

2014 年温州市鹿城城市发展有限公司
公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2014年温州市鹿城城市发展有限公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【5】号 01

债券简称：14 鹿城债/PR
鹿城债

债券剩余规模：4.8 亿元

债券到期日期：
2021 年 11 月 03 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在每期债券存
续期的第 3-7 年分别按
照债券发行总额 20%的
比例偿还债券本金

分析师

姓名：
韩飞 张旻婧

电话：
021-51035670

邮箱：
hanf@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

	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	2020 年 02 月 17 日	2019 年 02 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”）对温州市鹿城城市发展有限公司（以下简称“鹿城城发”或“公司”）及其 2014 年 11 月 3 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，继续为其发展提供良好基础，公司可出让土地、在建房产与基础设施项目规模较大，业务持续性较好，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到，公司未来基础设施项目和土地开发业务收入确认时间存在一定不确定性，资产流动性较弱，面临较大的资金压力、一定的偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年温州市和鹿城区分别实现地区生产总值 6,006.20 亿元和 1,024.31 亿元，分别同比增长 7.8%和 6.8%，区域经济保持较快增长，为公司的持续发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性较好。截至 2018 年末，公司已竣工未确认收入的基础设施建设项目总投资 12.29 亿元，主要在建基础设施项目总投资 254.18 亿元，已投资 33.75 亿元，鹿城区财政局将根据资产移交清单按成本价加成 5%的管理费进行集中回购；公司存货中土地整理成本 34.71 亿元，公司通常按照土地出让金额的 60%确认收入；截至 2018 年末，主要在建房地产项目总投资 439.56 亿元，已投资 27.90 亿元，截至 2019 年 9 月末，公司完工在售的房地产项目剩余可销售面积 19.86 万平

方米。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2018年，公司获得财政资本性拨款 5.29 亿元，计入资本公积。另外，2018年，公司获得财政补贴 3 亿元，补贴规模较大，有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司基础设施建设业务收入、土地开发业务收入未来仍存在一定不确定性。**公司基础设施项目回购受政府资金调度和当地财政资金预算安排影响较大，土地开发项目收入易受鹿城区土地市场活跃程度和政府规划影响，公司收入未来仍存在一定的不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货为主，截至 2018 年末，公司应收款项和存货分别为 78.96 亿元和 156.40 亿元，分别占总资产规模的 31.24%和 61.89%；应收款项主要系应收鹿城区财政局及当地国企工程款、往来款，回收时间具有不确定性，存货主要为土地开发成本、安置房开发成本、基础设施建设成本，受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2018 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 632.79 亿元，作为鹿城区基础设施建设主体，公司还需投入大量建设资金，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。**2018 年末公司有息债务为 47.28 亿元，占期末负债总额的比重为 28.66%，资产负债率达 65.28%，存在一定的偿债压力。
- **公司对外担保金额较大，公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额 53.69 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 61.19%，担保对象均为温州市鹿城区国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,527,258.16	2,152,767.28	1,724,786.36
所有者权益	877,433.88	802,590.11	734,094.53
有息债务	472,800.46	491,576.08	471,728.23

资产负债率	65.28%	62.72%	57.44%
现金短期债务比	1.29	2.98	19.33
营业收入	79,144.41	25,474.29	151,517.15
营业外收入	30,007.23	0.00	0.00
利润总额	21,476.68	-53,125.70	42,269.37
综合毛利率	-0.18%	-57.28%	30.52%
EBITDA	28,219.29	-31,357.93	42,822.33
EBITDA 利息保障倍数	0.76	-0.92	2.96
经营活动现金流净额	32,616.30	-273,694.43	-74,068.94
收现比	1.42	5.12	0.75

注：2017 年数据采用 2018 年期初数；

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

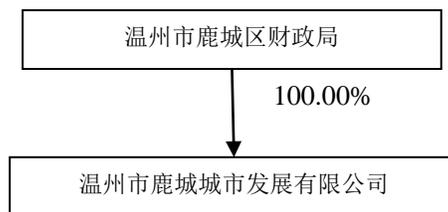
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年11月3日公开发行7年期12亿元的公司债券，募集资金拟全部用于温州市汇昌河葡萄居住区建设项目，截至2018年底，募集资金已使用完毕。截至2020年2月10日，本期债券募集资金专户余额为81,932.47元，系利息收入形成。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2019年末，公司注册资本与实收资本均为10,000万元，控股股东和实际控制人仍为温州市鹿城区财政局。

图1 截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年公司合并范围未发生变化，截至2018年末合并范围子公司19家，具体见附录二。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均

出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

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

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

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

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

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务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	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

导意见》(国办发
[2018]101号)

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

温州市经济持续增长,产业结构以第二、第三产业为主,2018年进出口贸易增速较快

2018年,温州市全年完成地区生产总值6,006.2亿元,同比增长7.8%,经济保持持续增长。其中,第一产业增加值141.8亿元,同比增长2.0%;第二产业增加值2,379.5亿元,同比增长7.6%,其中工业增加值1,921.2亿元,同比增长8.6%;第三产业增加值3,484.9亿元,同比增长8.2%。三产业结构比由上年的2.6:39.4:58.0调整至2018年的2.4:39.6:58.0,以批发和零售、房地产业和金融业为主的第三产业是温州市经济的主要动力。2018年,温州市实现人均GDP 65,055元,同比增加7.3%,与全国人均GDP的比为100.64%。

