

2015 年丽水市城市建设发展有限公司
公司债券 2020 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

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【93】号 01

债券简称：15 丽水债/PR
丽水债

债券剩余规模：3.6 亿元

债券到期日期：2022 年
08 月 13 日

债券偿还方式：每年付
息一次，存续期后 5 年
每年分别偿还本金的
20%

分析师

姓名：
杨培峰 毕柳

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.co
m

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
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2015 年丽水市城市建设发展有限公司公司债券 2020 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	2020 年 06 月 03 日	2019 年 06 月 24 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对丽水市城市建设发展有限公司（以下简称“丽水城发”或“公司”）及其 2015 年 8 月 13 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性尚可，继续得到外部的大力支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力较大，有息债务压力上升，且存在一定的或有负债风险等不利因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年丽水市实现地区生产总值 1,476.61 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.3%，区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性尚可。截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资 9.66 亿元，已投资 6.38 亿元，已列入规划并通过发改委审批项目计划总投资 29.21 亿元，整体来看公司在建及拟建项目较多，业务持续性尚可。
- 继续得到外部的大力支持。公司主要从事丽水市基础设施建设和公共交通运营业务，2019 年公司收到营运资金专项补贴 1.34 亿元，收到公交客运补贴款购车补贴合计 0.89 亿元，继续得到外部的大力支持。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2019 年末公司应收账款、其他应收款和存货合计占资产总额的 80.51%，应收款项回收期限存在一定不确定性，存货资产主要为基础设施项目开发成本和土地资产，难以短期集中变现，公司资产流动性较弱。
- **面临较大资金压力。**公司 2019 年收现比为 0.71，同比有所下滑，经营收现表现不佳，同时公司在建项目较多，截至 2019 年末，主要在建及拟建项目尚需投资 32.49 亿元，资金需求量较大，公司面临较大资金压力。
- **债务规模持续增长，偿债压力有所上升。**2019 年末公司资产负债率为 37.20%，较上年提高 2.57 个百分点，其中有息债务规模为 36.91 亿元，同比增长 31.50%，占负债总额的 74.32%，较上年提高 10.81 个百分点，现金短期债务比 0.85，货币资金对短期有息债务保障不足，整体偿债压力有所上升。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保合计 7.66 亿元，占同期末净资产比重为 9.14%，被担保单位主要系政府下属企业或事业单位，但考虑到对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,335,208.32	1,276,178.28	1,188,091.09
所有者权益	838,530.87	834,239.63	828,418.80
有息债务	369,108.27	280,685.55	283,739.29
资产负债率	37.20%	34.63%	30.27%
现金短期债务比	0.85	0.81	1.61
营业收入	56,107.16	49,074.57	51,616.01
其他收益	23,580.84	22,142.98	1,835.26
营业外收入	222.78	128.11	15,391.33
利润总额	9,203.69	14,791.84	12,994.24
综合毛利率	-6.38%	-1.20%	2.14%
EBITDA	24,075.34	21,847.07	17,564.86
EBITDA 利息保障倍数	1.48	1.48	1.54
经营活动现金流净额	-73,576.25	33,288.18	-52,052.49
收现比	0.71	0.83	0.67

资料来源：公司2017年及2019年审计报告，中证鹏元整理

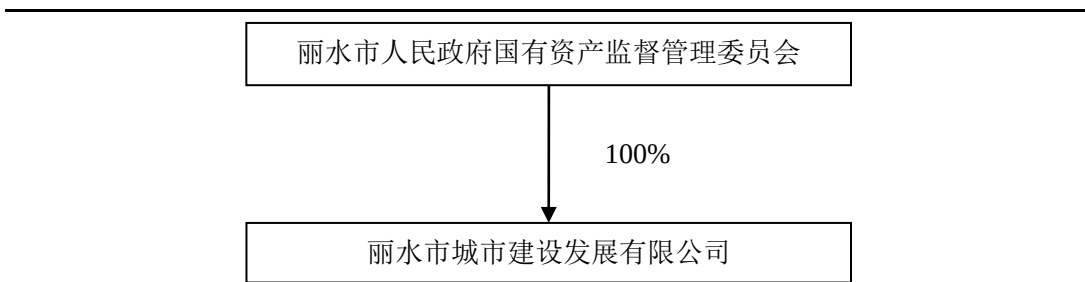
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年8月13日发行7年期6亿元公司债券，募集资金用于丽水南城小叶、桥亭区块低丘缓坡开发利用工程和丽水市低丘缓坡配套路网及管网工程，截至2020年5月12日，本期债券募集资金专项账户余额为4.37万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2020年4月末，公司注册资本和实收资本均为20,000万元，控股股东和实际控制人均为丽水市人民政府国有资产监督管理委员会，公司股权结构及实际控制关系如下。

