点工程项目和日常工作一线担任重点工作任务和关键性岗位的人员进行考察。

该公司主业涉及的建筑施工对技术型人才需求量大，公司实施《专业技术职称评聘与岗位资格证书管理规定》，由政工人资部负责职称聘任与证书管理。

该公司工程管理部负责对施工项目实施全过程、全方位的管理，支持并服从项目经理依法依规进行管理，公司依据有关规定与项目部签订《工程项目内部经济目标责任合同》，明确项目部的权利义务。

该公司安全设备部遵照《安全生产规定及奖惩暂行办法》、《安全生产事故应急救援预案》、《防汛抗洪抢险救灾应急预案》、《防范和遏制重特大事故工作实施方案》、《企业安全生产事故报告处理制度》、《企业安全生产隐患排查制度》、《施工扬尘污染防治管理办法》、《高处作业吊篮安全管理规定》、《建筑施工机械安全管理规定》等制度规定，对建筑施工过程进行监控。

（3）投融资及日常资金管理

资金管理方面，该公司实行《企业会计政策（修订版）》（新榕建发（2016）229号）、《物资集中管理制度》等办法，并通过向分公司委派会计师进驻核查等方式实现资金统一管理。

（4）不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至2019年1月9日，公司无未结清的不良信用记录。公司已结清记录中有3笔欠息记录，欠息金额8.16万元，系银行系统原因导致扣款不成功。

财务

随着在建项目的持续推进，该公司债务规模不断增加，但其中收益性负债占有一定比重，公司实际债务偿付压力弱于账面所示，整体负债经营程度尚可。公司债务短期化趋势明显，且公司资产流动性偏弱，流动资产较难覆盖公司短期债务。但公司货币资金存量尚充裕，可为即期债务的偿付提供一定缓冲。受房地产项目建设及销售进展影响，公司经营性现金流波动较大。

1. 数据与调整

立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2018 年财务报表进行了审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定(以下合称“企业会计准则”)编制财务报表。

根据财政部 2017 年 5 月发布的《关于印发修订<企业会计准则第 16 号——政府补助>的通知》(财会[2017]15 号)，该公司将与日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益或冲减相关成本费用；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收支。

该公司从编制 2018 年度财务报表起执行财政部于 2018 年 6 月 15 日颁布的《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，以下简称“财会 15 号文件”)，对资产负债表和利润表的列报项目进行了修订。

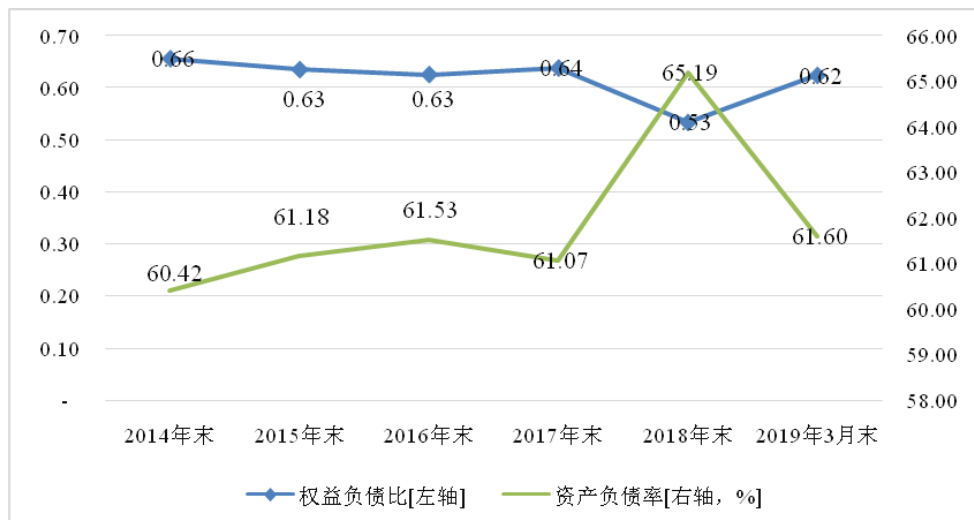
2018 年立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年会计差错进行了以下更正：①鉴于新榕地产 B、C 地块为乙方李贵明开发，实行独立核算，自负盈亏，项目开发费用均由乙方李贵明自行承担，经营损益归乙方李贵明所有，且依据双方签订的责任承担事宜的书面约定，该项目应从 2017 年 1 月 1 日起不再纳入公司合并报表范围。②鉴于 2016 年 5 月福州市市场监督管理局变更登记已将福州市电力建设发展公司（简称“福州电建”）转为公司下属子公司新榕城城建的全资子公司，福州电建应于 2017 年纳入公司合并报表范围。由于合并报表范围变更，立信中联会计师事务所对前期数据进行了追溯调整，使得公司 2018 年期数资产总额较 2017 年末审定数据下降 1.73 亿元，负债总额下降 1.93 亿元，股东权益增加 0.20 亿元；净利润下降 0.25 亿元。

