

2020 年乐清市国有投资有限公司

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(2020)011137】

**评级对象:** 2020年乐清市国有投资有限公司公司债券(第一期)

**主体信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级时间:** 2020年7月17日

**计划发行:** 不超过13亿元

**本期发行:** 8亿元

**发行目的:** 补充流动资金,支持项目建设

**存续期限:** 7年,附第5年末发行人调整

**票面利率选择权及投资人回售选择权**

**偿还方式:** 每年付息,到期一次性还本,最后一期利息随本金一并支付

**增级安排:** 无

## 主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
<b>金额单位:人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据:</b>				
货币资金	3.13	1.98	0.80	1.67
刚性债务	28.62	31.07	38.34	43.14
所有者权益	140.21	176.62	238.36	239.48
经营性现金净流入量	-18.40	-2.42	-2.50	-5.36
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
总资产	310.88	438.08	517.45	538.56
总负债	165.82	255.87	272.85	295.69
刚性债务	97.87	170.51	226.13	239.55
所有者权益	145.06	182.21	244.61	242.87
营业收入	13.51	16.35	17.02	2.52
净利润	1.09	0.52	1.40	0.18
经营性现金净流入量	-9.37	9.15	-45.55	-5.29
EBITDA	2.99	3.43	7.34	—
资产负债率[%]	53.34	58.41	52.73	54.90
长短期债务比[%]	226.33	218.53	283.37	255.95
营业利润率[%]	-10.43	-19.12	-49.56	-59.06
短期刚性债务现金覆盖率[%]	91.65	66.55	53.09	47.80
营业收入现金率[%]	86.49	78.71	94.41	94.40
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-47.10	-69.06	-34.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.72	0.43	0.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.04	—

注:发行人数据根据乐清国投经审计的2017-2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

郭羽佳 wuj@shxsj.com

张琪 zhangqi@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

### 主要优势:

- **区域环境良好。**乐清市经济基础较好,近年来全市积极推进产业升级改造,同时加快发展现代服务业,地区生产总值保持增长趋势,综合实力位居全国百强县前列,为乐清国投主业发展提供良好的外部环境。
- **政府支持力度大。**乐清国投作为乐清市国有资产运营平台和基础设施建设核心主体,持续得到乐清市政府在资金拨付以及项目获取等方面的大力支持。
- **资本实力不断增强。**近年来乐清国投所有者权益因资产注入、经营积累而持续增长,资本实力不断增强,抗风险能力持续提升。

### 主要风险:

- **新冠肺炎疫情对地区经济的影响。**2020年第一季度,乐清市经济运行受疫情负面影响而出现放缓。现阶段国内疫情逐步控制,企业复工复产有序进行,相关负面影响有望减小。
- **经营易受国家政策影响。**乐清国投土地一级开发业务及房地产开发业务易受区域土地和房地产市场及国家政策调整的影响。
- **项目开发资金平衡压力。**乐清国投持续存在一定规模的基础设施建设和市域铁路及高速公路等项目投资任务,加之城中村改造项目资金回收期长,公司将持续面临较大的资金平衡压力。
- **债务负担重。**乐清国投债务规模较大,以银行借款与各类债券为主的刚性债务占比较高,公司债务负担和利息支出压力较重。

- 子公司管控风险。乐清国投下属子公司较多，面临一定资源整合及子公司管控压力。
- 募投项目运营收益不达预期风险。本期债券募投项目未来运营易受区域内招商引资情况及房地产市场等影响，存在收益不达预期风险。

#### ➤ 未来展望

通过对乐清国投及其发行的本期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；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2020 年乐清市国有投资有限公司公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

乐清市国有投资有限公司（简称“该公司”、“公司”或“乐清国投”）成立于 2002 年 5 月 27 日，由乐清市财政局出资人民币 2.80 亿元组建，负责乐清市国有资产的运营和管理的工作。公司自成立以来注册资本及股权结构均未发生变动。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本仍为 2.80 亿元，乐清市财政局持有公司 100% 股权。

该公司是乐清市政府性项目的重要投资、建设和运营主体之一，在地方政府内地位显著，公司能够持续获得乐清市政府在资产注入、项目获取以及财政补助等方面的支持。目前公司主要从事乐清市城市基础设施建设、供水、土地开发整理、保障房建设及其他国有资产的运营管理等业务。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司申请发行不超过人民币 13 亿元企业债券的事宜已于 2020 年 6 月经国家发展与改革委员会审核批准（发改企业债券[2020]192 号）。本期债券拟发行规模为人民币 8.00 亿元，期限为 7 年，同时在债券存续期的第 5 个计息年度末末发行人调整票面利率选择权及投资人回售选择权。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2020 年乐清市国有投资有限公司公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 13 亿元人民币
本期发行规模:	8 亿元人民币
本期债券期限:	7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资人回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息，到期一次性还本，最后一期利息随本金一并支付
增级安排:	无

资料来源：乐清国投

## (2) 募集资金用途

本期债券拟募集资金 8 亿元，其中 4.80 亿元用于乐清湾港区临港产业创业园建设工程项目（简称“募投项目”）建设，3.20 亿元用于补充公司流动资金。

本期债券募投项目由子公司乐清湾港区投资发展有限公司（简称“乐清湾港区公司”）负责投资建设，通过自筹资金和债务筹资方式完成项目融资，项目计划总投资 11.30 亿元。项目竣工验收后主要通过物业租售等方式回笼资金。根据浙江鼎力工程项目管理有限公司编制的《乐清湾港区临港产业创业园建设工程可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），募投项目预计在运营期内可实现总收入 14.40 亿元，在本期债券存续期内可实现总收入 8.25 亿元。

**图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况（单位：亿元）**

项目名称	批准文号	计划总投资	拟使用募集资金	占项目总投资比例
乐清湾港区临港产业创业园建设工程项目	乐港投资[2019]2 号 乐政国用（2014）第 000955 号 乐政国用（2013）第 29-8495 号 温环乐规[2019]31 号 乐住建发[2019]224 号	11.30	4.80	42.47%

资料来源：乐清国投

乐清湾港区临港产业创业园建设工程项目分为两个子项目，分别为高端装备制造厂房项目和科创孵化服务中心项目。其中高端装备制造厂房项目位于乐清湾港区核心区，整个地块呈菱形，东南面为相邻工业地块，东北面为双屿路，西北面为临港大道，西南面为拓展路；科创孵化服务中心项目位于乐清湾港区核心区，整个地块呈菱形，北面为拓展河、东面为景观绿化带和虹蒲大道、南面隔创新路紧邻行政办公用地、西面为临海西路。该项目计划总投资 11.30 亿元，已于 2019 年 5 月开工，建设周期 2.5 年，截至 2020 年 6 月末，已投入资金 4.52 亿元。

乐清湾港区临港产业创业园建设工程项目地上建筑面积 16.17 万平方米，其中高端装备制造厂房 11.01 万平方米，配套用房 0.10 万平方米，科创孵化办公用房 4.46 万平方米。根据可研报告，在项目运营后，债券存续期内可实现营业收入总计为 8.25 亿元。从收入构成来看，项目预计通过物业销售实现收入 6.05 亿元、物业租赁实现收入 1.31 亿元、广告收入 0.53 亿元、物业管理费收入 0.08 亿元、停车位收入 0.27 亿元。

**图表 3. 募投项目债券存续期内销售收益预测<sup>1</sup>**

项目	单位	数量	单价（元/平方米）	小计（万元）
高端装备制造厂房	平方米	110073	5500	60540

资料来源：根据《乐清湾港区临港产业创业园建设工程可行性研究报告》整理绘制

<sup>1</sup> 销售比例按照运营期第 1 年、第 2 年、第 3 年和第 4 年分别为 40%、40%、10%、10%。

图表 4. 募投项目债券存续期内租赁收益预测<sup>2</sup>

项目	单位	数量	单价 (元/平方米/年)	小计(万元)
科创孵化服务中心 科创办公用房	平方米	44565	600	13103

资料来源：根据《乐清湾港区临港产业创业园建设工程可行性研究报告》整理绘制

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2020 年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020 年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及

<sup>2</sup> 出租面积按照运营期第 1 年出租 80%，第 2 年及以后出租 100% 计算，出租价格按每 3 年增长 5% 计算。

新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的态势。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017年至2018年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资

金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019年末，我国城镇化率为60.60%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布

《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号),加强融资平台公司融资管理。5月,财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号),严格规范政府购买服务预算管理,明确列示政府购买服务负面清单。6月,财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券,进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018年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),明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资,不得违规新增地方政府融资平台公司贷款;不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任;不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金。

2018年下半年以来,城投企业的融资政策环境有所改善。2018年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;指出要“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,国务院办公厅下发《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),对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充,明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度,同时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,不得盲目抽贷、压贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险;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。此外,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,依法依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。2019年3月,《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式,妥善解决融资平台到期债务,不能搞“半拉子”工程。6月,中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,提出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。

2020年初,我国出现新型冠状病毒肺炎疫情,疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效,但我国仍面临境外输入病例风险,必要的疫情防控仍将持续。受此影响,部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长,基建扩容被普遍认为是重要抓手之一,城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体,其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要,核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时,城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压,以及防疫等基本支出需求增加,政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓,对城投自身的流动性

及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

### (3) 区域经济环境

乐清市经济基础较好，形成了以低压电器、电子、机械为主的主导产业。近年来全市积极推进产业升级改造，同时加快发展现代服务业，地区生产总值保持增长趋势，综合实力位居全国同级县（区）前列。

乐清市为浙江省辖县级市，由温州市代管，位于浙江省东南沿海，东临乐清湾，与玉环、洞头两县隔海相望；南以瓯江为界，与温州市隔江相望；西与永嘉县毗邻；北与台州市黄岩区接壤；东北与温岭市为邻。境内拥有甬台温高速公路、甬台温铁路以及 104 国道等，南部及中部拥有七里港和乐清湾两座港口，城区距温州市区约 30 公里，距温州龙湾国际机场约 40 公里。乐清市下辖 9 个镇和 8 个街道办事处，全市陆域面积 1385 平方公里，海域面积 284.3 平方公里，截至 2019 年末常住人口 142.85 万人，城镇化率为 57.61%。