图1 截至2020年4月末公司股权和控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司合并范围未发生变化，对子公司丽水市城乡公共交通有限公司（以下简称“城乡公交公司”）的剩余少数股东股权进行了收购，持股比例由67%提升至100%。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新

兴服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国

家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号),从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引,并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”),指出要合理保障必要在建项目后续融资,在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资;另一方面,《通知》指出,严禁项目单位以任何方式新增隐性债务,市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月,中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》,表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理,承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围,地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情,债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排,开辟债券发行“绿色通道”,支持参与疫情防控企业债券发行,城投公司作为地方基础设施建设主体,在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作,城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

表1 2019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
2019年3月	政府工作报告	国务院	继续发行一定数量的地方政府置换债券,减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式,妥善解决融资平台到期债务问题,不能搞“半拉子”工程
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10号)	财政部	切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务;禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益;明确禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年5月	《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号)	国务院	积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市;从提升开放型经济质量、赋予更大改革自主权、打造现代产业体系、完善对内对外合作平台功能和加强要素保障和资源集约利用五个方面对国家级经开区的发展提出指导意见
2019年6月	《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》	中共中央办公厅、国务院办公厅	合理保障必要在建项目后续融资;在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资;市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位;严禁项目单位以任何方式新增隐性债

			务
2019 年 12 月	《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》	中证协	非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，其中，负面清单包括：地方融资平台公司，所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

丽水市经济发展势头良好，第三产业对经济增长的贡献度不断提升，投资、消费及出口均保持较快增长

丽水市隶属浙江省，位于浙江省西南浙闽两省结合部，下辖1区、7县、1市，是浙江省陆地面积最大的地级市。2019年丽水市经济实力不断增强，全年实现地区生产总值1,476.61亿元，按可比价格计算，同比增长8.3%，增势较为强劲。其中，第一产业增加值100.04亿元，第二产业增加值571.34亿元，第三产业增加值805.23亿元，分别增长2.8%、8.6%和8.7%，三大产业对经济增长的贡献率分别为2.5%、43.4%和54.1%，第三产业对经济增长的贡献率较上年提高6.9个百分点，成为拉动经济增长的主要动力，三次产业结构由上年的6.8:41.4:51.8调整为6.8:38.7:54.5，第三产业比重进一步提高。2019年丽水市人均GDP为6.69万元，系同期全国人均水平的94.42%，经济发展水平一般。

丽水市整体地貌以中山、丘陵为主，工业基础相对薄弱，但近年发展较快，2019年规模以上工业增加值同比增长11.9%，支柱产业主要包括高新技术产业、装备制造业和战略性新兴产业，占规上工业增加值的36.7%、25.8%和18.0%。2019年丽水市建筑业增加值为122.69亿元，占GDP的比重为8.3%。

丽水市是首批获评为国家级生态保护与建设示范区城市，也是第二批“绿水青山就是金山银山”实践创新基地，生态旅游资源丰富，近年围绕着旅游相关的第三产业发展迅速。2019年丽水市成功创建缙云仙都5A级旅游景区、缙云河阳古民居4A级景区，全年实现旅游总收入781.04亿元，同比增长16.9%，截至2019年末，丽水市5A、4A级旅游景区分别有1家和22家。

2019年丽水市固定资产投资比上年增长11.5%，增速仍维持较高水平，其中民间投资增长18.1%，占投资总额的62.6%，民间投资较活跃。房地产开发投资215.49亿元，比上年增长6.5%，其中住宅投资150.99亿元，增长10.0%，增速较上年均有所回升，但销售端仍