2016-2017 年，该公司先后将福州市商业局会展服务中心和蓝园建工纳入合并财务报表范围，2018 年公司将海峡金港汽车文化广场（福州）股份有限公司清算。截至 2018 年末，公司合并财务报表范围内子公司 14 家。公司主要子公司概况详见附录三。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据福州建工所提供数据绘制

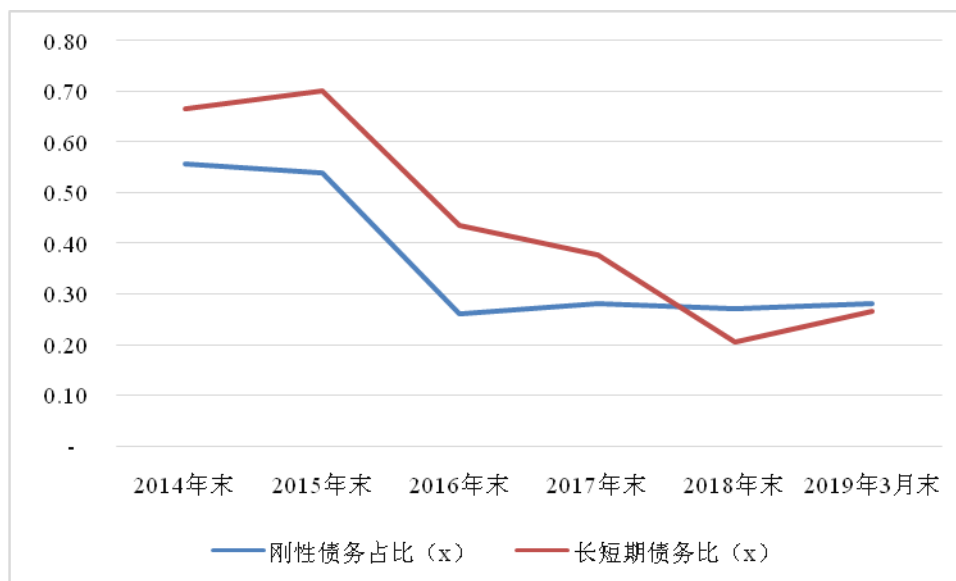
2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 61.53%、61.07%、65.19%和 61.60%，公司财务杠杆适中。公司流动负债中预售房款（收益性负债）占比较大，若将其剔除，同期末资产负债率分别为 43.92%、47.65%、51.55%和 48.08%，公司实际负债经营程度尚可。

得益于良好的经营积累，该公司所有者权益逐年增加。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 49.33 亿元、51.06 亿元、53.02 亿元和 55.09 亿元，同期末未分配利润分别为 8.80 亿元、10.66 亿元、12.34 亿元和 14.41 亿元。公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，2018 年末分别占所有者权益的 66.21%和 23.28%，权益资本稳定性一般。近三年来公司实收资本无新增（均为 5.00 亿元），资本公积基本保持在 35.00 亿元左右，主要包括前期注入的路桥资产 17.21 亿元、福州海峡国际会展中心土地使用权 9.57 亿元和财政拨款转入 5.90 亿元。