乐清市经济基础较好，是我国市场经济发育最早的地区之一。其中南部柳市地区是我国著名的低压电器之都，温台模式的发源地；北部雁荡山是我国十大名山之一，号称东南第一山，为国家首批 5A 级旅游景区，有“世界地质公园”的称号。乐清市经济发展初期以家庭作坊、个体工业形式为主，上世纪 80 年代开始逐步实现股份制合作后步入快速发展期。目前，乐清市形成了以低压电器、电子、机械、仪表、服装、皮革、船舶修造等为主导的工业体系，是我国的钻头（建工）产业基地和低压电器之都、电子元器件产业基地；并拥有诸如正泰电器（601877.SH）、德力西电气、浙江天正电气等行业龙头企业，其中正泰电器位列 2019 年《财富》中国 500 强排行榜第 307 位。2019 年乐清市主导产业电气产业实现规模以上工业增加值 160.16 亿元，同比增长 9.5%，对全市规模以上工业增加值的贡献率达到 54.0%。但乐清市传统支柱产业偏向低端，如电气行业中大多为技术含量较低的低压电器等产品，而中、高压电气制造企业大部分迁移至上海等人才储备发达、技术领先的地区，因此近年来乐清市传统产业面临一定的升级改造压力，全市不断加大升级改造力度。

乐清市经济外向度较高，其中以通断及保护电路装置为主的电子元器件产业出口规模较大，以出口为主导的市场结构已逐步成为乐清市经济发展的重要推动力。但近年来由于国际宏观环境波动较大，出口市场需求变化对当地经济产生一定影响。2017 年以来，受益于行业环境复苏，乐清市对外贸易呈现恢复性增长态势，2017-2019 年分别实现进出口总额 143.27 亿元、160.60 亿元和 185.66 亿元，增幅分别为 8.4%、15.9%和 15.7%。在传统产业升级改造效果初步显现以及出口市场需求恢复等因素影响下，乐清市地方经济保持较快发展，产业结构不断优化。根据工信部所属的赛迪县域经济研究中心编写的《2019 年中国县域经济百强白皮书》，乐清市综合实力位居全国百强县第 16 位，较上年提高 5 个位次。2017-2019 年，乐清市分别实现地区生产总值

947.45 亿元、1078.52 亿元和 1209.93 亿元，按可比价格计算，增速分别为 9.1%、9.2% 和 8.7%。其中 2019 年实现第一产业增加值 20.36 亿元，增长 0.2%；第二产业增加值 557.41 亿元，增长 7.6%；第三产业增加值 632.16 亿元，增长 10.1%；由于工业转型升级持续深化，高新技术产业、装备制造业等产业快速发展，而房地产业、金融业等部分服务业增长弱化，三次产业比重由 2018 年的 1.9:42.3:55.8 调整为 1.7:46.1:52.2。

**图表 5. 2017 年以来乐清市主要经济指标及增速**

指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	增速 (%)						
地区生产总值 (亿元)	947.45	9.1	1078.52	9.2	1209.93	8.7	285.33	-10.1
人均生产总值 (万元)	7.29	10.2	8.26	8.7	8.48	8.0	--	--
规模以上工业增加值 (亿元)	279.78	9.1	273.96	10.8	296.49	7.9	50.20	-18.8
全社会固定资产投资 (亿元)	684.91	13.9	--	8.6	--	10.1	--	--
社会消费品零售总额 (亿元)	397.82	11.8	461.42	10.3	535.41	9.0	119.01	-10.6
进出口总额 (亿元)	143.27	8.4	160.60	15.9	185.66	15.7	32.76	-11.2
三次产业结构	2.3:44.0:53.7		1.9:42.3:55.8		1.7:46.1:52.2		1.6:46.8:51.6	

资料来源：乐清市国民经济和社会发展统计公报

2020 年第一季度，乐清市经济运行受疫情负面影响而出现放缓。当期全市实现地区生产总值 285.33 亿元，同比下降 10.1%；规模以上工业增加值 50.20 亿元，下降 18.8%；社会消费品零售总额 119.01 亿元，下降 10.6%；进出口总额 32.76 亿元，下降 11.2%。现阶段国内疫情逐步控制，企业复工复产有序进行，相关负面影响有望减小。

近年来乐清市服务业保持较快发展，逐渐成为经济增长的“主引擎”。2019 年全市实现服务业增加值 632.16 亿元，同比增长 10.1%，拉动 GDP 增长 4.9 个百分点。分行业来看，批发业和非营利性服务业是支撑服务业增长的主要动力，2019 年全市批发业实现增加值 70.37 亿元，同比增长 13.3%；非营利性服务业实现增加值 143.35 亿元，同比增长 16.2%；实现社会消费品零售总额 535.41 亿元，比上年增长 9.0%，其中限上批发业销售额 311.48 亿元，增长 67.4%；限上零售业销售额 92.54 亿元，增长 9.6%；全年全市接待游客总人数达 2307.9 万人次，比上年增长 17.4%，实现旅游收入 321.72 亿元，增长 67.4%。

近年来乐清市保持较大力度的固定资产投资。2017-2019 年，全市固定资产投资增速分别为 13.9%、8.6% 和 10.1%。工业投资方面，世界 500 强企业益海嘉里粮油加工等 8 个省“152”重大项目开工建设，项目落地及开工数均居全省各县市首位。交通投资方面，乐清湾大桥及接线工程、甬台温高速复线南塘至黄华段全面通车，温州绕城高速北线二期顺利建成；228 国道乐成至黄华段开工建设，乐清湾港区铁路支线、甬台温高速复线乐清北互通、瓯江北口大桥、104 国道虹桥至乐成段改建、疏港公路南塘至乐成段等重大交通项目加快建设。

从房地产市场走势来看，2019 年乐清市房地产销售市场持续降温，全年新建商品房销售 7969 套，下降 5.2%，继续呈下降态势，全市商品房销售面积持续低迷，全年增速为 0.4%，对经济的拉动效力持续弱化；全年全市金融存贷款总额为 3019.28 亿元，同比增长 12.7%，增速为温州全市最低，低于温州市平均水平 1.1 个百分点。

土地交易市场方面，受房地产调控政策、土地出让规划等因素影响，2019 年乐清市土地市场呈现量增价跌的态势。全年全市土地成交面积较上年增长 18.39% 至 178.03 万平方米；由于成交均价较高的住宅用地成交面积下降，全年全市土地成交均价较上年下降 34.35% 至 3354.97 元/平方米，从而导致土地成交总价较上年下降 22.28% 至 59.73 亿元。

**图表 6. 2017 年以来乐清市土地市场交易情况**

	2017 年	2018 年	2019 年
<b>土地成交总面积（万平方米）</b>	<b>94.66</b>	<b>150.37</b>	<b>178.03</b>
其中：工业用地成交面积（万平方米）	58.26	81.71	92.73
住宅用地成交面积（万平方米）	34.56	46.42	28.25
商服用地成交面积（万平方米）	1.85	3.69	1.98
其他用地成交面积（万平方米）	--	18.55	55.06
<b>土地成交总价（亿元）</b>	<b>49.11</b>	<b>76.85</b>	<b>59.73</b>
其中：工业用地成交总价（亿元）	5.12	7.02	7.60
住宅用地成交总价（亿元）	42.95	65.36	43.17
商服用地成交总价（亿元）	1.04	3.23	5.14
其他用地成交总价（亿元）	--	1.25	3.81
<b>土地成交均价（元/平方米）</b>	<b>5187.54</b>	<b>5110.70</b>	<b>3354.97</b>
其中：工业用地成交均价（元/平方米）	878.78	858.51	819.73
住宅用地成交均价（元/平方米）	12425.65	14080.26	15280.69
商服用地成交均价（元/平方米）	5650.03	8744.00	25926.60
其他用地成交均价（元/平方米）	--	671.86	692.29

资料来源：中指数据

## 2. 业务运营

该公司是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，目前业务种类包括对外投资、土地开发整理、基础设施建设、保障房开发和自来水销售等经营性业务。其中公司经营性业务收入基本保持稳定，且可获得较为稳定的现金流入；公司在开发的保障房建设和土地一级开发业务已基本完成，并实现了一定的资金回笼；未来公司将重点推进城中村改造项目和以市域铁路、高速公路等为主的项目投资，虽然市财政给予了一定规模的资金支持，但项目开发规模大且周期较长，公司未来仍将面临一定的资金压力。

该公司是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，主要承担乐清市城市基础设施建设、供水、土地开发整理、保障房建设及其他国有资产

的运营管理。2017-2019年，公司分别实现营业总收入13.51亿元、16.35亿元和17.02亿元，营收规模持续增长，主要系总部经济园部分办公楼实现出售以及管道安装、污水处理等业务收入增加所致。公司营业收入主要来源于保障房销售、总部经济园物业销售和供水，2019年分别占营业收入的23.00%、20.02%和18.25%。其中保障房销售收入受项目建设进度的影响持续下降；总部经济园办公楼出售业务受回款进度影响有所波动；供水业务收入基本保持稳定；燃料销售业务收入受成品油售价变动等因素影响有所波动；客货运输业务收入受公交车客运模式改变经营影响有所波动。此外，公司另有管道安装、隧道通行费、房屋租赁、污水处理等业务，对营业收入形成一定补充。2020年第一季度，公司实现营业收入2.52亿元，主要来源于保障房销售、总部经济园物业销售、供水、管道安装等业务。

2017-2019年，该公司综合毛利率分别为11.05%、9.65%和-6.96%，盈利水平逐年下滑主要受保障房业务收入成本倒挂以及客货运输业务亏损加大影响。此外，公司供水业务垄断性较强，盈利空间相对较大，对公司盈利形成较好补充。2020年第一季度，公司综合毛利率为-6.51%，较上年同期下降10.30个百分点，主要系客货运输业务以及污水处理业务亏损加大所致。

图表7. 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务类型	2017年		2018年		2019年		2020年第一季度	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
营业收入	135095.03	100.00	163499.09	100.00	170150.62	100.00	25229.23	100.00
保障房销售	54670.16	40.47	47291.80	28.92	39139.23	23.00	2354.94	9.33
总部经济园销售	--	--	36113.98	22.09	34058.97	20.02	2534.30	10.05
供水	28970.45 <sup>3</sup>	21.44	31011.79	18.97	31056.81	18.25	6464.30	25.62
燃料销售	13596.05	10.06	15659.43	9.58	11842.54	6.96	2106.33	8.35
客货运输	8726.01	6.46	7279.83	4.45	11336.52	6.66	1345.03	5.33
其他	29132.36	21.56	26142.26	15.99	42716.55	25.11	10424.33	41.32
毛利率		11.05		9.65		-6.96		-6.51
保障房销售		-9.34		-0.35		-37.36		-0.27
总部经济园销售		--		0.17		2.42		15.30
供水		36.97		40.28		40.72		6.04
燃料销售		2.68		8.22		15.00		31.29
客货运输		19.28		-30.17		-111.43		-199.57
其他		24.97		16.45		0.38		-3.74