低迷，全年商品房销售面积250.46万平方米，下降20.9%；商品房销售额288.81亿元，下降1.4%。

2019年全市社会消费品零售总额748.10亿元，比上年增长9.6%，是经济增长的重要支撑。对外经济方面，2019年全市货物进出口总额294.93亿元，比上年增长19.4%，增速较上年大幅提升，外贸经济发展势头良好。2019年末全市存、贷款余额分别为3,039.86亿元、2,247.07亿元，同比分别增长18.2%、16.1%，地方融资活动较活跃，金融事业整体向好。

表2 2018-2019年丽水市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,476.61	8.3%	1,394.67	8.2%
第一产业增加值	100.04	2.8%	94.16	3.1%
第二产业增加值	571.34	8.6%	577.79	9.0%
第三产业增加值	805.23	8.7%	722.72	8.1%
规模以上工业增加值	-	11.9%	-	12.2%
固定资产投资	-	11.5%	-	-
社会消费品零售总额	748.10	9.6%	682.91	11.4%
进出口总额	294.93	19.4%	247.13	10.8%
存款余额	3,039.86	18.2%	2,572.33	11.4%
贷款余额	2,247.07	16.1%	1,935.92	11.6%
人均 GDP（元）	66,936		63,611	
人均 GDP/全国人均 GDP	94.42%		98.47%	

资料来源：2018-2019 年丽水市国民经济和社会发展统计公报

2019年丽水市实现公共财政收入139.83亿元，同比增长7.6%，实现市本级政府性基金收入139.27亿元，同比增长71.4%；同期丽水市公共财政支出为526.50亿元，同比增长21.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为26.56%。

四、经营与竞争

公司作为丽水市重要的基础设施建设及国有资产经营管理主体，其主营业务主要包括城市基础设施建设业务、公交营运业务和广告制作业务等，2019年公司实现营业收入5.61亿元，同比增长14.33%，其中城市基础设施建设收入4.93亿元，同比增长14.73%，占营业收入的87.82%，仍是公司营业收入最主要的来源；公交营运收入0.38亿元，同比变化不大，广告制作业务收入下滑至0.05亿元，其他业务收入增至0.25亿元，主要系房屋租赁收入增至较多。2019年公司综合毛利率由上年的-1.20%下降至-6.38%，主要系其他业务毛利率大幅下滑所致。

表3 2018-2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
城市基础设施建设	49,273.64	13.04%	42,947.41	13.04%
公交营运	3,821.54	-223.36%	3,971.73	-188.54%
广告制作	543.32	82.63%	763.80	90.05%
其他业务	2,468.65	-77.85%	1,391.63	43.96%
合计	56,107.16	-6.38%	49,074.57	-1.20%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建收入有所回升，业务持续性尚可，同时也面临较大资金压力

公司根据丽水市政府规划对指定基础设施项目进行代建，并根据《丽水市城市基础设施建设工程协议书》（以下简称“《协议书》”）进行具体运作。根据《协议书》约定，公司承担丽水市城市基础设施建设工程任务，项目建设期内的建设资金由公司负责筹措，每年年底丽水市人民政府对公司投入情况进行认定，项目竣工后由丽水市人民政府或政府相关部门根据实际投资情况进行回购，并按约定向公司支付回购价款，回购款包括项目建设总成本和公司的收益，公司项目建设收益为项目建设总成本的15%。

2019年公司城市基础设施代建业务确认收入的项目主要包括丽阳街西段综合整治、水东路一期、滨水公园、大溪南路一期、括苍路北段等，合计结转成本4.28亿元，确认收入4.93亿元，业务毛利率维持13.04%不变。

表4 2019年城市基础设施建设收入明细（单位：万元）

项目名称	结转成本	确认收入
丽阳街西段（溪口大桥-括苍路）综合整治	12,600.98	14,491.12
水东路一期（丽青路-雅坑溪桥头）	4,691.70	5,395.46
滨水公园	3,680.52	4,232.60
大溪南路一期（枇杷圩路-吕埠坑村）	2,695.41	3,099.72
括苍路北段（人民路-北环路）	2,641.26	3,037.45
中山街北段道路（人民路-北外环路）	2,368.29	2,723.53
武东路、联平路	2,173.11	2,499.08
水东大桥及丽青路三期	1,734.64	1,994.84
其他	10,260.73	11,799.84
合计	42,846.64	49,273.64