2018年,温州市实现工业增加值1,921.2亿元,比上年增长8.6%。规模以上工业企业4,618家,实现工业增加值996.2亿元,增长8.4%,其中轻、重工业增加值分别为359.3和637.0亿元,分别增长6.2%和9.7%。规模以上工业中,高新技术产业、装备制造业、战略性新兴产业增加值分别比上年增长10.9%、11.5%、10.1%,占规模以上工业的54.4%、48.8%、18.6%。数字经济核心产业制造业、高端装备、环保、健康、时尚、制造业增加值分别增长8.8%、13.4%、12.4%、4.3%、9.7%。规上工业新产品产值增长28.4%;新产品产值率为32.0%,比上年提高3.6个百分点。2018年温州市建筑业增加值459.1亿元,占GDP的比重为7.6%。

2018年,温州市完成全社会固定资产投资同比增长8.1%,增速较上年下降3.8个百分点,投资仍是带动经济增长的重要动力。在重点领域投资中,高新技术产业投资同比增长30.3%,工业投资和服务业投资分别增长10.4%和8.5%。全市房地产开发投资同比增长14.9%。房屋施工面积4,866.8万平方米,增长3.1%;商品房销售面积1,165.8万平方米,增长8.9%。

2018年,温州市社会消费品零售总额为3,337.1亿元,同比增长9.0%,增速较上年下降1.6个百分点。2018年,温州市进出口总额1,507.2亿元,同比上升13.6%,进出口贸

易增速较快。截至 2018 年末，温州市金融机构本外币各项存款余额 1,1966 亿元，同比增长 6.7%；而年末金融机构本外币各项贷款余额 1,0051 亿元，同比增长 16.1%，增速同比上升 8.8 个百分点。

2018 年温州市实现公共财政收入 514.8 亿元，同比增长 10.6%，其中税收收入 438.1 亿元，占公共财政收入比重为 85.10%；实现政府性基金收入 812.9 亿元，同比下降 13.6%；同期温州市公共财政支出为 874.1 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 58.87%。

表2 2017-2018 年温州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	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	6,006.2	7.8%	5,453.2	8.4%
第一产业增加值	141.8	2.0%	144.1	3.5%
第二产业增加值	2,379.5	7.6%	2,149.2	7.1%
第三产业增加值	3,484.9	8.2%	3,159.9	9.7%
规模以上工业增加值	996.2	8.4%	1,087.1	7.9%
固定资产投资	-	8.1%	4,178.5	11.9%
社会消费品零售总额	3,337.1	9.0%	3,324.3	10.6%
进出口总额	1,507.2	13.6%	1,327.1	11.2%
存款余额	1,1966.0	6.7%	11,218.0	5.6%
贷款余额	1,0051.0	16.1%	8,658.0	7.3%
人均 GDP（元）	65,055		59,306	
人均 GDP/全国人均 GDP	100.64%		99.41%	

资料来源：2017-2018 年温州市国民经济和社会发展统计公报

温州市鹿城区经济平稳增长，第三产业对经济增长的拉动作用显著，经济发展水平较高

2018 年，鹿城区实现地区生产总值 1,024.31 亿元，按可比价计算，同比增长 6.8%。其中，第一产业增加值 1.77 亿元，同比增长 2.9%；第二产业增加值 254.29 亿元，同比增长 8.7%；第三产业增加值 768.25 亿元，同比增长 6.1%。三次产业结构比由上年的 0.2:24.0:75.8 调整为 0.2:24.8:75.0，第三产业增加值比重较上年降低 0.8 个百分点，对经济增长的贡献率为 64.6%。按常住人口计算，2018 年鹿城区人均 GDP 为 82,429 元，与全国人均 GDP 的比为 127.51%。

2018 年鹿城区实现工业增加值 167.08 亿元，增长 7.6%，较上年提高 4.2 个百分点。其中，247 家规上工业企业实现增加值 51.24 亿元，增长 7.4%，较上年提升 8.1 个百分点。两大支柱产业（鞋业和装备制造业）分别实现增加值 24.89 亿元和 12.13 亿元，增长 7.6%

和 18.4%。五大产业（服装、鞋业、泵阀、汽摩配、电气）增加值增长 11.5%，其中服装、鞋业、泵阀、电气四个行业实现正增长。

2018 年鹿城区实现固定资产投资 336.36 亿元，同比增长 5.0%。从产业投向看，第一产业投资 0.01 亿元，下降 66.5%；第二产业投资 11.99 亿元，下降 19.0%，其中工业技改投资 14.58 亿元，下降 47.3%；第三产业投资 324.35 亿元，增长 6.2%。2018 年房地产政策调控面临的宏观经济环境更加复杂，房地产调控政策仍然“从紧”。全年房地产开发投资 185.88 亿元，下降 1.0%，占固定资产投资比重 55.3%，商品房销售面积 56.71 万平方米，下降 28.1%。

2018 年，鹿城区社会消费品零售总额 812.68 亿元，增长 9.3%，较上年下滑 0.3 个百分点，其中限额以上消费品零售额 193.09 亿元，增长 9.0%。2018 年，鹿城区全年实现外贸进出口总额 249.22 亿元，增长 6.8%。其中，实现出口总额 236.07 亿元，增长 8.3%，分别较上年提高 1.8 和 1.6 个百分点。截至 2018 年末鹿城区金融机构本外币各项存款余额 4,133.76 亿元，其中人民币存款余额 3,987.61 亿元，较年初增加 260.14 亿元，增长 7.0%。年末金融机构本外币各项贷款余额 3,367.76 亿元，其中人民币贷款余额 3,310.36 亿元，较年初增加 484.01 亿元，增长 17.1%。