资料来源：乐清国投

### (1) 土地开发整理业务

该公司是乐清市重要的土地一级开发主体之一，开发区域主要包括乐清湾港区和乐清经济开发区。其中乐清湾港区开发建设范围包括乐清市下辖蒲岐、南岳、南塘、天成4个乡镇，共60.8平方公里，主要由子公司乐清湾

<sup>3</sup> 此处供水业务收入数据与2017年审计报告自来水销售收入数据不一致，是由于2017年审计报告将4022.73万元管道安装收入计入自来水销售业务所致，此处已剔除了管道安装收入。

港区投资发展有限公司（简称“乐清湾港区公司”）负责；乐清经济开发区（简称“经开区”）成立于1993年11月，规划面积40平方公里，是乐清工业经济的主平台，由子公司乐清经济开发区投资发展有限公司（简称“乐清经开区公司”）负责开发。

该公司根据乐清市政府的统一规划，对乐清湾港区和经开区相关地块进行拆迁、围垦、平整等土地开发工作，开发资金主要由公司自筹；开发完成后，公司将相关地块移交至市土储中心，并通过“招拍挂”流程进行出让；公司整理的土地完成出让后，由市财政拨付相应的土地开发支出。经过多年的开发，公司已基本完成了乐清湾港区和经开区的围垦工程，完成开发的土地也经市土储中心收回实现了出让，但在实际操作中公司拟在土地全部开发完成后以审计后的成本入账，因此暂未对其中已出让的土地进行成本结算。

该公司所承接的土地开发业务主要包括乐清湾港区北区围垦工程、乐清湾港区南区围海涂工程和经济开发区内的乐海围垦填方工程。从开发进度来看，截至2020年3月末，经开区内的乐海围垦填方工程已基本完成开发，实际完成投资额为20.78亿元，超预算主要系开发面积较规划时有所增加所致；乐清湾港区内的北区围垦工程和南区围海涂工程尚未全部完成开发，期末已完成投资32.50亿元，未来预计仍需支出3.86亿元。从土地出让情况看，截至2020年3月末，公司已完成开发土地面积12165亩，其中已出让土地4353亩（主要为工业用地），实现资金回笼21.78亿元。

**图表 8. 截至 2020 年 3 月末公司开发地块概况（单位：亿元，亩）**

名称	计划总投资额	已投资额	待投资额	已开发完成土地面积	在开发土地面积	已出让土地面积	已实现土地出让金回笼	开发周期
乐清湾港区北区围垦工程	15.38	13.28	2.10	12165	1971	--	--	2011/6-2021/12
乐清湾港区南区围海涂工程	20.98	19.22	1.76			2709	11.18	2010/12-2021/12
乐海围垦填方工程	17.88	20.78	--			1644	10.60	2011/6-2018/12
<b>合计</b>	<b>54.24</b>	<b>53.28</b>	<b>3.86</b>	<b>12165</b>	<b>1971</b>	<b>4353</b>	<b>21.78</b>	--

资料来源：乐清国投

总体而言，该公司土地开发业务投资规模较大，开发周期长，虽然目前开发的项目已基本完工或接近完工，部分土地出让后资金也得到了回笼，但土地出让进度依然受区域内招商引资情况、房地产市场状况以及土地市场政策等因素影响，资金回笼存在一定的不确定性。

## （2）基础设施建设业务

### ➤ 市政基础设施建设

该公司承担了乐清市大部分的市政道路、桥梁、管网、绿化、防洪、供水等重大市政基础设施项目，还承担了当地大部分公路、铁路的管理、运营和养护工作。具体业务模式为：公司在市政府授权下对市内基础设施建设项目进行开发建设，项目建设资金由公司负责筹集，待项目建设完成后，市政

府通过财政补贴、工程服务费等方式给予公司回报。公司就部分基建项目与市政府签订了委托代建购买协议，约定在项目完工后市政府分批次逐年支付委托代建款项。公司基础设施建设项目资金回笼采用完工后拨付的形式，但因项目建设总投资规模较大，在实际操作过程中市财政会先行拨付部分资金以满足项目开发需求。

截至 2020 年 3 月末，该公司已完工基建项目共 17 项，投资总额约 34 亿元，其中楠溪江引水工程和污水处理一期一阶段工程已转为自营项目，其余项目尚未回购，但市财政已通过项目资本金、财政补助等形式给予公司项目建设资金，已完工项目建设资金已基本拨付到位。同期末，公司主要在建的基建项目共 12 项，包括乐清市城市中心大道工程、疏港公路南塘至乐成段工程、104 国道虹桥至乐成段改建工程等市政工程项目，计划总投资 88.40 亿元，已累计投入资金 63.45 亿元。从项目建设进度来看，除疏港公路南塘至乐成段工程、乐清市长石岭水库工程、104 国道虹桥至乐成段改建工程、电器城大道、金银溪城市防洪及综合整治工程计划于未来 2 年内陆续完工外，其他项目均已基本完工，但尚未办理竣工结算，后期仍需支付一定工程款。虽然市财政已拨付了部分项目建设资金（约 17 亿元），但因项目投入规模较大，公司仍面临一定的资金周转压力。

**图表 9. 截至 2020 年 3 月末公司主要基建项目情况（单位：亿元）<sup>4</sup>**

项目简称	计划总投资	已完成投资	建设周期
乐清市城市中心大道工程	9.77	11.17	2013.10-2018.10
疏港公路南塘至乐成段工程	21.50	17.60	2016.06-2021.12
乐清市标准海塘工程	3.30	3.30	2013.09-2017.12
山老区联线公路改造工程	3.15	3.43	2011.06-2017.06
乐清市乐虹平原防洪一期工程	2.93	2.93	2012.03-2017.06
乐成镇中运河治理工程	1.88	1.80	2012.03-2017.06
大门大桥二期	2.30	2.30	2012.07-2015.01
乐清市长石岭水库工程	2.57	2.07	2012.12-2020.12
乐清市福溪水库除险加固工程	0.77	0.86	2010.01-2017.01
104 国道虹桥至乐成段改建工程	28.39	9.16	2014.01-2022.12
电器城大道	5.90	3.18	2017.08-2021.08
金银溪城市防洪及综合整治工程	5.94	5.65	2008.01-2020.12
<b>合计</b>	<b>88.40</b>	<b>63.45</b>	--

资料来源：乐清国投

### ➤ 城中村改造

为进一步改善相关群众居住条件和居住环境，自 2016 年起，在市政府的统筹安排下，该公司陆续开展了乐清市棚户区（城中村）改造项目（简称“城中村改造项目”），具体由子公司乐清市城市建设投资有限公司（简称“乐清城投”）负责。公司与乐清市住房和城乡建设局就城中村改造项目签订了

<sup>4</sup> 由于材料价格上涨等原因，部分项目已完成投资额超过计划总投资额。

《政府购买服务合同》（以下简称“合同”），合同约定该项目采取政府购买服务的模式，政府购买公司负责提供的棚户区改造服务，包括棚户区改造拆迁、安置，建设期届满前，服务费用根据项目的完成进度进行核定；建设期届满或者项目建设完成后，经政府验收合格后，政府逐年向公司支付服务费用。

该公司城中村改造项目根据拆迁片区的不同分为八个子项目，项目总用地面积 105.91 万平方米，计划总投资 177.36 亿元，根据政府购买服务合同约定，乐清市政府将支付公司 283.48 亿元总价款，根据项目建设进度分 25 年分期完成支付。截至 2020 年 3 月末，公司城中村改造项目已基本完成拆迁，累计完成投资 151.23 亿元，但因部分项目仍有拆迁过渡费等支出，后续仍有一定的资金投入；同期末，公司已获市财政资金回笼 39.22 亿元。总体看，随着各个子项目陆续的完成拆迁安置，公司在城中村改造项目方面资金投入将有所放缓，但因项目投资规模大，资金回笼周期长，公司在中短期内仍将面临较大的资金平衡压力。

**图表 10. 截至 2020 年 3 月末公司城中村改造项目概况（单位：亿元）**

项目简称	计划总投资	已完成投资	购买服务总价款	建设周期
乐清市棚户区（城中村）改造项目（一期）	24.85	24.24	42.91	2016 年-2017 年
乐清市南岸村、白沙村棚户区（城中村）改造项目	30.43	18.61	52.88	2016 年-2017 年
乐清市东山东村（二期）、石马片（二期）棚户区（城中村）改造项目	45.67	44.35	81.61	2017 年-2018 年
乐清市石马片（三期）棚户区（城中村）改造项目	6.27	3.74	5.64	2018 年
乐清市乐成街道西门片区棚户区（城中村）改造项目	4.38	4.49	7.84	2018 年-2019 年
乐清市南草垟村（三期）、马车河村棚户区（城中村）改造项目	30.71	22.87	53.34	2017 年-2018 年
乐清市城南街道棚户区改造二期项目	10.01	7.91	11.21	2018 年
乐清市城南街道棚户区改造一期项目	25.04	25.04	28.05	2018 年
<b>合计</b>	<b>177.36</b>	<b>151.23</b>	<b>283.48</b>	--

资料来源：乐清国投

### （3）对外投资业务

该公司是乐清市国有资本运营和管理平台，除参与乐清市范围内的基础设施建设外，在市政府的安排下亦承担了对乐清市沿线的铁路、高速公路、省道、国道以及市域铁路的建设承担出资职能。近年来随着乐清市交通路网的不断发展，公司对外投资规模增长较快。从实际出资情况来看，部分项目的资本金由市财政先拨付给公司；部分项目则由公司先行出资，后续亦由市财政通过项目资本金、财政补助等形式给予公司。截至 2020 年 3 月末，公司对外投资规模约 68 亿元，累计收到市财政拨付的项目资金约 45 亿元。

未来几年，该公司将重点完成温州瓯江口大桥有限公司（简称“瓯江口大桥公司”）、浙江温州沈海高速公路有限公司（简称“沈海高速公路公司”）和温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（简称“交通投资公司”）的出资任务，仍将面临较大的资金压力。