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建基础设施项目包括污水输送干管、联城路、花街路、联花路、开发路北延伸段等，计划总投资9.66亿元，已投资6.38亿元，未来尚需投资3.28亿元；已列入规划并通过发改委审批项目主要包括丽水市花园邻里中心及地下停车场项目、丽水生态体育公园、公安局执法办案管理中心等，计划总投资29.21亿元，公司业务持续性尚可，但在建及拟建项目投资缺口合计32.49亿元，也面临较大资金压力。

表5 截至2019年末公司主要在建及拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目类型	项目名称	总投资	已投资
在建项目	污水输送干管	2.24	0.69
	联城路	2.51	2.27
	花街路	1.21	0.80
	联花路	1.32	0.97
	开发路北延伸段	1.07	0.57
	余庄前配套小区	0.45	0.35
	寿元路	0.39	0.36
	长虹路东段	0.48	0.35
	合计	9.66	6.38
拟建项目	丽水市花园邻里中心及地下停车场项目	12.67	0.00
	丽水生态体育公园	7.99	0.00
	公安局执法办案管理中心	6.10	0.00
	丽水莲城书院	2.03	0.00
	丽水莲都区万象消防站	0.42	0.00
	合计	29.21	0.00

资料来源：公司提供

公司公交营运业务盈利能力仍不佳，广告制作业务规模较小，房屋租赁等其他业务收入增长明显，但毛利率大幅下滑

公司公交营运业务主要由子公司丽水市公共交通有限公司（以下简称“市公交公司”）和城乡公交公司负责运营，2019年公司实现公交营运业务收入3,821.54万元，较上年变化不大，业务毛利率为-223.36%，较上年下降34.82个百分点，主要系公共交通票价由政府统一制定，具有一定公益性质。针对公交营运业务持续亏损，政府每年对公司给予一定补贴，2019年公司分别收到公交客运补贴款4,685.00万元和购车补贴4,243.79万元，合计8,928.79万元。

公司广告制作业务主要由子公司市公交公司负责运营，2019年实现业务收入543.32万元，业务毛利率82.63%，整体规模仍然较小。公司其他业务主要包括房屋租赁、车辆广告出租、IC卡销售、公共自行车等，2019年合计实现业务收入2,468.65万元，同比增长77.39%，主要系房屋租赁收入大幅增长所致，2019年公司租赁业务实现收入2,259.14万元，其中写字楼租赁收入1,763.00万元，店铺租赁收入368.45万元，住宅租赁收入127.69万元，但租赁房屋的折旧费用较高，导致该业务大幅亏损，其他业务毛利率下滑至-77.85%。

公司继续获得外部的大力支持

公司作为丽水市重要的城市基础设施建设主体，仍可获得外部的大力支持。根据丽国资委《关于下达丽水市城市建设发展有限公司补助资金专项补贴的通知》，当地政府向公

司拨付营运资金专项补贴13,477.31万元；根据丽水市人民政府办公室文件丽政办发(2015)172号，当地政府向公司拨付公交客运业务补贴款4,685.00万元；同时，2019年政府向公司拨付购车补贴4,243.79万元，一定程度提高了公司盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年审计报告中对应收票据及应收账款、应付票据及应付账款等相关具体科目的会计政策有所调整，为保持数据一致性，2018年末财务数据采用2019年初的数据。2019年合并范围无变化，截至2019年末子公司具体情况如附录二。