表3 2017-2018 年温州市鹿城区主要经济指标（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	1,024.31	6.8%	936.99	5.60%
第一产业增加值	1.77	2.9%	1.8	1.30%
第二产业增加值	254.29	8.7%	225.39	-1.00%
第三产业增加值	768.25	6.1%	709.81	8.00%
规模以上工业增加值	51.24	7.4%	54.97	-0.70%
全年固定资产投资	336.36	5.0%	349.38	-2.10%
社会消费品零售总额	812.68	9.3%	945.42	9.60%
进出口总额	249.22	6.8%	229.32	5.00%
存款余额	4,133.76	-	3,853.8	-2.37%
贷款余额	3,367.76	-	2,746.48	2.67%
人均 GDP（元）	82,429		122,827	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.51%		205.88%	

资料来源：鹿城区 2017-2017 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年温州市鹿城区实现公共财政收入 31.46 亿元，同比增长 7.1%，其中税收收入 25.97 亿元，占公共财政收入比重为 82.55%；同期温州市公共财政支出为 51.39 亿元，同比增长 15.7%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 61.22%。

四、经营与竞争

公司为温州市鹿城区的综合性建设、经营和投融资主体之一，负责鹿城区基础设施建设、土地开发整理和保障性住房建设等各项业务。2018年公司收入规模大幅上升，主要系2018年公司确认的房地产开发项目收入较多所致。毛利率方面，由于2018年度确认收入的房地产项目工期拖延较长，致使房产销售收入不能覆盖所发生的成本；另外，2018年度出让地块位置比较偏远，未能覆盖相应地块的开发成本。

表4 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
房地产开发项目	76,167.70	-0.14%	25,407.49	-57.69%
土地开发项目	2,928.00	-2.91%	0.00	-
其他业务 ¹	48.71	100.00%	66.80	100.00%
合计	79,144.41	-0.18%	25,474.29	-57.28%

资料来源：公司提供

公司基础设施项目暂未产生收入，对公司资金形成一定占用，同时在建基础设施项目尚需投入较多资金，未来公司面临较大资金压力

公司为鹿城区重要的基础设施开发主体，负责区内基础设施以及重大项目的开发建设。近年来公司以温州鞋都产业园、七都岛城市新区等园区开发为基础，完善各园区的基础设施建设，包括园区道路、桥梁、公用设施等配套建设。

根据温州市鹿城区人民政府《关于同意对温州市鹿城城市发展有限公司及下属子公司基础设施项目进行集中回购的批复》（温鹿政发〔2016〕13号），鹿城区政府同意对公司及下属子公司承建的基础设施项目，自2016年1月1日起办理移交手续的，由鹿城区财政局根据资产移交清单按成本价加成5%的管理费在当年年底进行集中回购。

表5 截至2018年底公司已竣工未确认收入的主要基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	竣工时间	已投资
鱼藤道路工程	2006年	10,664.24
市政工程-灰桥浦加固	2006年	1,023.98
葡萄路一期道路	2008年	3,167.25
眺舟桥路一期道路工程	2008年	5,148.68
前黄路道路工程	2008年	2,425.13
葡萄居住区眺舟桥路市政道路工程	2008年	763.06

¹ 房租收入

吴桥路拓宽工程	2008年	20,970.20
汇昌河水上公园 D1 段	2011年	1,689.56
西山南路道路工程	2012年	1,448.30
汇昌河小学	2012年	2,057.45
汇昌河水上公园 B 段	2012年	3,106.47
8#地块葡萄棚河道整治及景观绿化工程	2013年	323.46
鞋都三期立交桥	2014年	9,297.00
铁路沿线经七路	2014年	3,591.00
沿河北路戴宅南路	2014年	3,165.00
鞋都三期垃圾转运站	2014年	755
铁路沿线纬二路和河道整治	2014年	2,960.00
鞋都小学	2014年	6,004.00
庄头地块新纺织路市政道路工程	2014年	11,891.48
汇昌河水上公园 D2 段	2015年	3,368.29
牛山北路（温州大道-德政路）改建工程	2016年	23,316.28
西站东路（横塘路-牛山北路）市政工程 项目	2018年	2,616.26
蛟凤北路（炬光园北路—牛山北路）市 政道路工程项目	2018年	3,148.04
合计	-	122,900.13

资料来源：公司提供

表6 截至 2018 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	项目已投资	尚需投资	是否回购
特色轻工业产业园区一期道路、桥梁、绿化	233,173	60,890.53	172,282.47	是
温州金融科技文化中心 ppp 项目	225,100	20,051.19	205,048.81	是
瓯江路道路及景观改造提升工程鹿城段(目前含跨线桥项目和市政、景观、建筑立面 2 个大项目)	210,000	5,665.07	204,334.93	是
庆年坊历史文化街区改造项目	200,000	364.63	199,635.37	是
戍浦江河道整治工程	160,000	17,860.11	142,139.89	是
鹿城路（雪山路-过境路）道路综合整治工程	157,900	684.15	155,495.48	是
鹿城区翠微大道（鹿城路-景山隧道南口）道路综合整治工程		687.22		是
划龙桥西路延伸段及部分吴桥路（过境路-飞霞南路）道路综合整治		1,033.15		是

