

信用等级公告

联合〔2020〕1268号

联合资信评估有限公司通过对莆田市荔城区国有资产投资有限公司及其拟发行的2021年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定莆田市荔城区国有资产投资有限公司主体长期信用等级为AA，2021年莆田市荔城区国有资产投资有限公司公司债券的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年八月十九日



2021 年莆田市荔城区国有资产投资有限公司

公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：5 亿元

本期债券期限：3+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本；附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

募集资金用途：项目建设和补充营运资金

评级时间：2020 年 8 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示 评级	a		评级 结果	AA
评价 内容	评价 结果	风险 因素	评价 要素	评价 结果
经营 风险	C	经营 环境	宏观和区 域风险	3
			行业风险	3
		自身 竞争 力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务 风险	F3	现金 流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整 子级
政府支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

莆田市荔城区国有资产投资有限公司（以下简称“公司”）是福建省莆田市荔城区最主要的基础设施建设及国有资产运营主体，在区域地位及政府支持等方面具有明显优势。近年来，公司收入规模保持增长，整体债务负担一般。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司对子公司实际管控力度弱、基建项目投资规模较大、资产流动性较弱、收入实现质量较差等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的 2021 年公司债券（以下简称“本期债券”）由瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定瀚华担保的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，其担保有助于提升本期债券本息偿付的安全性。

未来，随着当地经济持续发展以及基础设施建设的不断推进，公司经营有望持续稳步发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 经营环境良好。近年来莆田市荔城区经济稳步发展，一般公共预算收入持续增长。2019 年，荔城区地区生产总值为 515 亿元，同比增长 8.0%；一般公共预算收入为 28.38 亿元，同比增长 3%。
2. 业务区域垄断优势明显，政府支持力度大。公司承担着荔城区的基础设施建设任务，业务区域垄断优势明显，并持续获得荔城区政府在股权划拨、资金注入和财政补贴等方面的持续支持。
3. 外部担保有助于提升债券的偿付安全性。瀚华担保为本期债券提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有助于提升本期债券到期偿付的安全性。

关注

1. 内部管理尚需磨合。公司对下属子公司整合时间较短，

分析师：张建飞 徐聆晏 徐佳

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

对子公司的管控力度仍有待加强。

2. **回款质量较差，资本支出压力较大。**公司以往项目投入回款质量较差，经营活动现金流持续净流出；在建项目较多，尚需投资规模较大，公司存在较大的资本支出压力。
3. **资产流动性较弱。**公司资产以受托代建基础设施项目投入及往来款为主，项目投入变现受委托单位资金支付进度影响大，往来款回收时间不确定，对公司资金占用明显，公司资产流动性较弱。
4. **公司利润总额对政府补助依赖大。**2019年公司实现利润总额1.47亿元，收到政府补助1.43亿元。
5. **募投项目收益实现存在不确定性。**本期债券募投项目收益实现受房地产行业的市场因素、当地经济景气程度以及项目建设进度等影响，存在不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017年	2018年	2019年
现金类资产（亿元）	14.53	14.91	11.07
资产总额（亿元）	114.91	122.80	116.97
所有者权益（亿元）	58.70	60.09	60.69
短期债务（亿元）	3.19	8.71	7.12
长期债务（亿元）	35.10	32.64	31.58
全部债务（亿元）	38.29	41.34	38.69
营业收入（亿元）	6.86	7.76	8.09
利润总额（亿元）	1.50	1.35	1.47
EBITDA（亿元）	1.90	1.66	1.94
经营性净现金流（亿元）	-13.55	-0.60	-2.41
现金收入比（%）	31.85	86.29	55.01
营业利润率（%）	5.58	5.36	7.04
净资产收益率（%）	2.53	2.15	2.46
资产负债率（%）	48.92	51.07	48.12
全部债务资本化比率（%）	39.48	40.76	38.93
流动比率（%）	523.00	392.96	454.56
速动比率（%）	147.11	112.74	135.05
经营现金流动负债比（%）	-64.20	-1.99	-9.76
现金短期债务比（倍）	4.56	1.71	1.56
全部债务/EBITDA（倍）	20.11	24.83	19.92
EBITDA 利息倍数（倍）	1.86	0.88	0.95

公司本部			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	5.96	63.36	56.98
所有者权益（亿元）	1.47	58.62	52.78
全部债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
营业收入（亿元）	0.01	1.17	0.01
利润总额（亿元）	-0.06	0.00	0.00
资产负债率（%）	75.38	7.47	7.37
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00
流动比率（%）	122.50	117.63	118.38
经营现金流动负债比（%）	7.06	7.85	-1.52