该公司发行的债券中 9 亿元将于一年内到期偿付。此外，按照项目建设预算数，公司受政府委托的基建项目未来仍需投资 9.18 亿元，在建房地产项目仍需投资 48.30 亿元。短期内，公司偿付到期债务和资本性支出金额较大（上述各项合计 66.48 亿元），2018 年末存量货币资金（2018 年末为 8.70 元）和经营收益（2018 年为 1.30 亿元）较难覆盖其资金需求。公司计划通过新增银行借款、发行公司债券以及房地产项目销售回款来满足资金需求。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元，%）



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务	39.77	40.64	20.65	22.66	26.98	25.09
应付账款	13.61	14.21	18.89	22.07	30.26	24.89
预收账款	8.40	9.03	22.58	17.60	20.78	19.39
其他应付款	6.94	5.53	9.08	9.46	10.68	10.83
长期应付款	—	—	—	—	7.50	7.20
刚性债务占比	55.60	53.75	26.17	28.28	27.17	28.39
应付账款占比	19.03	18.80	23.94	27.55	30.47	28.16
预收账款占比	11.74	11.94	28.62	21.97	20.93	21.94
其他应付款占比	9.71	7.32	11.50	11.81	10.75	12.26
长期应付款占比	—	—	—	—	7.55	8.15

资料来源：根据福州建工所提供数据绘制

随着该公司在建项目的推进，公司债务规模逐年扩张，2016-2018 年末公司负债总额分别为 78.91 亿元、80.11 亿元和 99.31 亿元。从债务期限结构来看，同期末公司长短期债务比分别为 43.51%、37.62%和 20.49%，债务结构短期化趋势明显。

从该公司债务情况来看，近年来公司债务主要由刚性债务、应付账款、预收账款、其他应付款和长期应付款构成。2016-2018 年末，公司刚性债务分别为 20.65 亿元、22.66 亿元和 26.98 亿元，在负债总额中的占比分别为 26.17%、28.28%和 27.17%。同期末，公司应付账款分别为 18.89 亿元、22.07 亿元和 30.26 亿元。随着项目建设的不断推进，近年来公司刚性债务及应付账款余额均不断增加。其中 2018 年末应付账款主要系金城湾等项目尚未结算的工程款，较上年末增长 37.10%；2016-2018 年末，公司预收款项分别为 22.58

亿元、17.60 亿元和 20.78 亿元，其中 2018 年末较上年末增长 18.07%，主要系预收的购房款增加所致。该类预售房款系收益性负债，故公司负债压力实际小于账面所示；近年来公司其他应付款规模不断扩大，2016-2018 年末分别为 9.08 亿元、9.46 亿元和 10.68 亿元，主要是关联往来款及押金、保证金等。其中 2016 年因福州台商投资区松山片区前期先行建设标准厂房项目，公司应付关联方台商公司的该项目往来款增加，导致 2016 年末其他应付款较上年末增长 63.99%。2017 年因路网项目持续建设，应付台商公司的往来款（5.99 亿元）持续增加，导致当年末其他应付款较上年末增长 4.25%。2018 年末公司其他应付款较上年末增长 12.81%，增加部分主要系押金及保证金。此外，2018 年末公司长期应付款 7.50 亿元，主要系政府部门给予公司环南台岛、海峡会展中心改扩建等市政项目建设的财政拨款（原计入专项应付款，2018 年根据一般企业财务报表格式调整要求调整计入长期应付款）。受项目持续建设的影响，近年来公司收到的该类财政拨款有所增长。