**图表 11. 公司主要对外投资概况（单位：亿元）**

公司简称	计划出资额	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
浙江乐清湾铁路有限公司	12.90	11.92	12.61	12.43	12.43
温州瓯江口大桥有限公司	24.11	3.07	7.12	9.71	9.71
浙江温州沈海高速公路有限公司	31.83	18.12	23.95	29.24	29.24
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	49.87	3.53	5.65	7.96	7.99
<b>合计</b>	<b>118.71</b>	<b>36.64</b>	<b>49.33</b>	<b>59.34</b>	<b>59.37</b>

资料来源：乐清国投

#### (4) 房地产开发业务

##### ➤ 保障性住房

该公司根据乐清市政府规划发展需要，在乐清市城区内建设保障房及配套工程，土地以划拨方式获得，保障房建成后销售给新建住房片区附近符合政策要求的拆迁户，在完成安置任务后，多余的房源由公司根据市政府的安排统筹向其他片区符合安置条件的拆迁户销售。

该公司保障房业务由子公司乐清市康居工程开发有限公司（简称“康居开发公司”，具有房地产开发叁级资质）和乐清市旧城建设开发有限公司（简称“旧城建设公司”，具有房地产开发暂定级资质）负责。康居开发公司和旧城建设公司是乐清市主要的保障性住房建设开发企业，承担了市内绝大部分保障房项目建设，近年来陆续完成了晨怡花园、东门片 A 地块房屋、中心区康居（一、二、三期）工程、“二区五路”工程安置房项目、旧城区 B 地块项目、乐成镇限价房（一期、二期）和北白象镇限价房等保障房开发建设。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别确认保障房销售收入 5.47 亿元、4.73 亿元、3.91 亿元和 0.24 亿元，但受保障房项目以协议价（低于市价）销售影响，盈利空间较弱，其中 2017 年和 2018 年因补结转前期保障房销售成本使得当年保障房销售出现收入成本倒挂；2019 年因保障房项目建设成本超过协议价格，当年保障房销售出现收入成本倒挂。截至 2020 年 3 月末，保障房项目累计回笼资金 13.13 亿元。

**图表 12. 截至 2020 年 3 月末已完工保障性住房情况（单位：万平方米，亿元）**

项目名称	占地面积	建筑面积	完工时间	实际投资	已回笼资金	未来三年回购计划		
						2021 年	2022 年	2023 年
晨怡花园	1.72	2.75	2008 年	0.46	0.51	0.01	--	--
东门片 A 地块房屋	1.03	4.92	2012 年	2.75	2.22	--	--	--
中心区康居工程一期、二	4.84	9.56	2015 年	5.07	3.42	0.51	0.01	--

项目名称	占地面积	建筑面积	完工时间	实际投资	已回笼资金	未来三年回购计划		
						2021年	2022年	2023年
期、三期								
“二区五路”工程安置房	13.84	40.13	2016年	15.17	5.51	3.00	2.00	1.00
乐清市新农村建设—旧城区 B 地块棚户区改造安置用房建设工程项目	2.59	6.12	2017年	6.94	0.71	1.00	1.00	0.50
乐成镇限价房一、二期	1.27	1.73	2018年	1.42	0.46	0.50	0.30	0.10
乐清市北白象镇限价房	1.19	2.36	2017年	1.50	0.30	0.50	0.30	0.20
柳市镇经适房	1.37	4.02	2018年	1.41	--	0.50	0.50	0.30
<b>合计</b>	<b>27.85</b>	<b>71.59</b>	<b>--</b>	<b>34.72</b>	<b>13.13</b>	<b>6.02</b>	<b>4.11</b>	<b>2.10</b>

资料来源：乐清国投

目前该公司处于建设期的保障房项目主要为东门 C 地块房屋项目，该项目建筑面积 9.81 万平方米，计划总投资 6.19 亿元，截至 2020 年 3 月末已完成投资 2.78 亿元。此外，公司短期内暂未规划其他保障房项目。

总体来看，该公司保障房项目投资规模较大，资金回笼主要受安置户的安置进度影响。此外，公司保障房开发业务具有一定的公益性，盈利能力相对较弱，项目能否覆盖前期投入成本存在一定不确定性。

### ➤ 总部经济园项目

为了促进乐清市总部经济发展和经济转型升级，提升城市功能和综合竞争能力，为乐商回归创造有利条件，该公司在乐清市政府的授权下进行总部经济园项目的开发。项目开发建设由子公司乐清市中心区发展有限公司（简称“乐清发展”）负责。

总部经济园项目位于乐清中心城区，系大型高层办公建筑群，原计划分三期开发，计划总投资约 50 亿元。其中一期项目于 2016 年 12 月完工，实际投资 17.41 亿元，可租售面积为 23.32 万平方米，截至 2020 年 3 月末已销售面积 8.70 万平方米，销售金额为 5.90 亿元，已回笼资金 5.90 亿元；二期项目在 2015 年底完成地下室施工后停止建设，并于 2017 年 10 月出售给淮安华德力置业有限公司，出售内容包括 3.89 亿元的地下室建筑和 9.30 亿元的土地使用权，销售价为 13.19 亿元，截至 2020 年 3 月末回笼资金 0.77 亿元；三期项目因规划调整不再建设，市政府已收回相应土地，购地款 2.44 亿元暂未回收。总体来看，受经济周期波动以及房产市场等因素影响，总部经济园项目投资规模大，虽然一期、二期项目已回笼了部分资金，但未来项目资金回笼是否能够覆盖投资尚不确定。

**图表 13. 截至 2020 年 3 月末总部经济园项目概况（单位：亿元，万平方米）**

名称	可租售面积	已售面积	已投资额	已回笼资金	备注
总部经济园一期	23.32	8.70	17.41	5.90	主体已完工
总部经济园二期	--	--	10.02	0.77	已出售，售价13.19亿元

名称	可租售面积	已售面积	已投资额	已回笼资金	备注
总部经济园三期	--	--	2.44	--	不再建设，土地款 2.44 亿元暂未回收
<b>合计</b>	<b>23.32</b>	<b>8.70</b>	<b>29.87</b>	<b>6.67</b>	--

资料来源：乐清国投

### (5) 自来水销售业务

该公司的水务板块由子公司乐清市供水集团有限公司（简称“乐清供水”）负责经营，主要包括自来水的生产、销售和管网输送，供水范围为乐清市全市及永嘉楠溪江片区。公司下辖乐楠、柳市、孝顺桥和荆雁四个水厂，日生产能力合计为 43 万 m<sup>3</sup>。此外，公司近年来在乐清市郊区进行供水管网铺设，供水管网长度逐年上升，供水范围持续扩大，为该项业务收入的增长提供了较好保障。

受益于供水管网长度及售水价格逐年增长，近年来该公司自来水销售收入逐年上升，供水业务毛利率维持在较高水平。2017-2019 年，公司自来水销售收入分别为 2.90 亿元、3.10 亿元和 3.11 亿元；毛利率分别为 44.94%、40.28% 和 40.72%。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，部分水费未及时结算，同时为支持抗疫工作水费按照九折进行销售，自来水销售收入和毛利率均较上年同期有所下降，当期公司实现收入 0.65 亿元，较上年同期下降 17.67%；毛利率为 6.04%，较上年同期下降 24.06 个百分点。

图表 14. 公司供水业务的经营数据

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
供水能力（万 m <sup>3</sup> /日）	43	43	43	43
供水量（万 m <sup>3</sup> ）	9745	10374	10255	2324
售水量（万 m <sup>3</sup> ）	8098	8831	8774	1956
其中：居民生活用水量（万 m <sup>3</sup> ）	6125	6530	6633	1467
工业及其他用水量（万 m <sup>3</sup> ）	1973	2301	2141	489
平均日供水量（万 m <sup>3</sup> ）	27.00	28.00	28.00	26.00
平均售水价格（元/ m <sup>3</sup> ）	3.51	3.51	3.54	3.54
管道漏失率（%）	18.00	14.87	14.45	15.83
用户数（万户）	32.72	35.33	36.24	36.24
供水管网长度（公里）	832.15	1500.00	4400	4400
水质综合合格率（%）	99.71	99.75	99.75	99.75

资料来源：乐清国投

### (6) 运输业务

该公司客货运输业务主要由子公司乐清市运输集团有限公司（简称“乐清运输”）负责。乐清运输为交通部二级经营资质的国有道路客货运输企业，以客货运输、燃料销售为主业。公司客货运输业务主要涉及公交车客运和城际客货运输，2017-2019 年末，公司公交线路分别为 21 条、15 条和 136 条，因乐清市推进城乡公交改革，2019 年末公司所经营的公交线路大幅增加；

2017-2019 年末，公司省际班线分别为 16 条、13 条和 13 条，省内班线分别为 9 条、8 条和 8 条，受同线路高铁、动车班次增加影响，公司所经营的客运长途线路、快客线路等班线有所减少。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司客货运输业务分别实现收入 0.87 亿元、0.73 亿元、1.13 亿元和 0.13 亿元，其中 2018 年以来因乐清市推进城乡公交改革，公司公交车客运模式由对外承包转为自营，经营成本增加，同时公交车票价降低，客货运输业务出现收入成本倒挂，但乐清市政府对公司客货运输业务给予财政补贴，2018 和 2019 年公司分别收到补贴收入 0.47 亿元和 1.99 亿元。

燃料销售方面，该公司燃料销售业务主要是油品销售，在乐清地区拥有自有加油站 1 个，由子公司乐清市运输集团有限公司下属燃料销售分公司负责经营。公司经营的油品包括 92 号汽油、95 号汽油和 0 号柴油。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司燃料销售业务分别实现收入 1.36 亿元、1.57 亿元、1.18 亿元和 0.21 亿元，其中 2019 年燃料销售收入较上年下降 24.37%，主要系加油站升级改造暂停运营 3 个月所致。