治工程				
制革基地 B5、B9 一期及仰新路	139,420	1,478.62	137,941.38	是
江滨路	100,000	3,017.75	96,982.25	是
温州（永嘉）七都大桥工程	95,315	65,975.27	29,339.73	是
藤桥镇小城镇环境综合整治工程	81,741	7,194.13	74,546.87	是
总部二期(C/D/E)	69,352	1,158.00	68,194.00	是
温州市七都岛标准堤工程	65,000	45,236.44	19,763.56	是
清明桥项目	58,000	99.87	57,900.13	是
总部经济园一期(A、B)地块	53,794	7,554.29	46,239.71	是
民航路道路拓宽	49,000	2,702.64	46,297.36	是
市政工程-18、19 号	48,785	80.39	48,704.61	是
广化南路（鹿城段）市政道路工程	48,667	1,397.60	47,269.40	是
纬二路	38,108	19,375.05	18,732.95	是
总部 D 地块	32,836	69.34	32,766.66	是
划龙桥西路延伸工程	32,800	44.25	32,755.75	是
西进城口及郑桥广场	31,947	739.31	31,207.69	是
原鞋都园区基础配套	31,787	673.18	31,113.82	是
总部 E 地块	26,679	2.00	26,677.00	是
环城东路（公园路-瓯江路）和道路综合整治工程	25,900	370.70	25,529.30	是
马坑路	23,016	279.80	22,736.20	是
鹿城区七都街道千亩征地范围内配套滨水公园工程	22,000	47.11	21,952.89	是
鹿城区七都岛经四路一期工程（环岛南路-纬二路）	20,997	15,244.27	5,752.73	是
温州市七都大桥七都岛侧接线纬一路一期（七都大桥-经四路）工程	20,138	18,495.77	1,642.23	是
葡萄居住区幼儿园工程	19,069	840.13	18,228.87	是
待摊投资-建设小学	17,650	87.46	17,562.54	是
七都岛 220 千伏线路“上改下”二期（跨瓯江电力隧道延伸段）土建工程项目	15,812	2,783.58	13,028.42	是

七都岛 220 千伏线路“上改下”工程	15,812	12,844.27	2,967.73	是
康强路	15,673	114.27	15,558.73	是
鹿城区七都街道经六路一期工程（纬一路-纬二路）项目	15,513	2,310.27	13,202.73	是
园区路	15,000	1,371.38	13,628.62	是
河通桥地块	15,000	218.00	14,782.00	是
葡萄棚河、灰桥片等河道清淤工程	15,000	1,244.28	13,755.72	是
德政东路（牛山北路—六虹桥路）市政工程项目	13,961	6,636.93	7,324.07	是
总部 C 地块	12,800	29.33	12,770.67	是
汇昌河水上公园“塘河清晓”景区工程 C.D1.D2 段	11,258	581.29	10,676.71	是
滨江区域（瓯江路）亮化示范区块工程	10,268	6,953.03	3,314.97	是
城西至九山（110 千伏）（勤奋路西侧）“上改下”项目	10,000	393.88	9,606.12	是
七都标准堤塘（七都南桥段）保滩护岸工程	10,000	269.02	9,730.98	是
惠民路电力上改下工程项目	9,791	76.56	9,714.44	是
牛山片区 E-02 地块沿河驳坎及景观工程	9,000	13.63	8,986.37	是
鹿城区七都街道七都大道西延伸段市政道路工程	8,782	2,295.75	6,486.25	是
合计	2,541,844	337,534.89	2,204,309.11	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年度，公司基础设施建设项目仍未产生收入及现金流。截至2018年底，公司已竣工未确认收入的主要基础设施项目总投资合计122,900.13万元，对公司资金形成了一定占用；公司主要在建基础设施建设项目总投资为2,541,844万元，已投资金额337,534.89万元，尚需投资2,204,309.11万元，在建基础设施建设项目规模较大，公司基础设施建设业务可持续性较好，但项目建设尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。

综合来看，公司基础设施项目大都为政府回购模式，但何时回购、回购款项具体到账时间受政府资金调度安排具有不确定性，在建基础设施项目尚需投资规模较大使公司面临较大资金压力。

公司在售、在建房产项目规模较大，业务持续性较好，但资金缺口较大，公司面临较

大的资金压力

公司受政府委托实施温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区内的拆迁安置房等保障性住房建设和运营。具体运营模式为：公司通过自行开发、拆迁安置方式取得土地使用权，根据温州市统一规划，自筹资金进行鹿城区内的城中村改造、拆迁安置房等保障性住房项目建设，根据政府确定的安置结算指导价格，将安置房定向销售给拆迁农户（农户旧房折价抵消，并支付一定差价），农户支付的货币资金为差价部分；公司以实际安置房销售收入（旧房折价+差价）确认收入，以实际发生的征地拆迁和房屋建设成本确认房产开发成本。但在现金流方面，公司仅收到安置户补缴房款差价，低于公司安置房销售收入，旧房折价部分由项目中拆迁整理后的未用于安置房建设的地块出让取得的收益补偿，该部分收益不能弥补公司成本部分由政府补贴。

2018年公司实现房地产销售收入76,167.70万元，主要为方达嘉园、葡榕景苑、甲里家园一期、甲里家园二期等项目的销售收入，均为本期债券募投项目汇昌河葡萄居住区建设项目。截至2019年9月末，公司完工在售的房产项目主要为双潮新社区项目（西都景秀居）、南岸新家园项目（青藤家园）、北岸藤园锦园、庄头地块（滨州景园）、葡榕小区等项目，可售面积为103.26万平方米，已售面积为83.40万平方米，剩余可售面积19.86万平方米。

表7 截至 2019 年 9 月底公司主要完工在售的房产项目情况（单位：万平方米）

项目名称	可售面积	已售面积
方达嘉园	7.54	5.50
葡榕景苑	8.65	7.94
甲里家园一组团	4.04	3.48
甲里家园二组团	8.49	6.32
东立景园三组团	2.54	2.24
东立景园五组团	2.52	2.10
东立景园二组团	1.87	1.45
东立景园四组团	5.13	1.50
庄头地块（滨州景园）	8.99	7.39
双潮新社区项目（西都景秀居）	11.69	10.54
南岸新家园项目（青藤家园）	9.93	9.11
北岸藤园锦园	9.64	7.33
七都千亩征地安置房	6.36	5.20
西都锦园项目	5.60	5.60
永川路一期	4.61	4.00
安置房吴桥路 A2 项目	2.47	1.50
农房改造德政集聚点工程	2.37	1.90