2019 年 3 月末，由于该公司偿还了部分到期的银行借款和债券本金，负债总额降至 88.37 亿元，负债科目较上年末无重大变化。

（3）刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	13.52	15.00	3.78	7.99	17.98	14.16
其中：短期借款	11.54	8.09	3.59	4.40	8.70	6.61
一年内到期非流动负债	1.90	6.77	0.10	3.50	4.12	2.45
应付短期融资券	—	—	—	—	5.00	5.00
其他短期刚性债务	0.08	0.14	0.09	0.09	0.16	0.11
中长期刚性债务合计	26.25	25.64	16.87	14.67	9.00	10.92
其中：长期借款	11.25	2.64	3.87	4.67	5.80	7.72
应付债券	15.00	23.00	13.00	10.00	3.20	3.20
综合融资成本（年化，%）	5.96	6.53	5.74	4.26	5.57	—

资料来源：根据福州建工所提供数据整理（综合融资成本系根据财务报表数据估算）

2016-2018 年末，该公司短期刚性债务分别为 3.78 亿元、7.99 亿元和 17.98 亿元，近年来持续上升。其中 2016 年公司偿还较多借款，使得当年末短期刚性债务规模较上年末减少 74.80%。2017 年公司将 2.00 亿元长期借款和将于一年内偿还的公司债券（12 榕建总债）部分本金（1.50 亿元）重分类至一年内到期的非流动负债，加之新增的短期银行借款，同年末公司短期刚性债务较上年末增长 111.38%。2018 年公司新增部分短期银行借款并发行了超短期融资券，使得短期刚性债务较上年末增长 125.07%；2016-2018 年末，公司中长期刚性债务分别为 16.87 亿元、14.67 亿元和 9.00 亿元，主要包括长期借款和应付债券。2018 年末应付债券系 2015 年发行的 15 福州建工 PPN001，已于 2018 年 11 月回售 4.80 亿元，剩余 3.20 亿元将于 2021 年 11

月到期。

2019年3月末，该公司刚性债务合计25.09亿元，较上年末下降7.02%，主要系偿还到期银行借款和债券本金所致。其中短期刚性债务和长期刚性债务分别为14.16亿元和10.92亿元。

图表 22. 公司 2018 年末银行借款综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间 \到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
4%~5% (不含 5%)	10.10	0.50	2.90	—	—
5%~6% (不含 6%)	0.64	0.90	1.50	—	—
6%~7% (不含 7%)	0.08	—	—	—	—
合计	10.82	1.40	4.40	—	—

资料来源：福州建工

从刚性债务的利率区间与期限结构来看，2018 年末该公司银行借款期限在 1 年以内、1-2 年(不含 2 年)和 2-3 年(不含 3 年)的占比分别为 65.10%、8.42%和 26.47%。利率区间 4-5%的合计 13.50 亿元，占银行借款的 81.23%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期 (天)	435.57	520.89	554.03	546.18	520.91	—
营业收入现金率 (%)	107.09	106.19	140.03	85.91	91.95	127.95
业务现金收支净额 (亿元)	5.86	1.97	12.30	1.85	-3.28	0.64
其他因素现金收支净额(亿元)	0.12	0.21	3.19	-0.99	-0.26	-2.23
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	5.98	2.18	15.49	0.86	-3.54	-1.59
EBITDA (亿元)	4.15	4.77	4.77	5.24	5.31	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.10	0.12	0.16	0.24	0.21	—
EBITDA/全部利息支出 (倍)	1.75	1.71	2.32	4.49	3.84	—

资料来源：根据福州建工所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

受工程施工及房地产项目建设周期及结算周期影响，该公司经营性现金流波动较大。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 140.03%、85.91%、91.95%和 127.95%，同期业务现金收支净额分别为 12.30 亿元、1.85 亿元、-3.28 亿元和 0.64 亿元，经营性现金流量净额分别为 15.49 亿元、0.86 亿元、-3.54 亿元和-1.59 亿元。其中 2016 年受益于新榕金城湾实现预售带来的现金流入，公司当期主业获现能力较好，当年经营性现金流呈