注：1. 已将长期应付款调整至长期债务及相关指标核算；2. 公司本部部分数据较小，四舍五入后显示为 0.00

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/4/27	张建飞、 徐玲晏、 徐佳	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	—

声 明

一、本报告引用的资料主要由莆田市荔城区国有资产投资有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项,有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

2021 年莆田市荔城区国有资产投资有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

莆田市荔城区国有资产投资有限公司（以下简称“公司”）原名莆田市荔城区经济发展有限公司，系经莆田市人民政府莆政发〔2003〕13 号文批准，由莆田市荔城区国有资产管理局（以下简称“荔城区国资局”）于 2003 年 4 月 29 日出资组建的国有独资公司，初始注册资本 50.00 万元。2003 年 9 月，荔城区国资局以货币形式向公司增资 950.00 万元；2005 年 9 月，荔城区国资局以货币形式向公司增资 2000.00 万元；2008 年 1 月，莆田市荔城区人民政府（以下简称“荔城区政府”）授权莆田市荔城区财政局（以下简称“荔城区财政局”）履行出资人职责，并以货币形式向公司增资 2000.00 万元；2012 年 10 月，公司名称变更为现名。截至 2019 年底，公司注册资本及实收资本均为 5000.00 万元，荔城区财政局持有公司 100% 股权，荔城区政府为公司实际控制人。

公司经营范围：从事受委托国有资产的投资开发；区政府投资项目代建；城市基础设施建设、投资；土地整理；为企业投资提供服务；农业开发；建材、机电产品、五金水暖产品批发、零售。

截至 2019 年底，公司本部内设办公室、财务部、物业部、工程部和资产部 5 个职能部门；公司拥有纳入合并范围一级子公司 15 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 116.97 亿元，所有者权益 60.69 亿元（其中少数股东权益 0.76 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 8.09 亿元，利润总额 1.47 亿元。

公司注册地址：莆田市荔城区镇海办英龙居委会八二一街 319 号；法定代表人：林剑山。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2021 年发行总规模 5 亿元的公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 3+2 年。本期债券执行固定利率，按年付息，到期一次还本；附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券由瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途及募投项目概况

本期债券计划募集资金 5.00 亿元，其中 3.00 亿元用于莆田市荔城区玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程（以下简称“募投项目”），2.00 亿元用于补充营运资金。募集资金投资项目情况见下表：

表1 本期债券募集资金投资项目情况

（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	本期债券拟投入金额	募集资金占项目投资总额比例
莆田市荔城区玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程项目	122036.83	30000.00	24.58
补充营运资金	--	20000.00	--
合计	--	50000.00	--

资料来源：福建卓知项目投资顾问有限公司出具的《玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程可行性研究报告》及公司提供

（1）募投项目概况

根据《荔城区发展和改革局关于玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程可行性研究报告的批复》（荔发改〔2016〕40 号）及相关政府部门批文，募投项目位于莆田市荔城区拱辰街道，

拟规划建设 11 幢楼，规划用地面积约 8.45 万平方米，总建筑面积约 29.91 万平方米。募投项目地上建筑包含商业裙楼建筑、住宅建筑、幼儿园、配电房等配套设施建筑、停车及配套设备用房，同时配套建设道路、广场、景观绿化工程、室内外给排水系统、供配电系统、消防系统、人防地下室工程等基础设施。

(2) 项目资金来源

募投项目总投资 12.20 亿元，拟使用本期债券募集资金 3.00 亿元，其余由公司通过自有资金解决。

(3) 项目审批情况

募投项目符合国家产业政策，已经通过了相关主管部门的审批，批复文件如下表所示：

表2 莆田市荔城区玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程项目审批情况

名称	文号	发文机关	印发时间
建设项目选址意见书	选字第 350300201808004 号	莆田市城乡规划局	2018 年 5 月 30 日
荔城区发展和改革局关于玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程节能审查意见	荔发改〔2016〕40 号	荔城区发展和改革局	2016 年 8 月 5 日
荔城区发展和改革局关于玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程可行性研究报告的批复	荔发改〔2016〕40 号	荔城区发展和改革局	2016 年 8 月 5 日
建设工程规划许可证	建字第 350300201908011 号	莆田市城乡规划局	2019 年 4 月 17 日
建设用地规划许可证	地字第 350300201808010 号	莆田市城乡规划局	2018 年 6 月 20 日
莆田市荔城区环保局准予行政许可决定书	荔环保开许准〔2016〕030 号	莆田市荔城区环保局	2016 年 11 月 15 日
福建省重大固定资产投资项目社会稳定风险评估意见表	--	莆田市荔城区拱辰街道办事处	2016 年 11 月 4 日