#### (7) 其他业务

该公司其他业务主要包括管道安装、隧道收费以及粮食销售等业务，其中管道安装业务由子公司乐清市供水集团祥云物资有限公司负责，主要提供管道、水表等相应配件并负责安装，2017-2019 年以及 2020 年第一季度管道安装业务分别实现收入 0.14 亿元、0.84 亿元、1.28 亿元和 0.35 亿元，随着管网铺设面积的扩大，管道安装业务收入规模大幅增长。道路收费收入来自高速公路湖雾岭隧道，由子公司乐清市高速公路湖雾岭隧道建设开发有限公司负责其建设开发和养护，2017-2019 年及 2020 年第一季度通行费收入分别为 0.53 亿元、0.53 亿元、0.52 亿元和 0.04 亿元，收入规模较为稳定。粮食销售业务由子公司乐清市粮食收储有限公司（简称“市粮储公司”）负责，主要负责地方储备粮油收购、储藏、轮换工作，储备总规模 7.89 万吨，小麦 2 万吨，成品粮 700 吨，大豆油 75 吨，2017-2019 年粮食销售收入分别为 0.96 亿元、0.47 亿元和 0.49 亿元，其中 2018 年受粮食储备规模减少影响，当年粮食销售收入有所下降。污水处理方面，2017 和 2018 年公司污水处理收入统一上交乐清市财政局后通过补贴的形式返还给公司，公司未确认为收入；2019 年公司获乐清市政府特许污水处理权，2019 年及 2020 年第一季度公司污水处理业务收入分别为 0.42 亿元和 0.18 亿元；受政策定价影响，污水处理收入无法覆盖成本支出，但乐清市政府对公司污水处理业务给予财政补贴，2017-2019 年公司分别收到污水处理补贴收入 0.43 亿元、0.60 亿元和 1.59 亿元。此外，2019 年及 2020 年第一季度公司将部分海域使用权转让，分别实现收入 0.42 亿元和 0.37 亿元。

总体来看，该公司其他业务种类较多，对公司营业收入形成一定补充，但因部分业务具有一定公益性，其他业务对公司盈利贡献有限。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现其他业务收入 2.91 亿元、2.61 亿元、4.27

亿元和 1.04 亿元，其中 2019 年由于管道安装业务收入增长以及新增海域使用权转让业务，其他业务收入较上年增长 63.40%；毛利润分别为 0.32 亿元、0.43 亿元和 0.02 亿元，其中 2019 年因污水处理业务亏损加大，其他业务毛利润较上年大幅下降。

## 管理

乐清市财政局是该公司全资控股股东，股权结构清晰；公司已根据相关法律法规建立了较完整的法人治理结构；公司机构设置较合理，内部管理制度不断健全，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了较好保障；但由于下属子公司较多，且经营较独立，公司在子公司管控方面仍面临一定压力。

### 1. 产权关系与公司治理

#### (1) 产权关系

该公司自成立以来，股权结构未发生变动。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本仍为 2.80 亿元，公司股东为乐清市财政局。公司产权状况详见附件一。

#### (2) 公司治理

该公司不设股东会，由市财政局行使股东职权。公司设董事会，现成员为 3 人，其中非职工代表董事 2 人，由市财政局任免；职工代表董事 1 人，由公司职工代表大会民主选举产生。董事任期每届三年，任期届满，可以连任。董事会设董事长 1 名，经市政府同意后由市财政局从董事会成员中指定。公司设总经理一名，由董事会决议聘任或者解聘，经市财政局同意，董事会成员可以兼任总经理，总经理对董事会负责。公司设监事会，其成员为 5 人，其中非职工代表 3 人，由市财政局委派产生；职工代表 2 人由公司职工代表大会民主选举产生。

#### (3) 主要关联方及关联交易

该公司作为乐清市重要的国有资产运营及基础设施建设核心主体，与关联的当地企事业单位存在一定规模的资金往来情况。截至 2019 年末，公司被关联方占用资金 412.11 万元；公司占用关联方资金余额为 17.11 亿元，其中占用乐清市财政局 16.64 亿元，主要系地方政府债转贷资金及乐清市财政局拨入的项目资本金。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司机构设置较为精简，基本满足日常运营需要。公司成立了综合管理部、投资发展部、财务部和董监事管理部等 4 个部门，其中综合管理部主要负责制定规章制度、管理日常行政事务以及子公司绩效考核和产权等；投资发展部负责编制公司战略规划及年度投融资计划、监管公司下属子公司的投资项目等；财务部负责制定公司财务制度、核算公司本部财务及对下属子公司财务数据进行审计和汇总、编制年度财务预决算方案以及资金筹措和项目融资管理等；董监事管理部负责制定公司董事会、监事会工作规程、管理子公司董事会、监事会及委派子公司董事、监事等。公司组织架构详见附录二。

### (2) 管理制度及水平

该公司在财务管理、投融资管理、对外担保等方面建立了较健全的管理制度。在财务管理方面，公司制定了财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作细则，加强对各类费用的控制，确保公司日常经营有序开展。在投融资管理方面，公司下属各相关子公司根据项目投资中长期规划，于每年 10 月末前将下一年度建设项目计划、筹资计划、实施计划等上报公司。公司根据市政府下达的建设项目计划、资金预算计划等，编制下一年度具体融资方案，并连同融资申请报告，于每年 10 月末前报送市财政局批复。财政局将批复结果上报市政府审议，最后财政局根据市政府审议结果向公司下达年度融资方案批复，公司严格按批复融资。在对外担保方面，公司及下属各子公司担保事项由公司董事会进行审议，公司规定在办理担保业务过程中不能由同一部门或人员全过程办理担保业务，同时公司按季度查询担保对象的经营状况及财务状况。总体而言，公司管理制度较健全，但由于下属子公司较多，且经营较独立，公司目前尚未对全部子公司委派财务总监、董事及监事等，在子公司管控等方面仍面临一定压力。

### (3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的 2020 年 2 月 28 日公司本部、子公司乐清市城市建设投资有限公司（简称“乐清城投”）和乐清经济开发区投资发展有限公司（简称“乐清经开区公司”）的《企业信用报告》以及 2020 年 3 月 3 日乐清湾港区投资发展有限公司（简称“乐清湾港区公司”）的《企业信用报告》，公司本部及上述子公司信用记录正常，尚无银行借款逾期、欠息等情况发生。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息 2020 年 7 月 11 日查询结果显示，公司本部及子公司乐清城投、乐清经开区公司、乐清湾港区公司不存在异常情况。

### 3. 发展战略

该公司根据乐清市经济建设规划，继续推进城市推进乐清市基础设施建设及乐清湾港区、乐清经济开发区的土地一级开发等任务；同时，继续负责安置房开发及销售业务以及水务、客运等市政运营业务。此外，公司将努力做好市政重点工程的融资工作。在保证上述业务正常运行的基础上，积极探索平台企业的改革转型、创新公司投资运营机制。

## 财务

该公司主业盈利能力欠佳，政府补贴对利润的贡献较为突出。近年来随着项目开发的持续推进和对外投资规模的快速增大，公司负债规模快速上升，但依赖政府资产注入、财政拨款以及债转股等，目前财务杠杆仍控制在合理区间。同时，公司资产主要沉淀于项目建设成本和长期股权投资，资产流动性一般。公司货币资金有限，随着短期借款的新增以及长期借款逐步步入偿付期，即期偿债压力加大。

### 1. 公司财务质量

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则和企业会计制度。

该公司作为乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，下属市政经营、管理等相关子公司较多。2017 年，公司通过投资设立乐清市农信融资担保有限公司。2018-2019 年及 2020 年第一季度，公司合并范围内二级子公司未发生变化。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内共有二级子公司 23 家。

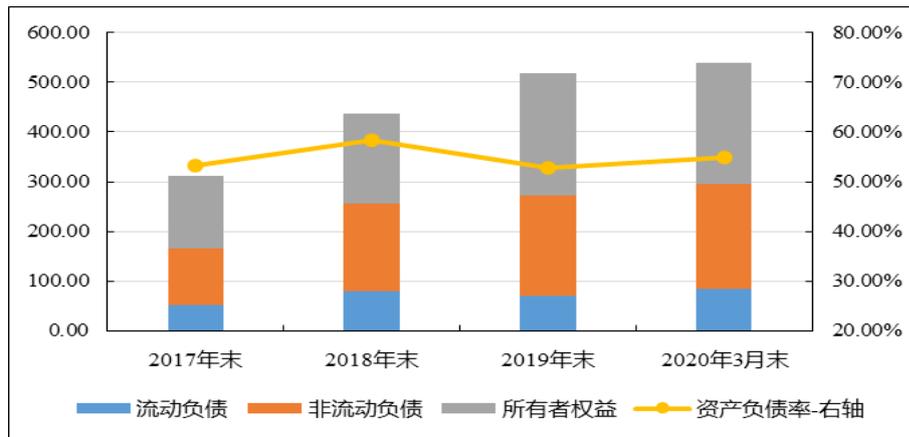
### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

##### A. 债务结构

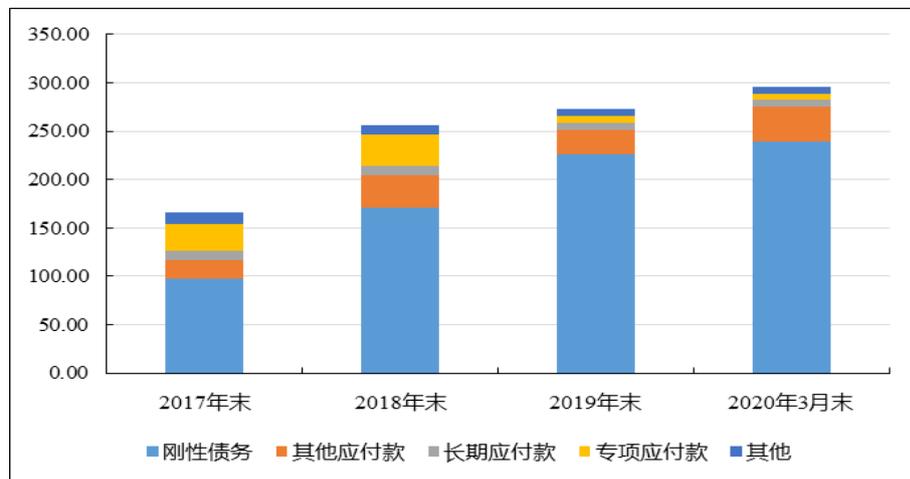
随着项目建设的持续推进，该公司负债规模增长较快，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债总额分别为 165.82 亿元、255.87 亿元、272.85 亿元和 295.69 亿元；同期末资产负债率分别为 53.34%、58.41%、52.73%和 54.90%，负债经营程度尚可。