现大额净流入状态。2017 年宁德金水湾虽实现预售，但仅有部分资金回笼，加之当年新榕金城湾项目完工交付确认较多收入，导致当年营业收入现金率下降，进一步导致经营环节产生的现金流量净流入额大规模缩减。2018 年受房地产项目投入以及建筑工程项目持续建设影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年增幅较大，相应导致公司经营环节现金净流出 3.54 亿元。2019 年第一季度，因公司支付土地竞买保证金导致支付其他与经营活动有关的现金流出同比大幅增加，相应使得当期经营性现金流仍为净流出状态。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，2016-2018 年公司 EBITDA 分别为 4.77 亿元、5.24 亿元和 5.31 亿元，其中 2017 年受益于持续经营产生的利润总额增加，当年 EBITDA 对刚性债务和全部利息支出的覆盖程度均较上年有所提升。

（2）投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.05	0.05	0.02	0.02	0.02	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.27	-9.06	-2.21	-2.73	1.82	-0.26
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.25	—	2.93	2.08	0.36	0.08
投资环节产生的现金流量净额	-1.98	-9.01	0.73	-0.63	2.21	-0.18

资料来源：根据福州建工所提供数据整理

2016-2018 年，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为 0.73 亿元、-0.63 亿元和 2.21 亿元，其中 2016 年因收到环南台岛滨江休闲路基建项目和海峡国际会展中心扩建项目的财政拨款，加之保障房项目逐渐完工，投资支出大幅度减少，使得当年投资性现金流首次由净流出转为净流入 0.73 亿元。2017 年财政拨款未覆盖当年的在建项目支出，导致投资性现金流再次转为净流出 0.63 亿元。2018 年因公司收到国土局支付的收回金城湾 1.20 万平方米土地使用权款项，使得当年投资性现金净流入较 2017 年大幅增加。2019 年第一季度，由于公司收到的财政拨款较少，当期投资性现金流呈现小额净流出状态。

（3）筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	/	0.10	-0.05	-0.27	-0.35	0.00
债务类净融资额	/	-1.67	-21.70	0.96	2.95	-2.03
其中：现金利息支出	/	2.49	1.76	1.04	1.30	0.20
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.30	3.28	2.07	0.11	0.63	0.00

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	4.69	1.72	-19.69	0.81	4.30	-2.03

资料来源：根据福州建工所提供数据整理，“/”表示未提供

2016-2018 年，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-19.69 亿元、0.81 亿元和 4.30 亿元。其中 2016 年公司以预售房款及营业所得偿还了“09 榕建总债”10.00 亿元债券本金及其他刚性债务，使得当年债务类净融资额净流出 21.70 亿元，导致当年筹资环节产生的现金流呈大规模净流出状态。2018 年，为满足在建项目的资金需求以及偿付部分到期借款，公司当年新增部分银行借款并发行 18 福州建工 SCP002，导致筹资性现金流净流入 4.30 亿元。2019 年第一季度，公司偿付了部分到期银行借款和债券本金，筹资性现金净流出 2.03 亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产	54.04	52.55	54.96	54.57	75.74	67.62
（金额，在总资产中占比%）	45.64 %	42.52%	42.86%	41.60%	49.72%	47.14%
其中：现金类资产	17.02	11.77	8.40	9.63	12.60	8.75
应收账款	4.39	2.51	3.63	4.71	12.91	8.18
存货	29.55	34.06	37.35	36.01	43.57	40.90
其他应收款	1.47	1.69	2.49	1.71	3.09	6.09
非流动资产	64.36	71.03	73.28	76.60	76.59	75.84
（金额，在总资产中占比%）	54.36%	57.48%	57.14%	58.40%	50.28%	52.86%
其中：固定资产	20.62	20.89	20.73	20.68	20.95	20.92
在建工程	3.39	10.60	14.51	10.75	3.57	3.62
投资性房地产	3.80	37.17	35.75	42.68	40.71	40.39
长期应收款	—	—	—	—	8.78	8.32
期末全部受限资产账面金额	/	44.53	6.51	11.16	6.05	4.37
期末抵质押融资余额	/	7.37	2.30	3.20	7.32	7.37
受限资产账面余额/总资产（%）	/	36.03	5.08	8.51	3.97	3.05