资料来源：公司提供

(4) 项目进度情况

募投项目已于 2019 年 10 月开工建设，预计 2022 年 12 月完成。截至 2020 年 3 月底，募投项目已投入项目资本金 0.42 亿元，已累计完成投资 1.89 亿元，尚有资金缺口 10.31 亿元。目前投资完成率 15.49%。

(5) 项目经济效益

根据福建卓知项目投资顾问有限公司出具的《玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），募投项目收入包括住宅销售收入、商业用房销售收入、停车位销售收入，项目预计销售总收入 149639.52 万元，扣除经营成本和相关税金及附加后净收益 139702.68 万元，可以覆盖总投资 122036.83 万元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表3 2017-2020年上半年中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度	2020年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计

进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收

收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施

规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年

要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，

中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《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2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借

新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，

指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施投资建设重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表4 2019年以来与城投债券相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	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	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 1 月	国务院	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信综合整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。未来，中国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2021 年为“资管新规”

过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

近年来，荔城区经济稳步发展，一般预算收入保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

荔城区是莆田市主城区之一，下辖西天尾、新度、黄石、北高 4 个建制镇和镇海、拱辰 2 个街道，有 130 个村居，陆地面积 269 平方公里，海域面积 55.89 平方公里。

荔城区产业基础较好、集聚度较高，依托荔城经济开发区、黄石工业园区、兴化湾南岸北高作业区等工业发展平台，集聚规模以上工业企业 200 多家，有三棵树涂料、闽中食品、泰盛集团、正荣集团、旷远能源 5 家境内外上市企业，形成了鞋业服装、机械化工、食品医药、工艺美术等支柱产业。

根据莆田市荔城区政府官方网站披露数据¹，2017—2019 年，荔城区分别实现地区生产总值 410 亿元、460 亿元和 515 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 10.0%、9.0%和 8.0%。2019 年，荔城区生产总值中第一、二、三产业增加值分别达到 17 亿元、280 亿元和 218 亿元，分别增长 3.0%、6.2%和 9.0%；其

¹均为预计数据

中，工业增加值 232 亿元，增长 7.9%。2019 年，荔城区三次产业结构由 2017 年的 5.1:57.6:37.3 调整为 3.3:54.4:42.3，第三产业占比进一步上升，产业结构有所优化。

2019 年，荔城区全区 100 家规模以上鞋业企业累计实现产值 425.8 亿元，增长 15.9%，占全区规模以上工业产值 718 亿元的 59.3%，拉动规模工业增长 10.8 个百分点。

2017—2019 年，荔城区人均可支配收入分别为 31680 元、35000 元和 37700 元，分别增长 8.0%、9.4%和 8.4%；社会消费品零售额分别为 190 亿元、210 亿元和 205 亿元，分别增长 14.5%、11.3%和 5.0%。

2017—2019 年，荔城区固定资产投资分别完成 340 亿元、290 亿元和 325 亿元（不含农户），2019 年固定资产投资可比增长 9.5%。

2017—2019 年，荔城区政府财政实力不断增强，根据《荔城区财政决算收支表》，2017—2019 年，荔城区一般公共预算收入分别为 24.73 亿元、27.47 亿元和 28.38 亿元，2019 年同比增长 3%；其中税收收入分别为 19.25 亿元、21.42 亿元和 23.06 亿元，占比分别为 86.62%、81.80%和 81.26%，一般公共预算收入稳定性及质量较高。2019 年，荔城区一般公共预算收入规模在莆田市下辖一县四区（仙游县、荔城区、城厢区、涵江区、秀屿区）排名第一；当期荔城区一般公共预算支出 33.69 亿元，财政自给率为 84.00%，财政自给水平较高。2017—2019 年，荔城区政府性基金收入分别为 22.22 亿元、8.80 亿元和 29.49 亿元，主要为国有土地使用权出让金，受土地市场行情及出让情况影响，波动幅度较大。2017—2019 年，荔城区获得上级补助收入分别为 10.91 亿元、12.22 亿元和 34.90 亿元，对综合财力形成有力补充。