临江驿头公寓	0.82	0.30
合计	103.26	83.40

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要在建房产项目计划总投资额为4,395,569.00万元，已投资额为278,981.87万元，后续仍需投资4,123,559.16万元，资金缺口较大，公司面临较大的资金压力。

表8 截至2018年底公司主要在建房产项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
蛟尾堡地块建设工程项目	915,000	11,575.97	903,424.03
望江片	735,000	60.92	734,939.08
鹿城区棚户区（危旧房）改造项目三期项目	422,149	713.87	413,715.80
D级危房		6,361.57	
D级危房现场		0.05	
D级危房（飞霞南路18号、葡萄棚路）		1,357.71	
鹿城区上桥城中村改造工程E-24地块建设项目	319,800	5.93	306,219.95
上桥公共		13,573.93	
E-20地块		0.19	
里垟地块建设工程项目	327,000	10,328.07	316,671.93
五马桥上片工程	299,746	607.49	298,945.04
垟儿片工程		193.47	
双桥村项目	209,800	5,732.83	204,067.17
东屿地块建设工程项目	108,979	44.18	73,592.33
温州市鹿城区南汇街道东屿村城中村改造项目		35,342.49	
永川路安置房		8,922.00	
中央涂A-2安置房	106,734	63,553.28	43,180.72
集新社区	102,840	38.61	102,801.39
龙方地块建设工程项目	102,000	264.46	101,735.54
岩门旧村改造B-18地块	96,000	6,357.46	89,642.54
仰义街道农居房二期	86,311	887.17	85,423.83
里垟保障性安居工程	80,273	1,922.21	78,350.79
牛桥底二期城中村改造工程	74,851	19,209.65	55,641.35
鹿城区下桥城中村改造工程E-25、E-29地块建设项目	61,983	20,233.86	41,749.14
吴滨巷地块安置房工程	54,133	21,382.62	32,750.38
棚户区（城中村）改造项目（乐清湾铁路及成浦江整治拆迁安置房）	53,175	83.81	53,091.19

安置房-18、19号	48,785	1,984.07	46,800.93
鞋都一期工程（牛岭 1-3、牛岭 11-13）	24,466	31,438.03	-
永楠地块-安置房	22,421	1,589.57	20,831.43
吴桥 C 地块办公房	10,290	7,583.52	2,706.48
汇昌河葡萄居住区 6-4、8-5 地块城中村改造工程项目	10,200	73.59	10,126.41
安置房三期工程	9,998	7,368.52	2,629.48
五马统筹保障房	5,976	190.77	5,785.23
合计	4,395,569.00	278,981.87	4,123,559.16

资料来源：公司提供

公司已整理土地规模较大，未来收入具有一定保障，但受土地市场活跃程度和政府规划的影响，收入存在一定不确定性

公司为鹿城区土地开发的重要主体之一，受鹿城区政府委托，主要对温州鞋都产业园、七都岛城市新区、鹿城轻工产业园区等园区及相关街道的土地进行整理开发。公司自行筹措资金对区内各园区进行拆迁安置和土地整理，土地拆迁整理完毕后，由政府进行招拍挂出让。根据政府计划通过国土资源局公开招拍挂出让，政府将招拍挂出让所得收入按一定比例返还给公司，公司以政府实际交付土地给受让方的时间节点确认土地出让收入、成本。根据《温州市人民政府关于印发市区土地出让收入分配暂行办法的通知》（温改发【2014】148号）规定，公司按照土地出让金额的60%确认收入。公司土地出让收入回款进度受当地财政资金预算安排影响较大，回款时间存在一定的不确定性。

2018年度温州市国土资源局出让山福镇金岙谷片区A-01至A-83地块，土地面积27,315.7平方米，合同出让金额4,880万元，公司确认土地开发项目收入2,928.00万元。截至2018年末，公司土地整理成本账面价值为347,110.61万元，同比增长55.43%，可为未来收入提供一定保障；受鹿城区土地市场活跃程度和政府规划等因素影响，公司未来土地开发项目收入和毛利率存在一定不确定性。

2018年公司获得了较大力度的外部支持，有力提升了公司的投融资能力及可持续发展能力

公司是温州市鹿城区综合性建设、经营和投融资主体之一，在资本注入、政府补贴方面获得了地方政府的较大力度的支持。2018年，公司获得财政资本性拨款52,890.95万元。另外，2018年公司获得财政补贴30,000.00万元²，补贴规模较大，有效提升了公司的利润水平。

² 依据文件：温州市鹿城区财政局出具的《关于温州市鹿城城市发展有限公司2018年度财政拨款账务处理的批复》。

整体看来，公司获得地方政府较大力度支持，有力提升了公司的投融资能力及可持续发展能力。

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兴财光华会计师事务所（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，2017年数据采用2018年期初数。2018年合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，存货和应收款项占比仍较高，资产流动性仍较弱

截至2018年末公司资产规模为2,527,258.16万元，同比增加17.40%，资产增长主要集中在存货、其他应收款及长期股权投资等科目。从资产结构来看，公司流动资产占比较高，截至2018年末，流动资产占比为97.05%。

公司货币资金由银行存款和少量库存现金构成，2018年末公司货币资金余额为88,132.61万元，同比下降44.29%，期末无受限货币资金。公司应收账款均为应收温州市鹿城区财政局的土地整理费用，2018年应收账款余额为100,348.72万元，同比下降38.65%，其中50,000万元应收鹿城区财政局土地整理费用用于质押借款。公司预付账款主要为预付工程款和货款，截至2018年末余额7,536.09万元，同比减少67,528.10万元，主要系公司收到工程发票转存货成本计量所致。公司其他应收款按款项性质分主要为代付款项（占比47.38%）、代垫款（占比21.10%）和关联方往来款（占比20.45%），前五大应收对象为应收温州新鹿城市建设投资有限公司、温州海嘉建设有限公司、温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司、温州市白鹿城市建设投资有限公司和温州市鹿城区水利建设投资有限公司等地方国企的代付工程款，2018年末其他应收款余额为689,224.97万元，同比增长57.14%，主要系存货中代收代付工程款转其他应收款计量所致。截至2018年末，公司应收款项账面价值合计789,573.69万元，占公司总资产的31.24%，公司应收款项整体回收风险较小，但回收时间不确定，对公司的营运资金形成较大的占用。