资料来源：根据福州建工所提供数据整理，“/”表示未提供

随着在建项目的推进，该公司资产规模逐年扩大。2016-2018 年末，公司资产总额分别为 128.24 亿元、131.18 亿元和 152.33 亿元，同期末流动资产在总资产中的占比分别为 42.86%、41.60%和 49.72%，近年来基本保持稳定。

2016-2018 年末，该公司流动资产总额分别为 54.96 亿元、54.57 亿元和 75.74 亿元。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成，2018 年末分别为 12.60 亿元、12.91 亿元、43.57 亿元和 3.09 亿元。其

中，2018 年末公司货币资金较上年末增长 30.84%，主要系新增银行借款和发行债券筹集了较多资金所致，其中受限货币资金 0.48 亿元。应收账款主要系应收业主单位未结算的工程款。受工程结算进度影响，2018 年末应收账款较上年末增长 174.10%，主要系增加对福州市建设发展集团有限公司应收工程款 7.15 亿元；存货主要为房地产开发成本、房地产开发产品、代建项目及工程施工（已完工未结算款），2018 年末同比增长 20.99%，主要系新增金鸡新苑地块的土地成本所致。其他应收款主要系与关联方的往来款、押金保证金及下属设计院应收财政局的拆迁补偿款等。2018 年末其他应收款较上年末增长 80.90%，主要系新榕地产 BC 项目不再纳入公司合并报表后，新增调整对其 1.37 亿元押金及往来款所致；此外，2018 年末其他流动资产较上年末增长 59.65%，均系预缴的各类税金。

2016-2018 年末，该公司非流动资产分别为 73.28 亿元、76.60 亿元和 76.59 亿元。2018 年末公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、投资性房地产和长期应收款构成。公司固定资产主要包括公司拥有的房屋、建筑物等，2018 年末固定资产较上年末变动较小；投资性房地产主要系海峡国际会展中心及其土地使用权，2018 年末投资性房地产同比下降 4.63% 主要系公司投资性房地产按成本法计量计提折旧所致。2018 年公司将福州台商投资区松山片区前期先行建设标准厂房项目、罗源湾开发区松山片区等项目由在建工程调整计入长期应收款，使得 2018 年末公司新增长期应收款金额 8.78 亿元，在建工程相应同比下降 66.82%。

2019 年 3 月末，该公司资产总额较上年末下降 5.82% 至 143.46 亿元，其中因偿还到期债务及对项目进行投入，公司货币资金较上年末下降 30.58% 至 8.75 亿元。同期末由于回笼了部分工程款，公司应收账款较上年末下降 36.60% 至 8.18 亿元。此外，由于公司支付土地竞买保证金 2.70 亿元，公司其他应收款较上年末增长 97.25% 至 6.09 亿元。同期末其他资产科目较上年末无重大变化。

2018 年末，该公司受限资产合计 6.05 亿元，其中包括受限制的 0.48 亿元货币资金、2.37 亿元存货和 3.21 亿元固定资产，累计在总资产中的占比为 3.97%。公司受限资产规模较小，对资产流动性影响不大。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率	125.81	118.28	99.96	93.74	91.89	96.80
速动比率	54.43	37.34	28.87	29.98	37.35	35.91
现金比率	39.62	26.50	15.28	16.55	15.29	12.52

资料来源：根据福州建工所提供数据整理

2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 99.96%、93.74% 和 91.89%。其

中 2016 年因新榕金城湾实现预售，预收账款（预售房款）大幅增长，导致流动比率较上年末下滑。公司流动资产中存货占比较大，对资产流动产生较大影响，2016-2018 年末公司速动比率分别为 28.87%、29.98% 和 37.35%。考虑到预收款项无实际偿付压力，若将其剔除，同期末流动比率分别为 169.63%、134.38% 和 122.88%，速动比率分别为 49.00%、42.97% 和 49.95%，公司资产流动性有所好转但整体仍相对较弱。2016-2018 年末，公司现金比率分别为 15.28%、16.55% 和 15.29%，现金及现金等价物仍较难覆盖其短期债务。2019 年 3 月末，公司流动比率较上年末提高 4.91 个百分点，但由于存货增长较多，同期末速动比率较上年末下降 1.44 个百分点，公司整体流动性未有明显改善。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保合计 0.76 亿元，为对福州台商投资区建工建设有限公司提供的担保，担保比率为 1.37%，公司或有负债风险较小。