根据荔城区财政局提供的数据，2019 年底，荔城区政府债务余额 47.95 亿元，其中一般债务 18.82 亿元，专项债务 29.13 亿元。

根据莆田市人民政府官方网站显示，受

新冠肺炎疫情影响，2020 年 1—3 月，荔城区实现生产总值 138.86 亿元，同比下降 11.0%。其中，第一产业增加值完成 3.80 亿元，同比增长 1.2%；第二产业增加值完成 71.36 亿元，同比下降 12.6%；第三产业增加值完成 63.71 亿元，同比下降 9.9%。同期，荔城区全区规模以上工业产值完成 161.64 亿元，同比下降 7.8%。2020 年 1—3 月，荔城区一般公共预算收入完成 7.87 亿元，比上年同期下降 17.0%；一般公共预算支出完成 9.44 亿元，比上年同期下降 13.3%。同期，荔城区政府性基金收入为 2986 万元，政府性基金支出为 8.19 亿元。

五、基础素质分析

公司是莆田市荔城区主要的基础设施建设和国有资产运营主体，业务具有区域垄断优势，并持续得到荔城区政府在股权划拨、资金注入和财政补贴等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至 2019 年底，公司注册资本及实收资本均为 5000.00 万元，荔城区财政局持有公司 100%的股权，荔城区政府为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司为莆田市财政局下属独资企业，2018 年以前主要承担荔城区本级的城市基础设施建设以及国有资产运营等职能。2018 年，按照荔城区政府战略规划，为进一步推进区级国有企业整合提升，荔城区政府、财政局以及西天尾镇人民政府将其持有的莆田市荔城区交通建设开发有限公司（以下简称“交建公司”）、莆田市荔城区水务投资有限公司（以下简称“水投公司”）、莆田市西天尾城市投资开发有限公司（以下简称“西天尾城投”）等 15 家子公司股权无偿划转至公司。划转后，公司业务领域拓展至交通基础设施建设、水利基础设施建设等领域，同时业务范围拓展至荔城区下属各乡镇、街道等。

公司基础设施业务运营主体主要包括子公司西天尾城投、莆田市黄石工业园区开发有限公司（以下简称“黄石工业园公司”）、交建公司和莆田市荔城区宁海经济开发建设有限公司（以下简称“宁海公司”）等，承担所在区域政府分派的基础设施代建业务。公司房产销售业务主要经营主体为公司二级子公司莆田市荔城区荔隆置业有限公司（以下简称“荔隆置业”），具备房地产开发三级资质；房屋租赁业务运营主体包括莆田市荔城区商业集团有限公司（以下简称“商业集团”）、莆田妈祖工艺城股份有限公司（以下简称“妈祖工艺城”）和荔隆置业。公司商品销售业务主要由商业集团承做，销售商品种类主要有烟、酒、粮油等副食品。

整体看，公司是荔城区最主要的基础设施建设以及国有资产运营主体，业务开展垄断优势明显，区域竞争实力强。

3. 人员素质

截至 2019 年底，公司高管人员包括董事长 1 人、总经理 1 人。

黄惠群女士，汉族，1972 年 1 月生，本科学历，中共党员，会计师职称；2002 年 10 月参加工作，曾任荔城区财政局国库股科员，现任公司董事长。

林剑山先生，汉族，1985 年 11 月出生，本科学历，中共党员，助理工程师；2009 年 9 月参加工作，2010 年 1 月起于荔城区财政局国资股工作，2014 年 11 月起兼任公司总经理、法定代表人。

截至 2019 年底，公司本部在职员工共计 20 人。从教育程度看，大学本科及以上学历 6 人，大专学历 10 人，高中及以下 4 人；从年龄看，50 岁及以上 1 人，30~50 岁 17 人，30 岁及以下 2 人。

总体看，公司高管素质及工作经验、员工文化及年龄构成能够满足现阶段公司日常经营需要，但高级管理人员存在政府机构兼职情

况。

4. 外部支持

（1）股权划拨

2018 年，根据莆田市荔城区政府荔政综〔2018〕113 号文件，荔城区政府、财政局以及西天尾镇人民政府将其持有的交建公司、水投公司、莆田市荔城区城乡建设投资有限公司、商业集团、莆田市荔城区九鑫商贸有限公司（以下简称“九鑫商贸”）、西天尾城投、莆田市荔园工业区开发有限公司、黄石工业园公司、宁海公司、妈祖工业城、莆田市荔城区艺都旅游产品开发有限公司、莆田市荔城区辰建经济开发有限公司²、莆田市荔城区辰友经济开发有限公司、莆田市荔城区辰胜经济开发有限公司、莆田市荔城区新泰经济开发有限公司等公司股权无偿划入公司；其中划转西天尾城投股权比例为 81.60%，其余公司划转股权均为 100.00%。以上股权划转增加公司资本公积 57.17 亿元。