资产结构与质量

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

截至2019年末，公司资产总计133.52亿元，同比增长4.63%，结构上仍以流动资产为主，年末占总资产的87.85%。

截至2019年末，公司货币资金账面余额6.17亿元，除少量现金外全部系银行存款，期末不存在抵押或冻结情形。应收账款主要为应收工程结算款，2019年末账面价值合计17.30亿元，同比增长11.60%，其中应收丽水市财政局17.25亿元，占应收账款总额的99.72%；其他应收款主要为往来款项，年末账面价值为28.01亿元，同比增长20.01%，前五大应收对象为丽水市林业建设发展有限公司、丽水市水利发展有限公司、丽水市广通公路经营有限责任公司、丽水市国有资本运营有限公司和丽水市财政局，考虑到应收账款及其他应收款的欠款方主要是政府单位，款项回收风险较小，但回款时间存在较大不确定性，对公司资金占用严重。截至2019年末，公司存货账面价值为62.19亿元，主要为公司代建的城市基础设施工程建设成本和土地资产，难以短期集中变现，其中工程建设成本51.90亿元，主要包括尚未完工结转项目及本期债券募投项目，同比有所减少，主要系项目结转收入及转入其他会计科目所致，土地资产10.27亿元，较上年无变化，土地全部为出让用地，未缴纳土地出让金，以评估价值入账，用途为商住，均未对外抵押。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	61,704.79	4.62%	50,548.86	3.96%
应收账款	172,990.59	12.96%	155,011.44	12.15%
其他应收款	280,069.46	20.98%	233,366.32	18.29%
存货	621,865.54	46.57%	656,321.18	51.43%
流动资产合计	1,172,991.49	87.85%	1,128,781.57	88.45%
可供出售金融资产	36,357.15	2.72%	43,147.43	3.38%
投资性房地产	88,867.49	6.66%	69,985.97	5.48%
非流动资产合计	162,216.83	12.15%	147,396.71	11.55%
资产总计	1,335,208.32	100.00%	1,276,178.28	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司可供出售金融资产账面价值3.64亿元，主要系对丽水市广通公路经营有限责任公司、浙江金丽温高速公路有限公司、浙江丽水安邦护卫有限公司等公司的股权投资，较上年末减少15.74%，主要系根据浙江省人民政府办公厅《关于协调龙丽丽龙高速公路股权整合工作情况的汇报》，公司将所持有的浙江龙丽丽龙高速公路有限公司3.24%的股权无偿划拨给浙江省交通投资集团有限公司。投资性房地产主要为房屋及建筑物，2019年末账面价值为8.89亿元，同比增长26.98%，主要系完工项目转入所致，年末绿谷信息产业园一期因手续不全，尚未办理权证，该资产账面价值6.13亿元，年末对外抵押的投资性房地产共3处，账面价值合计2.65亿元。截至2019年末，公司对外抵押的资产全部系投资性房地产，账面价值为2.65亿元，占总资产的1.98%。

综合来看，2019年公司资产规模持续增长，但主要由应收款项、工程施工成本及土地资产构成，整体资产流动性仍较弱。

盈利能力

公司营业收入同比回升，但盈利能力仍较差，公司利润对政府补贴依赖度仍较高

2019年公司实现营业收入5.61亿元，同比增长14.33%，其中城市基础设施建设业务和房屋租赁业务分别实现收入4.92亿元和0.23亿元，同比分别增长14.73%和99.28%，是公司营业收入增长的主要来源。公司毛利率仍较低，其中代建板块毛利率维持为13.04%，但公交营运业务仍亏损且亏损程度有所增加，叠加房屋租赁业务毛利率大幅下滑，2019年公司综合毛利率下滑至-6.38%。

公司作为丽水市重要的基础设施建设主体，仍获得政府较大的支持，2019年公司收到

购车补贴、运营亏损补贴、营运资金补贴等其他收益2.36亿元。2019年公司实现利润总额0.92亿元，全部来源于政府补助，公司利润对政府补贴依赖度较高，值得关注的是政府补助规模受地方财力影响较大，存在一定的不确定性。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	56,107.16	49,074.57
其他收益	23,580.84	22,142.98
营业利润	9,005.31	14,670.35
利润总额	9,203.69	14,791.84
综合毛利率	-6.38%	-1.20%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流表现不佳，外部融资力度明显上升，考虑到后续基础设施项目待投资规模较大，公司仍面临较大资金压力

2019年公司经营现金回款3.96亿元，收现比为0.71，较上年有所下滑，主要系工程结算款未及时到账所致。同期公司在建项目投入力度有所上升，全年购买商品、接受劳务支付现金4.29亿元，公司主营业务现金缺口有所扩大。同时，公司作为地方重要的基础设施建设主体，与政府单位间的往来款项较多，2019年公司收到往来款现金5.77亿元，往来款支出11.76亿元，进一步扩大了资金缺口，全年经营活动现金净流出7.36亿元。

2019年公司投资活动现金流入规模较少，现金流出规模为1.60亿元，其中购建长期资产支出0.96亿元，新增对浙江景文高速公路有限公司的股权投资0.64亿元，全年投资活动现金净流出1.60亿元。