表9 截至 2018 年末公司前五大其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	企业性质	款项性质	账龄	占期末余额合计数的比例	期末余额
温州新鹿城市建设投资有限公司	国企	代付款	1 年以内 1-2 年	9.65%	66,510.18
温州海嘉建设有限公司	国企	代付款	1 年以内	6.30%	43,413.00
温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司	国企	代付款	1 年以内	5.50%	37,941.67
温州市白鹿城市建设投资有限公司	国企	代付款	1 年以内	5.46%	37,606.44
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	国企	代付款	2-3 年	3.73%	25,699.62
合计	-	-	-	30.64%	211,170.92

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要由土地整理成本、安置房成本和市政工程项目成本构成。随着公司在建设工程项目的持续投入，2018年公司存货余额较上年增加21.81%至1,563,994.21万元，占公司总资产的61.89%。公司存货中的市政工程项目为受托承建的道路、桥梁等基础设施项目，根据温州市鹿城区人民政府《关于同意对温州市鹿城城市发展有限公司及下属子公司承建的基础设施项目进行集中回购的批复》（温鹿政发【2016】13号），同意对公司承建的已完工尚未移交的基础设施项目由财政局根据资产移交清单进行集中回购，截至2018年末尚未回购的市政工程项目成本合计564,353.44万元，占存货余额的36.08%；土地整理成本主要为公司在整理的葡萄地块拆迁项目、南塘西片整合规划地块建设工程项目、瓯浦垟地块、鱼藤特色园区、牛岭地块等二十几个地块，账面价值合计347,110.61万元，占存货余额的22.19%，同比增长55.43%，主要系葡萄地块拆迁项目、南塘西片整合规划地块建设工程项目和山根村等地块开发成本增长较多所致；安置房成本主要为公司在开发的水心旧村改造（巷底西垟片）、横渎村城中村改造项目、纺织路庄头改建地块安置房项目、中央涂A-2安置地块、温州市汇昌河葡萄居住区地块建设工程项目等，账面价值合计为652,530.15万元，同比增加27.28%，主要系水心旧村改造（巷底西垟片）、中央涂A-2安置地块、永川路安置房二期建设工程和纺织路庄头改建地块安置房项目等开发成本增加所致。土地整理成本、安置房开发成本、市政工程成本受鹿城区土地市场活跃程度、政府规划、当地财政资金预算安排等因素影响，存货变现能力较弱。

表10 2017-2018 年公司存货情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
市政工程成本	564,353.44	547,912.41
安置房成本	652,530.15	512,686.14

土地整理成本	347,110.61	223,321.00
合计	1,563,994.21	1,283,919.55

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司长期股权投资系对联营企业温州市七都大桥北汊桥建设有限公司、温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）、温州市瓯江旅游发展有限公司、温州市鹿城区银山实业股份有限公司的股权投资款，截至2018年末，长期股权投资账面余额为74,069.20万元，同比增长182.83%，主要系追加对温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）47,000.00万元投资款所致。

整体来看，2018年公司资产规模持续增长，存货和应收款项在公司总资产中占比较高，存货主要由土地整理成本、安置房成本和市政工程成本构成，整体变现能力较弱，应收款项回收时间不确定性较大、对公司营运资金形成一定占用，资产流动性较弱。

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	88,132.61	3.49%	158,189.44	7.35%
应收账款	100,348.72	3.97%	163,577.19	7.60%
预付款项	7,536.09	0.30%	75,064.19	3.49%
其他应收款	689,224.97	27.27%	438,594.43	20.37%
存货	1,563,994.21	61.89%	1,283,919.55	59.64%
流动资产合计	2,452,582.44	97.05%	2,125,989.86	98.76%
长期股权投资	74,069.20	2.93%	26,188.81	1.22%
非流动资产合计	74,675.71	2.95%	26,777.41	1.24%
资产总计	2,527,258.16	100.00%	2,152,767.28	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司主营业务盈利能力较弱，外部支持大幅提升公司利润水平

受益于房地产项目收入的增长，2018年公司营业收入大幅增长210.68%至79,144.41万元。截至2019年9月末，公司已竣工未确认收入主要基础设施建设项目总投资和主要在建基础设施建设项目已投资合计464,487.38万元，土地开发成本347,110.61万元，完工待售安置房剩余可售面积19.86万平方米，主要在建房产项目已投资278,981.87万元，整体来看，公司业务可持续性较好。但需关注，公司基础设施项目回购款项和土地开发业务收入具体到账时间受政府资金调度和当地财政资金预算安排等因素影响较大，回款时间存在一定的不确定性。

毛利率方面，受房地产项目毛利率大幅上升的影响，公司综合毛利率较上年上升57.09个百分点至-0.18%，但仍为负数，主营业务盈利能力仍较弱。2018年公司收到温州市财政局建设资金补助30,000.00万元，利润总额大幅增长至21,476.68万元，外部支持对公司利润总额形成有益补充。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	79,144.41	25,474.29
其他收益	0.00	0.00
营业利润	-8,530.54	-53,124.26
营业外收入	30,007.23	0.00
利润总额	21,476.68	-53,125.70
综合毛利率	-0.18%	-57.28%