2019 年，西天尾镇人民政府将持有的西天尾城投 6.71% 股权无偿转让给公司，增加公司资本公积 0.08 亿元。

（2）资金注入

自公司成立以来，荔城区财政局先后多次向公司注入资本金。截至 2019 年底，公司实收资本 5000.00 万元，均为荔城区财政局以货币方式出资。

根据荔城区财政局荔财金〔2015〕12 号、荔财金〔2016〕16 号及荔财金〔2017〕17 号等文件，2015—2017 年及 2019 年，荔城区财政局及各乡镇政府向公司各下属子公司拨款分别为 21.29 亿元、12.95 亿元、8.20 亿元和 5.01 亿元，用于充实公司资本实力及置换政府性债务；上述资金注入均计入公司资本公积。

（3）财政补贴

2017—2019 年，公司分别获得荔城区政府

² 截至 2019 年底，莆田市荔城区辰建经济开发有限公司已无偿转让给莆田市国有资产投资有限公司

补助款 1.93 亿元、1.82 亿元和 1.43 亿元，计入“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 18 日，公司本部近五年内无不良信贷信息记录。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 7 月 16 日，九鑫商贸无不良信贷信息记录。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 18 日，西天尾城投无不良信贷信息记录。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 18 日，宁海公司近五年内无不良信贷信息记录。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 18 日，交建公司无不良信贷信息记录。

六、管理分析

公司法人治理结构基本完善，管理制度较为健全，但对子公司的管控有待加强。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》以及有关法律法规制定了《公司章程》，并根据《公司章程》建立了包括董事会、监事会及管理层在内的法人治理结构。

公司不设股东会，由出资人依法行使股东会权利，主要职权包括决定公司的经营方针和投资计划，委派选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案，修改公司章程等。

公司设董事会，由 3 名董事组成，其中职工代表 1 名，除职工代表由公司职工代表大会选举产生外，其他董事由出资人委派。董事任期 3 年，任期届满可连选连任。董事会设董事

长 1 人，由出资人指定。董事会行使决定公司经营方针和投资计划、制定公司的年度财务预算方案、制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案、制定公司的基本管理制度等职权。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中包括 2 名职工代表，除职工代表由公司职工代表大会选举产生外，其他监事由出资人委派，监事任期每届 3 年，任期届满可连任。监事会设监事会主席 1 名，由出资人指定。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事行使检查公司财务、对董事和高级管理人员行为进行监督等职权。

公司设经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘。经出资人同意，董事会成员可以兼任经理。经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理水平

公司本部内设办公室、财务部、物业部、工程部和资产部 5 个职能部门，并针对财务管理、投资管理、融资管理、对外担保管理及子公司管理等制定了相应的管理制度。

财务管理方面，为建立现代化企业制度，建立健全财务管理体系，根据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》《企业财务通则》《企业会计制度》，公司制定了财务管理制度，并对财务管理的基础工作、资本金和负债管理、流动资产管理、收入和成本费用管理、利润及利润分配管理等作出了详尽的规定。

投资管理方面，公司规定投资必须坚持效益原则，原则上长期投资收益率不应低于公司的净资产收益率。公司的投资审批权由公司董事会行使，单项投资额在 5000 万元以上或占公司净资产 30%以上的投资，需由公司董事会集体决策同意后报出资人备案。

融资管理方面，公司对融资规模实施总量控制，总体融资规模较大或根据相关权限应由出资方审议的，应提交出资方审议。公司财务

部制定统一的还款计划, 保证按照约定的时间履行还款义务; 发现有借款到期未能及时归还的, 财务部要在第一时间了解逾期原因, 及时上报总经理, 并积极配合金融机构商洽, 提出应急方案妥善处理。

对外担保方面, 公司规定对外担保必须先经董事会审议, 涉及关联担保的, 关联董事不得对该项决议行使表决权, 也不得代理其他董事行使表决权。公司财务部应指定人员具体负责管理每项担保业务, 经办负责人应及时跟踪、掌握被担保人生产经营、资产负债变化等情况, 特别是担保人的债务偿还情况, 公司所担保债务到期前, 要积极督促被担保人按约定期限履行债务, 对担保过程中可能出现的风险应及时向公司财务部报告。