为了平衡经营活动及投资活动产生的资金缺口，2019年公司加大了外部筹资力度，全年公司通过银行借款取得资金5.00亿元，发行债券收到现金14.46亿元，收到定期存单解冻、基建项目专项资金等现金5.95亿元，扣除偿还债务及利息支付的现金，2019年公司筹资活动现金净流入13.12亿元。截至2019年末，公司主要在建及拟建基础设施项目尚需投资32.49亿元，公司仍面临较大资金压力。

表8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.71	0.83
销售商品、提供劳务收到的现金	39,605.17	40,861.49
收到的其他与经营活动有关的现金	57,711.00	133,312.94

经营活动现金流入小计	97,316.17	174,174.44
购买商品、接受劳务支付的现金	42,922.84	35,960.64
支付的其他与经营活动有关的现金	117,552.48	95,407.55
经营活动现金流出小计	170,892.42	140,886.26
经营活动产生的现金流量净额	-73,576.25	33,288.18
投资活动产生的现金流量净额	-15,966.34	-15,912.78
筹资活动产生的现金流量净额	131,198.51	-40,050.72
现金及现金等价物净增加额	41,655.93	-22,675.32

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模进一步增长，偿债压力有所上升

随着公司基础设施建设业务的逐步推进，公司对项目建设的资金需求不断增加，负债规模持续上升，2019年末负债总额为49.67亿元，同比增长12.39%。2019年末，公司所有者权益为83.85亿元，较上年基本稳定，综合影响下，公司产权比率增长至59.23%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	496,677.45	441,938.65
所有者权益	838,530.87	834,239.63
产权比率	59.23%	52.98%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款为0.50亿元，全部为当年新增的保证借款。其他应付款主要包括应付往来款项、押金及保证金、暂收及代收款项等，2019年末账面余额为5.98亿元，同比下降53.76%，主要系往来款项大幅减少所致。一年内到期的非流动负债包含一年内到期的保证借款2.54亿元、“15丽水债”1.20亿元和“17丽水城建PPN001”3.00亿元。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,000.00	1.01%	0.00	0.00%
其他应付款	59,791.64	12.04%	129,298.75	29.26%
一年内到期的非流动负债	67,360.00	13.56%	62,650.00	14.18%
流动负债合计	157,622.20	31.74%	211,801.75	47.93%
长期借款	117,850.00	23.73%	142,210.00	32.18%
应付债券	178,898.27	36.02%	75,825.55	17.16%
长期应付款	30,140.94	6.07%	1,681.77	0.38%

非流动负债合计	339,055.24	68.26%	230,136.90	52.07%
负债合计	496,677.45	100.00%	441,938.65	100.00%
有息债务	369,108.27	74.32%	280,685.55	63.51%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司长期借款账面余额为11.79亿元，全部是保证借款，借款银行主要包括中国建设银行、中国农业银行、交通银行、杭州银行、浙商银行等。2019年公司发行了4只定向工具和1只理财融资工具，应付债券规模大幅上升，期末账面余额增至17.89亿元，详见下表。2019年公司长期应付款大幅增长，主要系新增塔下至腊口公路改建工程项目专项资金2.83亿元。

表11 公司应付债券构成情况（单位：万元）

债券名称	面值	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
2015 年丽水市城市建设发展有限公司债券	60,000.00	2015-8-13	7 年	60,000.00	35,898.27
2017 年丽水城建 PPN	30,000.00	2017-9-25	2+3 年	30,000.00	30,000.00
2018 年丽水城建 PPN	10,000.00	2018-8-20	2+3 年	10,000.00	10,000.00
2019 丽水城建 PPN001	30,000.00	2019-1-24	5 年	30,000.00	30,000.00
2019 丽水城建 PPN002	30,000.00	2019-3-25	5 年	30,000.00	30,000.00
2019 丽水城建 PPN003	30,000.00	2019-8-6	5 年	30,000.00	30,000.00
2019 丽水城建 PPN004	25,000.00	2019-10-30	5 年	25,000.00	25,000.00
2019 年度第一期直接理财融资工具	30,000.00	2019-11-19	2 年	30,000.00	30,000.00
合计	250,000.00	-	-	250,000.00	178,898.27

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务合计36.91亿元，同比增长31.50%。从有息债务结构来看，公司短期、长期有息债务余额分别为7.24亿元和29.67亿元，分别占有息债务的19.60%和80.40%，有息债务压力有所上升。