目前，该公司及下属子公司存在部分未决诉讼。其中，公司因合同纠纷作为原告诉福州熙滨九号酒店管理有限公司支付场地使用费，本诉及反诉争议金额合计 0.11 亿元。该案一审判决公司承担违约金 50 万元，驳回各方其他诉讼请求，现公司已就该案依法上诉至福州市中级人民法院，尚未审结。因销售合同纠纷，福建龙山房地产代理有限公司起诉公司子公司新榕城建，要求新榕城建决算并支付服务佣金，本诉及反诉争议金额分别为 320.61 万元和 316.84 万元。总体来看，公司涉诉金额较小。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要负责建筑工程业务，鼓岭白日湖停车场及山门工程、海峡会展中心扩建项目和温泉会展中心福州市涉及行政审批技术服务实体大厅装修工程均由本部负责建设施工。

2018 年末，本部资产总额为 77.01 亿元，主要由 4.60 亿元货币资金、18.11 亿元应收票据及应收账款、20.67 亿元其他应收款、4.42 亿元长期股权投资、20.58 亿元固定资产和 3.20 亿元其他非流动资产构成。其中应收账款和其他应收款主要系应收子公司新榕城建和新榕地产的工程款及往来借款（不计息）；本部长股权投资均系对子公司的投资；固定资产主要系房屋、建筑物等自有房产；其他非流动资产主要系本部应收新榕城建的债券本金及利息。

2018 年，本部实现营业收入 30.80 亿元，基本来自其负责的建筑施工板块业务收入，同年实现营业毛利 1.43 亿元，净利润 0.77 亿元。2018 年末，本部债务总额为 52.02 亿元，其中短期刚性债务为 16.80 亿元，货币资金对短期刚性债务的覆盖程度较低。且受项目建筑施工项目进度影响，2018 年经营性现金净流出 3.51 亿元，本部即期债务偿付压力较大。

外部支持因素

1. 政府支持

福州建工系福州市国资委全资子公司，近年来福州市经济保持稳定增长，该公司因承担部分政府委托代建项目和公益性项目，可持续获得政府的资金补助。2016-2018 年，公司分别获得政府补助 0.05 亿元、0.05 亿元、0.02 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与国内多家金融机构具有良好的合作关系，截至 2018 年末，公司获得的银行授信额度为 50.97 亿元，尚未使用额度 34.35 亿元。公司剩余授信额度较为充足，可为债务偿付提供一定保障。

债项信用分析

其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

2016-2018 年，该公司分别实现营业收入 31.22 亿元、34.15 亿元和 35.15 亿元，净利润分别为 1.32 亿元、2.18 亿元和 2.03 亿元，近年来基本稳定。同期，公司利息保障倍数分别为 2.04 倍、4.12 倍和 2.75 倍，公司利润总额对利息支出的保障程度较高。

（2）较高的财务弹性

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 65.19%和 61.60%，公司财务杠杆适中，近年来基本保持稳定。公司流动负债中预售房款（收益性负债）占比较大，公司实际债务偿付压力弱于账面所示，整体负债经营程度尚可。此外，截至 2018 年末公司尚余授信额度 34.35 亿元，剩余额度较为充足，可为债务偿付提供一定保障。

评级结论

该公司作为福州市城市建设的重要主体之一，主要在当地从事建筑施工及房地产开发。2015 年以来，公司的建筑施工项目承接模式由政府委托改为招投标，市场竞争压力增加，近年来承接项目金额持续下降。但受益于公司在建房地产项目逐渐完工转结，公司整体营收规模仍保持稳定增长，经营收益对公司利润贡献较大。