图表 15. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元、%）



资料来源：乐清国投

图表 16. 公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：乐清国投

注：长期应付款数据剔除计入刚性债务的部分

该公司负债期限结构偏长期，以长期负债为主，2017-2019 年末长短期债务比分别为 226.33%、218.53%和 283.37%。从构成来看，公司负债以刚性债务、其他应付款、长期应付款（剔除计入刚性债务的部分）和专项应付款为主，2019 年末占负债总额的比重分别为 82.88%、9.30%、2.56%和 2.58%。其中刚性债务主要为金融机构借款和应付债券，2017-2019 年末分别为 97.87 亿元、170.51 亿元和 226.13 亿元。其他应付款主要系公司与乐清市企事业单位之间的往来款，2017-2019 年末分别为 18.80 亿元、34.39 亿元和 25.37 亿元，其中 2019 年末较上年末下降 26.25%，主要系公司结清了与乐清市土地储备中心的往来款所致，年末主要包括应付乐清市财政局往来款 8.97 亿元、应付乐清市盐盆九合投资管理有限公司往来款 2.10 亿元和应付城东街道城中村改造专项办公室往来款 0.30 亿元。长期应付款（剔除计入刚性债务的部分）主要系地方政府债券资金，2017-2019 年末分别为 9.51 亿元、9.59 亿元和 7.00 亿元，其中 2019 年末较上年末下降 27.07%，主要系部分政府债券资金债务解除后由长期应付款转入资本公积所致。专项应付款主要系市财政局拨入的项目

资本金以及在建项目的资金补助，2017-2019 年末分别为 28.09 亿元、31.66 亿元和 7.04 亿元，其中 2019 年末较上年末下降 77.75% 主要系市财政局拨入的项目资本金转增资本公积所致。

2020 年 3 月末，该公司负债总额较 2019 年末增长 8.37% 至 295.69 亿元，主要因往来资金增加，其他应付款较上年末增长 42.39% 至 36.12 亿元，期末主要包括应付乐清市财政局往来款 12.13 亿元、应付温州港乐清湾港务有限公司往来款 4.23 亿元；由于项目持续开发投入，新增短期借款、融资租赁借款以及发行中期票据，2020 年 3 月末刚性债务较 2019 年末增长 5.93% 至 239.55 亿元，其中短期刚性债务较 2019 年末增长 3.12% 至 39.70 亿元。在负债规模持续上升影响下，2020 年 3 月末，资产负债率较上年末上升 2.17 个百分点至 54.90%，但仍处于较为合理的区间。

### B. 刚性债务

近年来，该公司刚性债务总体呈现快速增长态势，已由 2017 年末的 97.87 亿元增至 2020 年 3 月末的 239.55 亿元，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末刚性债务占同期末负债总额的比重分别为 59.02%、66.64%、82.88% 和 81.01%，债务负担加重。公司债务期限结构偏长期，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末中长期刚性债务余额分别为 77.41 亿元、134.29 亿元、187.64 亿元和 199.85 亿元，占同期末刚性债务的比重分别为 79.09%、78.76%、82.98% 和 83.43%。

从刚性债务的构成来看，该公司刚性债务主要由金融机构借款、中期票据、企业债、债权融资计划、短期融资券、瓯江北口大桥产业基金、海峡乐清高速私募基金等构成，2020 年 3 月末占刚性债务总额比重分别为 75.33%、8.35%、5.43%、2.09%、1.25%、2.65% 和 1.79%。2020 年 3 月末，公司金融机构借款余额为 180.45 亿元，主要为质押借款、保证借款、抵押和保证借款、信用借款，年末余额分别为 98.28 亿元、25.10 亿元、24.97 亿元和 24.66 亿元，其中保证借款主要是公司本部为子公司提供的信用担保借款；质押物主要是公司委托代建协议项下享有的全部权益和收益形成的应收账款和自来水收费权。从银行借款放款方来看，2020 年 3 月末国开行发放的政策性贷款余额为 87.51 亿元，均为城中村改造项目配套贷款，融资成本为 4.66-4.90%；此外，公司获得宁波银行、农业银行、工商银行、温州银行和农发行等多家金融机构贷款，其中农发行借款余额为 7.21 亿元，主要为疏港公路南塘至乐成段等基建项目配套贷款，融资成本为 4.35-5.67%。

图表 17. 2020 年 3 月末公司金融机构借款结构（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的 长期借款	长期借款	合计
信用借款	3.81	5.00	15.85	24.66
保证借款	12.36	3.87	17.90	34.13
抵押借款	--	1.29	2.42	3.71
质押借款	--	1.38	88.10	89.48
抵押、保证借款	--	2.89	22.08	24.97

借款类别	短期借款	一年内到期的 长期借款	长期借款	合计
质押、保证借款	--	0.45	3.05	3.50
<b>合计</b>	<b>16.17</b>	<b>14.88</b>	<b>149.40</b>	<b>180.45</b>

资料来源：乐清国投

除银行借款外，该公司亦通过直接融资方式获取资金。2020年3月末，公司中期票据余额20.00亿元，包括“19乐清国投MTN001”、“19乐清国投MTN002”和“20乐清国投MTN003”；企业债余额13.00亿元，包括“14乐清债”和“17乐清停车场专项债01”；短期融资券余额为3.00亿元，年利率3.40%；债权融资计划余额5.00亿元，系公司在北京金融资产交易所发行的债权融资计划（期限1年、年利率5.90%）；瓯江北口大桥产业基金余额6.35亿元（反映在“长期应付款”科目中），系以产业基金形式筹措的瓯江北口大桥项目资本金（期限10年、年利率为6.07%-6.38%）；海峡银行的乐清高速产业基金余额4.29亿元（反映在“长期应付款”科目中），系以产业基金产品形式筹措的高速公路项目资本金（期限5年、年利率5.20%）；易方达资管产品、国元信托借款以及永赢金融租赁借款余额共计6.82亿元（反映在“长期应付款”科目中），期限为4-8年，年利率为5.5%-6.99%；此外，公司期末刚性债务还包括预提利息0.95亿元。

该公司自2012年以来发行了多支债券，截至2020年7月11日，公司存续期内债券待偿还本金余额为41.00亿元，本息兑付情况正常。

**图表 18. 公司存续期债券概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	发行时间	备注
14 乐清债	10.00	7	5.99	2014-10-20	未到期，本息支付正常
17 乐清停车场债 01	9.00	7	6.79	2017-12-14	未到期
19 乐清国投 MTN001	7.00	5	4.80	2019-01-28	未到期
19 乐清国投 MTN002	7.00	5	5.00	2019-04-04	未到期
19 浙乐清国投 ZR001	5.00	1	5.90	2019-08-22	未到期
19 乐清国投 CP001	3.00	1	3.40	2019-10-10	未到期
20 乐清国投 MTN001	6.00	5	4.11	2020-01-16	未到期
<b>合计</b>	<b>47.00</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：乐清国投（截至2020年7月11日）

### C. 或有负债

或有负债方面，截至2020年3月末，该公司对外担保余额为20.75亿元，担保比率为8.54%，其中为乐清市城市发展集团有限公司银行借款提供担保16.95亿元，为乐清市乡村振兴发展有限公司银行借款提供担保3.00亿元，为乐清市第三人民医院银行借款提供担保0.80亿元。

## (2) 现金流分析

该公司经营活动现金流入主要来源于供水、道路收费、运输、土地开发业务及房产销售等主营业务产生的收入以及财政局往来款等其他与经营活动有关的现金。由于房产销售收入与资金回笼产生一定的时间差异，公司营业收入现金率年度间有所波动，2017-2019 年营业收入现金率分别为 86.49%、78.71% 和 94.41%。2017-2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -9.37 亿元、9.15 亿元和 -45.55 亿元，其中 2017 年由于公司土地开发支出、保障房开发支出以及与乐清市财政局等单位往来款支出增加等原因，经营活动产生的现金流为呈现流出状态；2018 年，得益于往来款净流入增多，经营活动产生的现金流呈现净流入状态；2019 年起由于城中村改造项目开发投入也在经营活动内反映，因此全年经营活动产生的现金流呈现大额净流出状态。

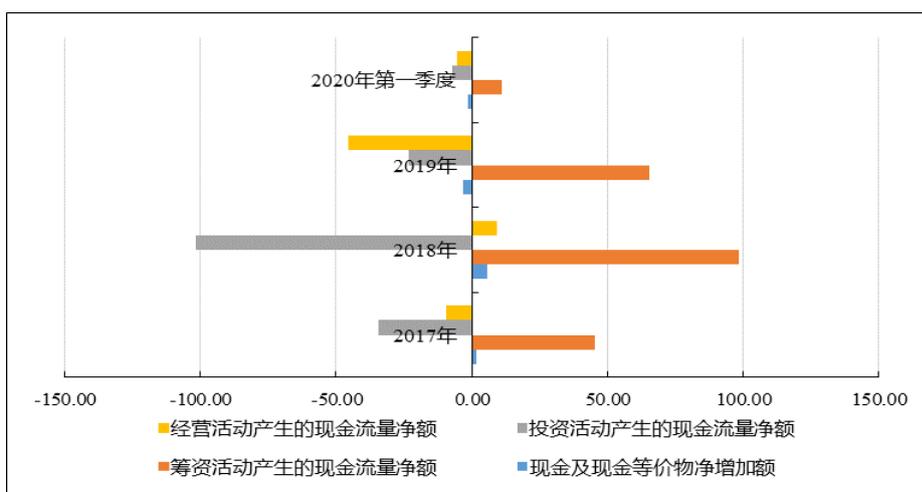
该公司投资性现金流主要为基建项目投资支出以及对高速公路及铁路项目公司出资等形成，近年来在城中村改造项目开发集中投入以及持续对市政基础设施工程、高速公路及铁路项目公司出资的情况下，投资活动现金流持续呈现大额净流出状态。2019 年由于城中村项目开发投入不再投资性现金中核算，因此当年投资活动产生的现金流净流出额大幅减少。2017-2019 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为 -34.27 亿元、-101.82 亿元和 -23.35 亿元。同期，公司非筹资环节现金净流量分别为 -43.63 亿元、-92.67 亿元和 -68.90 亿元，持续存在较大的资金缺口。