子公司管理方面, 公司规定母公司的总经理每年向母公司董事会报告子公司的经营情况。母公司每年对子公司进行经营目标责任制考核, 考核内容包括经营收入、制度完善、项目融资、项目建设等方面。子公司应当遵守母公司的各项制度规定。子公司发展计划必须服从和服务于母公司的发展需要及母公司总体规划, 子公司在母公司发展规划框架下, 细化和完善自身规划。在实际执行过程中, 由于公司下属子公司划入时间较短, 公司本部对子公司实际管控力度弱, 各方面管理尚需磨合。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责荔城区的基础设施建设及国有资产运营, 同时涉及房地产开发、商品销售等业务。近年来公司营业收入持续增长, 毛利率较为稳定。

2017—2019 年, 公司营业收入分别为 6.86 亿元、7.76 亿元和 8.09 亿元, 得益于受托代建项目收入和房产销售收入增长, 公司营业收入呈增长趋势。从收入构成来看, 公司核心业务是受托代建项目业务, 2017—2019 年, 公司分别实现受托代建项目收入 6.54 亿元、7.29 亿元和 7.11 亿元, 占营业收入的比重均在 87%以上。2017—2019 年, 公司房产销售收入快速增长, 2019 年同比大幅增长 203.63%至 0.68 亿元, 主要系房屋逐渐完工结算、销售量增长所致; 同期, 租金收入持续增长, 2019 年为 0.24 亿元, 整体规模在营业收入中占比较小。

毛利率方面, 2017—2019 年公司业务毛利率分别为 6.39%、6.22%和 7.86%, 公司业务毛利率较稳定。其中受托代建业务毛利率较稳定, 2019 年为 4.63%; 2017—2018 年, 公司房产销售毛利率为负, 主要受当年销售收入中定价较低的保障性住房收入占比较高所致。

表 5 近年公司营业收入构成与毛利率情况 (单位: 万元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
受托代建项目	65418.02	95.30	4.76	72858.47	93.83	4.63	71129.98	87.88	4.63
房产销售收入	823.36	1.20	-5.90	2226.62	2.87	-7.42	6760.73	8.35	11.19
租金收入	1934.53	2.82	71.18	2070.87	2.67	73.25	2417.42	2.99	77.09
商品销售收入	200.16	0.29	0.64	58.10	0.07	10.24	56.16	0.07	39.63
其他	270.01	0.39	-22.81	432.96	0.56	23.44	573.95	0.71	74.88
合计	68646.08	100.00	6.39	77647.02	100.00	6.22	80938.24	100	7.86

注: 其他业务收入主要系职工住宿费和门票收入

资料来源: 公司提供

2. 业务经营分析

(1) 基础设施代建

公司基础设施代建业务运营主体主要为

下属子公司, 近年来业务收入呈增长趋势, 毛利率稳定, 但业务收入回款质量较差。公司在建基础设施项目较多, 未来业务持续开展有保

障，但投资规模较大，未来存在较大资本支出压力。

从业务模式上来看，项目建设阶段，公司和委托单位（一般为荔城区政府、各乡镇政府或其他政府部门）签订受托代建协议，公司根据项目的总体规划要求负责项目的筹资及建设管理，包括项目设计之后的工程前期准备、施工组织、工程中间及交工、竣工验收、竣工资料整理移交等工作。待项目完工后，公司与委托单位签订合同，约定具体支付金额及偿付方式，委托单位支付金额一般为投资额加成

5%，根据项目性质、总投资额和建设年限等情况分为一次性支付或分期支付。公司根据合同约定的总价款确认工程代建收入，并同时结转相关项目成本。

2017—2019 年公司分别实现项目建设收入 6.54 亿元、7.29 亿元和 7.11 亿元，毛利率分别为 4.76%、4.63%和 4.63%，受业务模式影响，毛利率较稳定。2017—2019 年，公司收到回款金额分别为 1.65 亿元、5.03 亿元和 1.93 亿元，回款质量较差。