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有所好转，但在建项目尚需投入资金规模较大，存在较大的资金压力

2018年公司收现比为1.42，资金回笼情况尚可。2018年公司当年经营活动现金流净流入32,616.30万元，同比大幅增长306,310.72万元，主要系支付的其他与经营活动有关的现金中往来款和代付款大幅减少所致。投资活动方面，由于公司追加对温州市鹿城区创富投资合伙企业（有限合伙）47,000.00万元投资的股权款，公司投资活动产生现金净流出48,007.57万元。从筹资活动方面来看，2018年公司偿还债务支付的现金为186,812.29万元，同比增长208.24%，致使当期筹资活动产生的现金净流出54,655.19万元。

截至2018年末，公司在建房产项目和基础设施建设项目计划总投资额6,937,413.00万元，后续仍需投资6,327,868.27万元，整体来看，公司面临较大资金压力。

表13 2017-2018年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.42	5.12
销售商品、提供劳务收到的现金	112,738.60	130,411.49
收到的其他与经营活动有关的现金	658,643.66	675,950.35
经营活动现金流入小计	771,382.26	806,361.84
购买商品、接受劳务支付的现金	479,772.83	365,061.89
支付的其他与经营活动有关的现金	257,254.94	713,538.50
经营活动现金流出小计	738,765.96	1,080,076.99

经营活动产生的现金流量净额	32,616.30	-273,694.43
投资活动产生的现金流量净额	-48,007.57	-12,762.27
筹资活动产生的现金流量净额	-54,655.19	88,977.42
现金及现金等价物净增加额	-70,046.46	-197,500.00

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力

2018年公司收到财政资本性拨款，资本公积增加52,890.95万元，公司所有者权益上升至877,433.88万元，同比增长9.33%；受公司其他应付款增幅较大的影响，公司负债规模同比增长22.19%。截至2018年底，公司产权比率为188.03%，同比增长19.80个百分点，权益对债务的保障程度有所下降。

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	1,649,824.28	1,350,177.17
所有者权益	877,433.88	802,590.11
产权比率	188.03%	168.23%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债结构以流动负债为主，截至2018年末，公司流动负债规模合计1,107,053.40万元，占公司总负债的67.10%，同比增长5.97个百分点。

截至2018年末短期借款余额为5,000.00万元，同比下降72.39%，均为保证借款。预收款项主要系预收的拆迁安置户差价款，截至2018年末预收款项余额为219,440.76万元，同比下降13.53%。截至2018年末其他应付款余额为745,904.52万元，同比增长76.84%，主要系代收代付温州市白鹿城市建设投资有限公司棚户区改造项目工程款比增长所致。截至2018年末一年内到期的非流动负债余额为63,286.00万元，主要系一年内到期的长期借款和应付债券构成。截至2018年末长期借款余额为237,461.00万元，主要为保证借款、信用借款和质押借款，其中保证借款均为公司为子公司借款提供担保，质押借款为应收账款质押。公司应付债券为本期债券，截至2018年末账面价值为47,709.46万元。公司长期应付款主要为政府债置换代偿款、专项应付款和应付温州宁建金科投资管理有限公司、温州中恒投资发展有限公司的借款，截至2018年末长期应付款余额为257,600.42万元，同比增长34.49%，主要系政府债置换代偿款和专项应付款增加所致。专项应付款为中央拨付工程建设专项资金款，主要为牛山片区改造工程中央专项建设资金和里垟地块建设工程、胶尾堡地块建设工程专项建设资金等。

表15 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	5,000.00	0.30%	18,112.29	1.34%
预收款项	219,440.76	13.30%	253,775.39	18.80%
其他应付款	745,904.52	45.21%	421,796.63	31.24%
一年内到期的非流动负债	63,286.00	3.84%	35,000.00	2.59%
流动负债合计	1,107,053.40	67.10%	825,372.51	61.13%
长期借款	237,461.00	14.39%	237,747.00	17.61%
应付债券	47,709.46	2.89%	95,522.78	7.07%
长期应付款	257,600.42	15.61%	191,534.88	14.19%
非流动负债合计	542,770.88	32.90%	524,804.67	38.87%
负债合计	1,649,824.28	100.00%	1,350,177.17	100.00%
其中：有息负债	472,800.46	28.66%	491,576.08	36.41%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的有息债务构成，截至2018年末规模合计472,800.46万元，占公司负债总额的28.66%，公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。

2018年公司资产负债率较上年增加2.56个百分点至65.28%，公司负债经营程度有所提高。2017-2018年公司现金短期债务比分别为2.98和1.29，同比有所下降，但仍处较好水平。2018年受益于利润总额扭亏为盈，EBITDA利息保障倍数上升至0.76，EBITDA对利息和有息债务的保障程度有所上升，但仍处于较低水平。

表16 2017-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	65.28%	62.72%
现金短期债务比	1.29	2.98
EBITDA 利息保障倍数	0.76	-0.92
有息债务/EBITDA	16.75	-15.68

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、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日至报告出具日（2019年6月17日、2019年7月31日），公司本部及子公司温州市鹿城轻工产业园区建设投资有限公司不存在未结

清不良类信贷记录, 公司本部于2016年3月21日发生一笔欠息记录, 于2016年3月28日结清, 根据银行出具的说明, 该笔欠息非公司主观原因造成。

(二) 或有事项分析

截至2018年末, 公司对外担保余额合计536,900.00万元, 占公司当年所有者权益中的61.19%, 担保对象均为温州市鹿城区国有企业。由于公司对外担保规模较大, 且均未设置反担保措施, 公司仍存在一定的或有负债风险。