在筹资活动方面，近年来该公司通过取得金融机构借款、发行债券、股东注入项目资本金等方式不断获得资金。2017-2019 年，公司筹资活动现金流入 81.30 亿元、130.79 亿元和 114.79 亿元，其中 2018 年因城中村改造项目获得银行放款使得当年筹资活动现金流入大幅增长。同期，受偿还债务和支付利息等影响，2017-2019 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 45.29 亿元、98.35 亿元和 65.63 亿元。

2020 年第一季度，该公司营业收入现金率为 94.40%，较上年变动不大；公司继续推进城中村改造项目建设，当期非筹资环节现金净流量为 -12.68 亿元；同时公司仍主要依靠取得金融机构借款、发行债券、财政拨款等方式获得资金，当期筹资性现金净流量为 11.21 亿元。

总体来看，该公司投资性现金流持续呈净流出状态，非筹资环节资金缺口较大，未来随着项目建设的持续推进以及前期借入的债务陆续进入偿付期，公司或将面临较大的资金压力。

图表 19. 近年来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：乐清国投

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 2.99 亿元、3.43 亿元和 7.34 亿元，以列入财务费用的利息支出为主，固定资产折旧和利润总额次之。近年来随着债务规模的增长，利息支出数增长较快，带动 EBITDA 快速增长，但 EBITDA 对利息支出以及刚性债务的覆盖程度较弱。公司经营性和非筹资性现金流持续处于净流出状态，无法对负债形成有效覆盖。

图表 20. 公司经营性现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.72	0.43	0.70
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-17.77	13.95	-60.13
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-10.11	6.82	-22.97
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-82.78	-141.33	-90.95
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-47.10	-69.06	-34.74

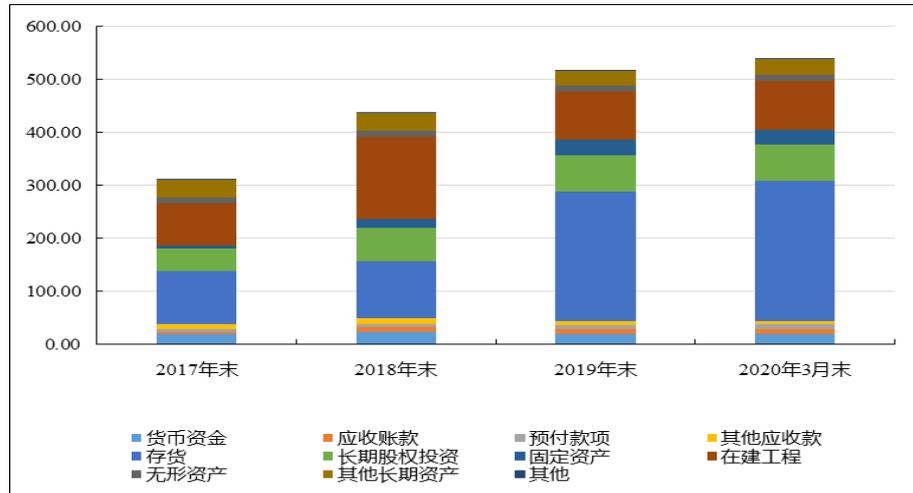
资料来源：乐清国投

### (3) 资产质量分析

近年来，该公司持续获得政府资产注入、财政拨款以及债转股等，加之自身经营积累，自有资本实力逐年增强。2017-2019 年末，公司所有者权益分别为 145.06 亿元、182.21 亿元和 244.61 亿元，其中 2018 年末和 2019 年末分别同比增长 25.61% 和 34.24%。2019 年末，实收资本、资本公积、未分配利润分别为 2.80 亿元、220.75 亿元和 16.14 亿元，分别占所有者权益的 1.14%、90.25% 和 6.60%，其中资本公积中约 13 亿元为国有资产股权无偿划入，约 19 亿元为污水管网等资产，其余为财政拨款注入的项目资金及政府债务置换资金。2020 年以来，公司持续获得市财政资本金注入，但由于前期划拨的部分污水处理资产确认为市财政局有偿划转的资产，因而进行账务进行调整，3 月末资本公积较上年末下降 0.90% 至 218.75 亿元，导致所有者权益较上年末下

降 0.71% 至 242.87 亿元，资本结构未有重大变化。

图表 21. 近年来公司资产构成及其变化情况（单位：亿元）



资料来源：乐清国投

随着在开发项目建设持续推进，该公司资产规模增长较快，2017-2019 年末分别为 310.88 亿元、438.08 亿元和 517.45 亿元。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成，2019 年末分别占流动资产比重的 7.06%、3.14%、2.52%、2.23% 和 84.91%。因收到外部融资款或支付项目工程款等，公司货币资金呈现一定波动性，2017-2019 年末分别为 18.75 亿元、24.10 亿元和 20.44 亿元，其中 2019 年末受限货币资金 0.33 亿元。应收账款主要系应收购房款、用户水费及项目工程款等，2017-2019 年末分别为 5.33 亿元、7.71 亿元和 9.08 亿元，随着收入规模的增长逐年扩大，2019 年末主要包括应收乐清市市政工程建设服务中心 0.24 亿元和应收温州港集团有限公司 0.17 亿元。预付账款主要系预付工程款，2017-2019 年末分别为 4.84 亿元、6.56 亿元和 7.29 亿元，随着工程项目的推进逐年增长。存货主要系公司土地开发整理、保障房项目以及城中村改造等项目开发投入，随着城中村改造等项目持续推进呈现快速增长态势，2017-2019 年末分别为 101.28 亿元、106.48 亿元和 245.81 亿元，其中 2019 年末较上年末增长 130.85%，主要系城中村改造项目建设成本由“在建工程”科目转入以及项目开发投入持续增加所致，年末主要包括城中村改造项目、乐清湾港区北区围垦工程、乐清湾港区南区围海涂工程、二区五路安置房、总部经济园等项目投入。

该公司的非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他长期资产构成，2019 年末分别占非流动资产比重的 29.71%、12.82%、39.98%、5.05% 和 12.37%。长期股权投资主要系公司对瓯江口大桥公司、沈海高速公路公司、交通投资公司等企业的投资款，2017-2019 年末分别为 42.21 亿元、63.59 亿元和 67.73 亿元，随着公司对外投资的增加而持续增长。固定资产主要系公司持有的房屋及建筑物、机器设备等，2017-2019 年末分别为 5.98 亿元、16.33 亿元和 29.21 亿元，随着股东划拨污水管网等固定资产以及公司对外购置资产而持续增长。在建工程主要系市政工程等项目建

设成本，2017-2019 年末分别为 78.63 亿元、156.00 亿元和 91.14 亿元，其中 2019 年末较上年末下降 41.58%，主要系城中村改造项目建设成本转入“存货”科目所致。无形资产主要系土地使用权、线路经营权等，2017-2019 年末分别为 11.34 亿元、11.72 亿元和 11.51 亿元，整体较为稳定。其他长期资产主要系已完工的公司代建市政基础设施工程，2017-2019 年末分别为 33.17 亿元、33.76 亿元和 28.21 亿元，其中 2019 年末较上年末下降 16.45%，主要系楠溪江引水工程和污水处理一期一阶段工程转至“固定资产”科目所致，年末主要包括甬台温铁路乐清段工程以及清江雾湖段等项目开发投入。

2020 年 3 月末，该公司资产构成与上年末基本一致，资产总额较上年末增长 4.08% 至 538.56 亿元。其中，由于预付工程款增加，预付账款较上年末增长 22.93% 至 8.96 亿元；由于城中村改造项目、乐清湾港区北区围垦工程等开发投入持续增加，存货较上年末增长 7.71% 至 264.75 亿元；由于金银溪城市防洪及综合整治工程等项目持续推进，在建工程较上年末增长 1.33% 至 92.35 亿元。此外，由于支付工程款，2020 年 3 月末货币资金余额较上年末减少 7.16% 至 18.97 亿元，其中受限金额为 0.27 亿元；其余科目未有明显变动。

#### (4) 流动性

该公司债务期限结构偏长期以及存货为主的流动资产规模较大，流动资产对流动债务的覆盖程度较高，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，流动比率分别为 274.29%、194.75%、406.76% 和 372.33%。但公司资产主要集中于项目开发成本，资产流动性欠佳。2017-2019 年末公司现金比率分别为 36.91%、30.00%、28.72% 和 22.84%，现金类资产对流动负债的保障度较弱；同期末短期刚性债务现金覆盖率分别为 91.65%、66.55%、53.09%、47.80%，公司账面货币资金有限，随着短期借款的新增以及长期借款逐步步入偿付期，现金类资产对短期刚性债务的覆盖程度持续下滑，即期债务偿付压力加大。

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	274.29	194.75	406.76	372.33
现金比率 (%)	36.91	30.00	28.72	22.84
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	91.65	66.55	53.09	47.80

资料来源：乐清国投

受限资产方面，2019 年末该公司受限资产账面价值合计 32.23 亿元，占资产总额的 6.23%。其中货币资金 0.33 亿元因用于履约保证金等而受限，存货中账面价值 16.72 亿元的总部经济园等项目因用于银行借款抵押而受限，固定资产中账面价值 10.00 亿元的厂房、污水设备等资产因用于银行借款抵押而受限，无形资产中 5.18 亿元的土地使用权资产因用于银行借款抵押而受限。除上述受限资产外，公司还将城中村改造项目购买服务协议项下收益权和自来水收费权用于银行借款质押。

图表 23. 截至 2019 年末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	0.33	1.62	履约保证金等
存货	16.72	6.80	抵押借款
固定资产	10.00	34.23	抵押借款
无形资产	5.18	45.03	抵押借款

资料来源：乐清国投

### 3. 公司盈利能力

2017-2019 年，该公司营业毛利分别为 1.49 亿元、1.58 亿元和-1.18 亿元，其中 2019 年营业毛利为负，主要系保障房业务、客货运输业务以及污水处理业务亏损所致。公司营业毛利主要来源于供水业务，2017-2019 年供水业务毛利润分别为 1.48 亿元、1.25 亿元和 1.26 亿元。此外，公司其他各项业务受行业环境变化、业务调整等因素影响，毛利润呈现一定波动性。