表 6 公司基础设施建设确认收入情况表（单位：万元）

项目	委托方	收入	成本	收益
莆田市西天尾镇九华大道三期道路工程	莆田市荔城区交通运输局	5040.23	4800.22	240.01
莆田市九华路（交战路—南少林路）市政工程	莆田市荔城区交通运输局	9757.01	9292.39	464.62
黄北第二通道（第二期）建设项目	莆田市荔城区交通运输局	16607.28	15816.45	790.82
莆阳大道工程	莆田市荔城区交通运输局	20155.44	19195.65	959.78
九华路洞湖安置区建设工程	莆田市荔城区住房和城乡建设局	13858.07	13198.16	659.91
2017 年小计	--	65418.02	62302.87	3115.14
福厦铁路荔城段黄石七境安置区建设工程	莆田市荔城区住房和城乡建设局	18646.57	17783.30	863.27
向莆铁路荔城段黄石下江头安置区建设工程	莆田市荔城区住房和城乡建设局	9393.20	8958.33	434.87
莆田市阔口商服地块收储项目新溪安置区	莆田市荔城区住房和城乡建设局	33226.56	31688.29	1538.27
南郊安置房拆迁项目（荔园小区（三期））	莆田市荔城区住房和城乡建设局	11592.14	11055.47	536.67
2018 年小计	--	72858.47	69485.39	3373.08
物流 1 号路工程项目	莆田市荔城区交通运输局	12894.94	12297.96	596.99
物流 2 号路工程项目	莆田市荔城区交通运输局	15291.87	14583.91	707.96
南少林路沥青加铺工程项目	莆田市荔城区人民政府	3563.70	3398.71	164.99
西天尾镇后卓路（荔涵大道至九华路）道路工程项目	莆田市荔城区人民政府	1274.48	1215.48	59.00
九华路（交战路—南少林路）安置区工程项目	莆田市荔城区人民政府	14620.26	13943.39	676.86
九华山入口公园及登山步道工程项目	莆田市荔城区人民政府	1088.17	1037.79	50.38
黄石旧街片区改造安置用地一地块建设工程项目	莆田市荔城区人民政府	20096.46	19166.07	930.39
福泉高速公路扩建工程荔城段黄石华堤安置区工程项目	莆田市荔城区人民政府	2300.10	2193.61	106.49
2019 年小计	--	71129.98	67836.92	3293.06

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要在建项目 9 个，尚需投资 18.69 亿元，尚需投资规模较大，加

之公司以往投资回款质量较差，公司存在较大投资压力。

表 7 截至 2019 年底公司部分投资金额较大在建基础设施项目（单位：万元、%）

项目名称	总投资金额	截至 2019 年底已投资金额	截至 2019 年底项目进度	未来需投资金额
西天尾镇溪白片区（含总部经济区）安置区工程	159652.00	122668.84	76.84	36983.16
蒲坂安置区工程	42348.00	37471.52	88.48	4876.48
莆兴路二期华中安置区建设工程、莆兴路二期沙坂龙渡安置区建设工程	38373.00	29525.55	76.94	8847.45
西天尾镇渭阳安置区地块一、二、三（含三山）及三山安置区工程	89664.00	20780.45	23.18	68883.55
东郊安置区工程	15860.00	16700.56	100.00	182.00
厝柄安置区工程	27027.00	16395.32	60.66	10631.68
莆田工美文化产业园项目安置区工程	19341.00	5320.45	27.51	14020.55
白垵安置区工程	26973.00	5037.69	18.68	21935.31
绿地映像工程	25000.00	4466.18	17.86	20533.82
合计	444238.00	258366.56	--	186894.00

资料来源：公司提供

（2）房地产开发

① 房产销售

公司房产销售业务主要经营主体为荔隆置业，具有房地产开发三级资质。项目种类主要包括经济适用房、商品房、办公楼等。经济适用房业务模式为自建自销，公司自筹资金建设，建成后以评估价格为基准价格向符合准购条件的对象销售经济适用房等保障性住房。由于经济适用房业务具有公益性特点，在定价时

主要根据政府房屋拆迁安置有关政策规定，确定安置房结算价格进行出售，销售定价低于建造成本。

2017—2019 年，公司房产销售业务分别实现收入 823.36 万元、2226.62 万元和 6760.73 万元，毛利率分别为-5.90%、-7.42%和 11.19%，2017—2018 年，受销售保障性住房收入占比提高影响，毛利率为负。

表 8 截至 2019 年底公司在售房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	项目类型	建筑面积	可售面积	已售面积	总投资	已投资	已收房款	累计已确认收入
中国莆田鞋业服装城商住楼、办公楼	商品房、办公楼	5.74	4.56	1.45	20716.02	20737.05	5991.12	2089.30
黄石经济适用房	保障房	2.63	2.41	1.01	7036.00	7290.23	6484.68	6486.32
九华农场经济适用房	保障房	4.26	4.03	2.70	12800.00	12898.52	10912.77	8997.80
合计	--	12.63	11.00	5.16	40552.02	40925.80	23388.57	17573.42

资料来源：公司提供

② 房屋租赁

公司房屋租赁业务主要为出租自有房产，运营主体包括商业集团、妈祖工艺城和荔隆置业，出租物业包括中国莆田鞋业服装城 E 区、妈祖工艺城和莆田中山出租区域。公司房屋出租周期一般为一年一签或三年一签，租金定价