随着在建项目的持续建设，该公司债务规模虽不断增加，但其中收益性负债占有一定比重，公司实际债务偿付压力弱于账面所示，整体负债经营程度尚可。公司债务短期化趋势明显，且公司资产流动性偏弱，流动资产较难覆盖公司短期债务。但公司货币资金存量尚充裕，可为即期债务的偿付提供一定保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债券存续期（本次公司债券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

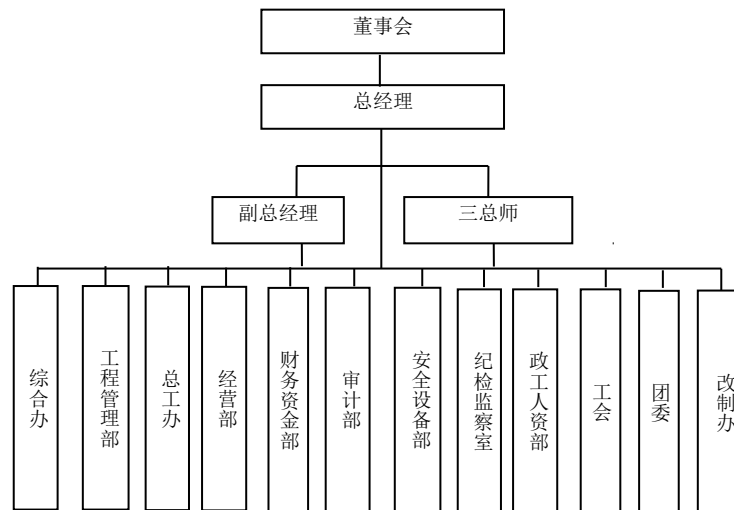
公司与实际控制人关系图



注：根据福州建工提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据福州建工提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
福州建工（集团）总公司	福州建工	本级	—	建筑工程	22.00	24.98	30.80	0.77	-3.51	母公司口径
福建新榕房地产有限公司	新榕地产	核心子公司	100.00	房地产	1.62	1.25	3.68	0.71	2.65	—
福州新榕城市建设发展有限公司	新榕城建	核心子公司	100.00	基础设施建设	5.20	29.99	9.45	1.74	0.42	—
福州建总房地产开发公司	建总地产	核心子公司	100.00	房地产	—	0.81	0.33	0.14	-0.04	—

注：根据福州建工 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
资产总额 [亿元]	128.24	131.18	152.33	143.46
货币资金 [亿元]	8.40	9.63	12.60	8.75
刚性债务[亿元]	20.65	22.66	26.98	25.09
所有者权益 [亿元]	49.33	51.06	53.02	55.09
营业收入[亿元]	31.22	34.15	35.15	11.22
净利润 [亿元]	1.32	2.18	2.03	2.07
EBITDA[亿元]	4.77	5.24	5.31	—
经营性现金净流入量[亿元]	15.49	0.86	-3.54	-1.59
投资性现金净流入量[亿元]	0.73	-0.63	2.21	-0.18
资产负债率[%]	61.53	61.07	65.19	61.60
权益资本与刚性债务比率[%]	238.89	225.40	196.53	219.60
流动比率[%]	99.96	93.74	91.89	96.80
现金比率[%]	28.87	29.98	15.29	12.52
利息保障倍数[倍]	2.04	4.12	2.75	—
担保比率[%]	0.03	1.48	1.42	1.37
营业周期[天]	554.03	546.18	520.91	—
毛利率[%]	19.44	21.84	16.78	30.15
营业利润率[%]	6.10	8.71	7.91	22.92
总资产报酬率[%]	2.86	2.93	2.68	—
净资产收益率[%]	2.72	4.33	3.89	—
净资产收益率*[%]	2.76	4.38	3.91	—
营业收入现金率[%]	140.03	85.91	91.95	127.95
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	31.16	1.52	-5.04	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	21.00	0.28	-1.49	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.71	4.49	3.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.24	0.21	—

注：表中数据依据福州建工经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。