该公司财务费用主要为利息支出，随着有息债务规模的增加，利息支出不断增加，但因部分利息资本化，财务费用未能真实反映利息支出水平；同时，公司管理费用随着业务规模的扩大而持续增长。受此影响，公司期间费用以及期间费用率持续增长，2017-2019 年期间费用分别为 2.71 亿元、4.50 亿元和 6.90 亿元，期间费用率分别为 20.05%、27.51%和 40.56%。公司存在一定规模的对外投资，2017-2019 年公司投资净收益分别为-0.08 亿元、0.01 亿元和-0.43 亿元，其中 2017 年和 2019 年因部分被投资企业经营亏损，导致当年公司投资收益为负。公司主业盈利能力欠佳，政府补贴对公司利润的贡献较为突出，2017-2019 年，公司政府补贴收入分别为 2.95 亿元、3.80 亿元和 10.46 亿元，主要包括经营性拨款、粮食补贴、公交运营补贴和污水处理补贴等。2017-2019 年公司利润总额分别为 1.46 亿元、0.70 亿元和 1.62 亿元；实现净利润分别为 1.09 亿元、0.52 亿元和 1.40 亿元。

2020 年第一季度，该公司实现营业毛利-0.16 亿元，主要系客货运输业务以及污水处理业务亏损所致；当期期间费用为 1.29 亿元，公司收到政府补贴 1.63 亿元，实现利润总额 0.17 亿元和净利润 0.18 亿元。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，目前业务种类包括对外投资、土地开发整理、基础设施建设、房产销售和自来水销售等经营性业务。由于总部经济园部分办公楼实现出售以及管道安装、污水处理等业务收入增加，公司营业收入稳步增长，主业现金回笼情况较好。2017-2019

年公司实现营业收入分别为 13.51 亿元、16.35 亿元和 17.02 亿元；同期公司主营业务回笼资金分别为 11.68 亿元、12.87 亿元和 16.06 亿元，可为公司业务开展及债务本息偿付提供一定支持。同时得益于政府资产注入、财政拨款以及以及债转股等，公司净资产规模不断增长，自有资本实力不断增强，财务杠杆水平维持在较合理区间，尚有一定的再融资空间。2017-2019 年末，公司所有者权益分别为 145.06 亿元、182.21 亿元和 244.61 亿元；资产负债率分别 53.34%、58.41%和 52.73%。

## 2. 外部支持因素

该公司是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，可持续得到乐清市政府在资金拨付、项目获取等方面的大力支持。近年来乐清市财政局不断向公司注入项目资本金，截至 2020 年 3 月末，公司资本公积中约 13 亿元为国有资产股权无偿划入，约 19 亿元为污水管网等资产，其余为财政拨款注入的项目资金及政府债务置换资金。此外，公司持续获得政府补助款，2017-2019 年及 2020 年第一季度分别为 2.95 亿元、3.80 亿元、10.46 亿元和 1.63 亿元。

该公司与多家银行保持了较好的合作关系，为公司资金周转提供了支持。截至 2020 年 3 月末，公司拥有银行授信额度为 209.47 亿元，已使用 169.32 亿元，剩余额度为 40.16 亿元。

## 本期债券偿付保障分析

### 1. 盈利保障分析

近年来，该公司营业收入保持增长态势，2017-2019 年，公司分别实现营业收入 13.51 亿元、16.35 亿元和 17.02 亿元；同期，分别实现净利润 1.09 亿元、0.52 亿元和 1.40 亿元。同时，公司主业现金流入不断增多，2017-2019 年“销售商品、提供劳务收到的现金”分别为 11.68 亿元、12.87 亿元和 16.06 亿元。作为乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，公司在资源和项目获取上优势较为显著，预计营业收入和净利润仍可保持在一定规模。

### 2. 偿债资金来源保障分析

本期债券募投项目预计在本期债券存续期内可实现总收入 8.25 亿元；此外，该公司每年均可获得一定规模的政府补助，鉴于公司为乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，预计未来仍可持续获得财政补助，可对本期债券偿付形成一定保障。

## 评级结论

乐清市经济基础较好，形成了以低压电器、电子、机械为主的主导产业。近年来全市积极推进产业升级改造，同时加快发展现代服务业，地区生产总值保持增长趋势，综合实力位居全国同级县（区）前列。

该公司是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，目前业务种类包括对外投资、土地开发整理、基础设施建设、保障房开发和自来水销售等经营性业务。其中公司经营性业务收入基本保持稳定，且可获得较为稳定的现金流入；公司在开发的保障房建设和土地一级开发业务已基本完成，并实现了一定的资金回笼；未来公司将重点推进城中村改造项目和以市域铁路、高速公路等为主的项目投资，虽然市财政给予了一定规模的资金支持，但项目开发规模大且周期较长，公司未来仍将面临一定的资金压力。

该公司主业盈利能力欠佳，政府补贴对公司利润的贡献较为突出。近年来随着项目开发的持续推进和对外投资规模的快速增大，公司负债规模快速上升，但依赖政府资产注入、财政拨款以及债转股等，目前财务杠杆仍控制在合理区间。同时，公司资产主要沉淀于项目建设成本和长期股权投资，资产流动性一般。公司货币资金有限，随着短期借款的新增以及长期借款逐步步入偿付期，即期偿债压力加大。

## 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，在本期企业债存续期（本期企业债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每年6月30日前出具。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。

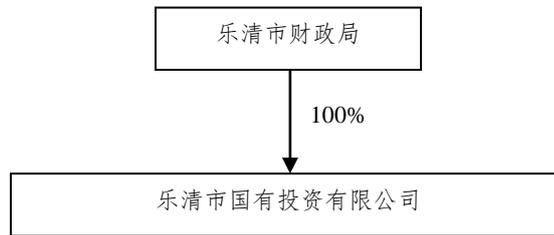
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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：

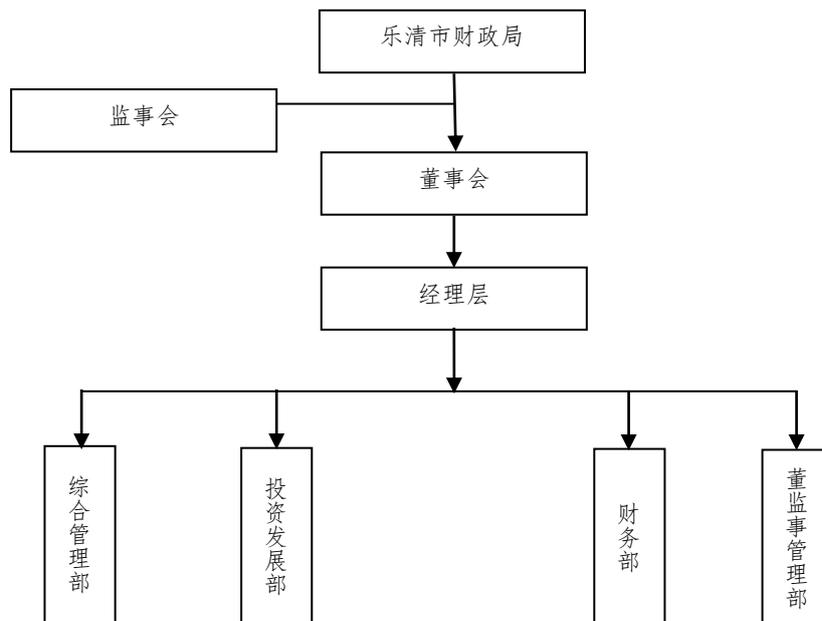
公司股权结构图



注：根据乐清国投提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据乐清国投提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
乐清市国有投资有限公司	乐清国投	--	乐清市城市基础设施建设、供水、土地开发整理、保障房建设等	38.34	238.36	--	1.40	-2.50	本部
乐清经济开发区投资发展有限公司	乐清经开区公司	100.00	基础设施建设投资、土地海涂资源开发经营等	8.50	12.97	0.18	-0.07	3.97	
乐清市乐清湾港区投资发展有限公司	乐清湾港区公司	100.00	基础设施建设投资、土地开发利用等	7.30	25.10	1.13	2.71	2.00	
乐清市城市建设投资有限公司	乐清城投	100.00	城市基础设施项目投资、建设、管理，房地产投资等	120.97	29.86	--	0.02	-55.45	
乐清市中心区发展有限公司	乐清发展	100.00	土地开发投资、公共事业配套设施开发经营	6.70	0.97	2.89	-0.02	2.32	
乐清市旧城建设开发有限公司	旧城建设公司	100.00	保障房开发、市政工程建设、城市防洪工程建设等	2.00	20.75	2.46	-0.63	-0.49	
乐清市供水集团有限公司	乐清供水	58.00	集中式供水生产和供应，供排水工程设计、安装等	7.26	4.90	4.40	0.20	-0.89	

注：根据乐清国投提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	310.88	438.08	517.45	538.56
货币资金 [亿元]	18.75	24.10	20.44	18.97
刚性债务[亿元]	97.87	170.51	226.13	239.55
所有者权益 [亿元]	145.06	182.21	244.61	242.87
营业收入[亿元]	13.51	16.35	17.02	2.52
净利润 [亿元]	1.09	0.52	1.40	0.18
EBITDA[亿元]	2.99	3.43	7.34	—
经营性现金净流入量[亿元]	-9.37	9.15	-45.55	-5.29
投资性现金净流入量[亿元]	-34.27	-101.82	-23.35	-7.39
资产负债率[%]	53.34	58.41	52.73	54.90
长短期债务比[%]	226.33	218.53	283.37	255.95
权益资本与刚性债务比率[%]	148.21	106.86	108.17	101.39
流动比率[%]	274.29	194.75	406.76	372.33
速动比率[%]	65.43	53.98	51.13	42.83
现金比率[%]	36.91	30.00	28.72	22.84
短期刚性债务现金覆盖率[%]	91.65	66.55	53.09	47.80
利息保障倍数[倍]	0.46	0.27	0.48	—
有形净值债务率[%]	124.18	150.33	117.14	128.03
担保比率[%]	9.74	9.94	9.14	8.54
毛利率[%]	11.05	9.65	-6.96	-6.51
营业利润率[%]	-10.43	-19.12	-49.56	-59.06
总资产报酬率[%]	0.67	0.57	1.05	—
净资产收益率[%]	0.84	0.32	0.66	—
净资产收益率*1[%]	0.86	0.33	0.67	—
营业收入现金率[%]	86.49	78.71	94.41	94.40
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.77	13.95	-60.13	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-10.11	6.82	-22.97	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-82.78	-141.33	-90.95	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-47.10	-69.06	-34.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.72	0.43	0.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.04	—

注：表中数据依据乐清国投经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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

附录六：

## 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（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。

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（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。

## 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尽职调查和诚信义务，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期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。