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	担保金额	担保到期日	是否有反担保
温州市鹿城交通投资有限公司	50,000.00	2016.06.17-2021.06.16	否
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	24,000.00	2016.05.10-2025.05.09	否
温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司	30,000.00	2016.02.01-2020.12.31	否
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	70,000.00	2015.02.17-2022.02.17	否
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	2,000.00	2015.09.08-2027.09.07	否
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	3,000.00	2015.12.11-2027.12.10	否
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	8,000.00	2016.04.20-2028.04.19	否
温州市鹿城区水利建设投资有限责任公司	11,000.00	2016.12.21-2020.12.21	否
温州市西郊森林公园投资建设服务有限公司	22,000.00	2017.06.22-2021.06.22	否
温州白鹿城市建设投资有限公司	60,000.00	2018.06.25-2019.06.25	否
温州新鹿城市建设投资有限公司	40,000.00	2018.03.23-2027.12.20	否
温州白鹿城市建设投资有限公司	50,000.00	2018.08.07-2022.08.07	否
温州白鹿城市建设投资有限公司	20,000.00	2018.03.23-2027.12.23	否
温州白鹿城市建设投资有限公司	8,000.00	2018.12.27-2027.08.31	否
温州白鹿城市建设投资有限公司	11,000.00	2018.02.12-2028.02.11	否
温州白鹿城市建设投资有限公司	19,000.00	2018.02.02-2028.02.02	否
温州白鹿城市建设投资有限公司	75,900.00	2018.12.20-2021.12.20	否
温州新鹿城市建设投资有限公司	33,000.00	2018.12.03-2021.12.03	否
合计	536,900.00	-	-

资料来源: 公司2018年审计报告

七、评级结论

2018年, 温州市和鹿城区经济、公共财政收入持续增长, 外部环境较好。截至2018年末, 公司已竣工未确认收入的基础设施建设项目总投资12.29亿元, 主要在建基础设施项目总投资254.18亿元, 已投资33.75亿元; 公司存货中土地整理成本34.71亿元; 公司主

要在建房地产项目总投资439.56亿元，已投资27.90亿元；截至2019年9月末，公司完工在售的房地产项目剩余可销售面积19.86万平方米，业务持续性较好。此外，近年公司获得较大力度的外部支持。

同时中证鹏元也关注到，公司基础设施项目和土地开发业务收入确认时间仍存在一定不确定性。公司资产以应收款项、存货为主，公司资产整体流动性较弱。公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

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 合并资产负债表

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	88,132.61	158,189.44	362,189.35
应收账款	100,348.72	163,577.19	202,491.83
预付款项	7,536.09	75,064.19	20,150.48
其他应收款	689,224.97	438,594.43	89,802.05
存货	1,563,994.21	1,283,919.55	1,034,330.00
流动资产合计	2,452,582.44	2,125,989.86	1,710,718.90
长期股权投资	74,069.20	26,188.81	14,008.03
非流动资产合计	74,675.71	26,777.41	14,067.46
资产总计	2,527,258.16	2,152,767.28	1,724,786.36
短期借款	5,000.00	18,112.29	18,740.93
预收款项	219,440.76	253,775.39	166,642.02
其他应付款	745,904.52	421,796.63	152,738.36
一年内到期的非流动负债	63,286.00	35,000.00	-
流动负债合计	1,107,053.40	825,372.51	440,740.98
长期借款	237,461.00	237,747.00	228,652.40
应付债券	47,709.46	95,522.78	119,290.90
长期应付款	257,600.42	191,534.88	180,052.48
非流动负债合计	542,770.88	524,804.67	549,950.85
负债合计	1,649,824.28	1,350,177.17	990,691.83
有息债务	472,800.46	491,576.08	471,728.23
所有者权益	877,433.88	802,590.11	734,094.53
营业收入	79,144.41	25,474.29	151,517.15
营业利润	-8,530.54	-53,124.26	42,273.58
营业外收入	30,007.23	0.00	0.00
利润总额	21,476.68	-53,125.70	42,269.37
经营活动产生的现金流量净额	32,616.30	-273,694.43	-74,068.94
投资活动产生的现金流量净额	-48,007.57	-12,762.27	-14,035.59
筹资活动产生的现金流量净额	-54,655.19	88,977.42	280,247.06
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	65.28%	62.72%	57.44%
收现比	1.42	5.12	0.75
产权比率	188.03%	168.23%	134.95%
资产负债率	65.28%	62.72%	57.44%
现金短期债务比	1.29	2.98	19.33

EBITDA (万元)	28,219.29	-31,357.93	42,822.51
EBITDA 利息保障倍数	0.76	-0.92	2.96
有息债务/EBITDA	16.75	-15.68	11.02

资料来源：公司2016年、2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式	主营业务
温州市南汇城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州鞋都投资开发有限公司	3,000.00	100.00	划转	市政建设
温州鹿城区七都综合建设开发有限责任公司	1,000.00	100.00	划转	市政建设
温州市鹿城区藤桥镇新农村建设投资有限公司	10,780.00	92.76	划转	市政建设
温州市鹿城区塘河改造与建设开发有限责任公司	500.00	100.00	划转	市政建设
温州市鹿城区双屿城中村改造建设有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市五马城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市松台城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市南郊城市投资有限公司	8,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区大南城市投资有限公司	3,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市广华城市投资有限公司	7,000.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城轻工产业园区建设投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市丰门城市建设有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市蒲鞋市城市投资有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区城市综合开发投资管理有限公司	500.00	100.00	设立	市政建设
温州市鹿城区城改建设有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市兴银建设投资有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市鹿城区杭银城中村改造有限公司	1,000.00	51.00	设立	市政建设
温州市鹿城区山福镇美丽乡村建设投资有限公司	5,000.00	100.00	设立	市政建设

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ or $(\text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息负债}$

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。