表12 截至2019年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年及以后
短期借款	5,000	-	-
一年内到期的非流动负债	67,360	-	-
长期借款	-	23,020	94,830
应付债券	-	22,000	156,898
合计	72,360	45,020	251,728

资料来源：公司提供

随着外部筹资力度的上升，公司债务水平有所提高，2019年末公司资产负债率升至37.20%，较上年提高2.57个百分点。从短期偿债指标看，2019年末公司现金短期债务比为0.85，较上年有小幅上升，货币资金对短期有息债务的保障一般。综合偿债能力方面，2019年公司息税折旧摊销前利润为2.41亿元，同比增长10.20%，同期有息债务规模仍较大，利

润对利息的保障程度仍处于较低水平，公司整体经营债务负担仍较重。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	37.20%	34.63%
现金短期债务比	0.85	0.81
EBITDA 利息保障倍数	1.48	1.48
有息债务/EBITDA	15.33	12.85

资料来源：公司 2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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2019年末，公司对外担保合计7.66亿元，占同期末净资产比重为9.14%，被担保单位主要系政府下属企业或事业单位，但考虑到对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表14 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	单位性质	担保余额	担保起始日	担保到期日
丽水市水利发展有限公司	国有独资	10,000.00	2015-05-07	2020-05-06
丽水市机动车驾驶员考试中心	事业单位	1,600.00	2017-11-30	2020-11-17
丽水市城市建设投资有限责任公司	国有独资	15,000.00	2018-09-25	2021-09-24
丽水市港航建设开发有限公司	国有独资	50,000.00	2017-01-09	2026-12-25
合计	-	76,600.00	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2019年丽水市实现地区生产总值1,476.61亿元，按可比价格计算，同比增长8.3%，公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础；公司在建及拟建项目较多，后续业务

持续性尚可；公司作为丽水市重要的基础设施建设主体，继续得到外部的大力支持。

同时中证鹏元也关注到了公司资产主要由应收款项、项目建设成本和土地资产构成，整体流动性较弱；在建及拟建项目待投资规模较大，面临较大的资金压力；债务规模持续增长，有息债务压力有所上升；公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

综合分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	61,704.79	50,548.86	42,724.19
应收账款	172,990.59	155,011.44	144,743.08
其他应收款	280,069.46	233,366.32	173,633.16
存货	621,865.54	656,321.18	675,130.95
流动资产合计	1,172,991.49	1,128,781.57	1,053,545.37
投资性房地产	88,867.49	69,985.97	8,999.35
非流动资产合计	162,216.83	147,396.71	134,545.72
资产总计	1,335,208.32	1,276,178.28	1,188,091.09
短期借款	5,000.00	0.00	0.00
其他应付款	59,791.64	129,298.75	52,530.83
一年内到期的非流动负债	67,360.00	62,650.00	26,590.00
流动负债合计	157,622.20	211,801.75	93,370.75
长期借款	117,850.00	142,210.00	179,469.09
应付债券	178,898.27	75,825.55	77,680.20
非流动负债合计	339,055.24	230,136.90	266,301.54
负债合计	496,677.45	441,938.65	359,672.29
有息负债	369,108.27	280,685.55	283,739.29
所有者权益合计	838,530.87	834,239.63	828,418.80
营业收入	56,107.16	49,074.57	51,616.01
营业利润	9,005.31	14,670.35	-2,067.68
净利润	6,240.43	11,638.69	11,831.92
经营活动产生的现金流量净额	-73,576.25	33,288.18	-52,052.49
投资活动产生的现金流量净额	-15,966.34	-15,912.78	-5,637.78
筹资活动产生的现金流量净额	131,198.51	-40,050.72	51,732.99
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	-6.38%	-1.20%	2.14%
收现比	0.71	0.83	0.67
产权比率	59.23%	52.98%	43.42%
资产负债率	37.20%	34.63%	30.27%
现金短期债务比	0.85	0.81	1.61
EBITDA（万元）	24,075.34	21,847.07	17,564.87
EBITDA 利息保障倍数	1.48	1.48	1.54
有息债务/EBITDA	15.33	12.85	16.15

资料来源：公司 2017 年及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

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

资料来源：公司 2019 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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}$
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。