参照当地平均水平或低于平均水平。

2017—2019 年，公司房屋租赁业务分别实现收入 1934.53 万元、2070.87 万元和 2417.42 万元，毛利率分别为 71.18%、73.25%和 77.09%，毛利率维持在较高水平。

表9 截至2019年底公司房屋出租情况(单位:平方米、%、万元)

项目名称	可出租面积	2019年出租率	2017年确认收入	2018年确认收入	2019年确认收入
中国莆田鞋业服装城	26971.67	75	260.01	344.46	453.81
妈祖工艺城出租区域	129513.23	95	528.77	517.21	658.17
莆田中山出租区域	26504.97	91	1145.75	1209.20	1305.44
合计	182989.87	--	1934.53	2070.87	2417.42

资料来源:公司提供

(3) 商品销售和其他业务

公司商品销售业务承做主体为商业集团,销售商品种类主要有烟、酒、粮油等副食品,销售方式以零售为主,结算方式主要是现款结算。2017—2019年,公司商品销售业务分别实现收入200.16万元、58.10万元和56.16万元。

公司其他收入主要为职工住宿费和公园门票收入,2017—2019年,收入规模分别为270.01万元、432.96万元和573.95万元。

整体看,公司商品销售及其他业务规模较小,对公司整体经营状况影响程度小。

3. 未来发展

荔城区政府正加快推进城市转型发展,公司作为荔城区最主要的基础设施建设以及国有资产运营主体,所承担的建设职能日益突出。未来,公司将依托其综合经济实力,提高管理水平和运营效率,承担更多的市政建设项目。公司将不断加强管理,提高整体运营能力,进一步完善法人治理结构,建立健全各项内部管理制度和风险控制制度,从而提高运营效率。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年度财务报表,

容诚会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看,截至2019年底,公司有合并范围内一级子公司15家,较2018年底无偿划出1家;2018年底公司合并范围一级子公司16家。审计对2017年度报表进行追溯调整,假设同一控制下合并取得的子公司自最终控制方开始控制时点一直存在。总体看,合并范围变动对公司财务数据可比性影响一般。

截至2019年底,公司资产总额116.97亿元,所有者权益60.69亿元(其中少数股东权益0.76亿元);2019年,公司实现营业收入8.09亿元,利润总额1.47亿元。

2. 资产质量

近年来,公司资产规模有所波动,主要是基础设施建设项目投入及往来款;项目投入变现受委托单位资金支付进度影响大,往来款回收时间不确定,对公司资金占用明显;公司资产流动性较弱,整体资产质量一般。

2017—2019年,公司资产规模有所波动。2019年底,公司资产总额116.97亿元,较2018年底下降4.75%。在资产结构方面,公司资产以流动资产为主,2019年底占比为96.01%。

表10 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.53	12.64	14.91	12.14	11.07	9.47
其他应收款	16.47	14.33	18.93	15.41	22.22	18.99
存货	79.36	69.06	84.27	68.62	78.93	67.48

科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	110.41	96.09	118.17	96.23	112.30	96.01
投资性房地产	3.20	2.78	3.11	2.53	3.02	2.58
非流动资产	4.49	3.91	4.63	3.77	4.67	3.99
资产总额	114.91	100.00	122.80	100.00	116.97	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产有所波动，分别为 110.41 亿元、118.17 亿元和 112.30 亿元。2019 年底，公司流动资产较 2018 年底下降 4.97%，主要由货币资金（占 9.86%）、其他应收款（占 19.78%）和存货（占 70.29%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 12.69%。2019 年底，公司货币资金 11.07 亿元，较 2018 年底下降 25.72%，系公司项目投入和偿还债务所致。构成方面，银行存款占 99.25%，其余为少量库存现金和其他货币资金；货币资金中受限部分为 884.37 万元，为贷款保证金和购房客户的公积金贷款保证金。

2017—2019 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 16.14%。2019 年底，公司其他应收款账面余额 22.22 亿元，较 2018 年底增长 17.38%，主要系往来款增加所致，累计计提坏账准备 0.37 亿元。从集中度看，公司其他应收款前五名欠款方金额合计占比为 92.67%，多为政府部门或区域内国有企业，回收风险不大，但回款时间不确定，对公司资金占用明显。

表 11 公司 2019 年底前五名其他应收款情况
(单位：亿元，%)

名称	金额	占比	款项性质
莆田市荔城区财政局	18.57	82.21	往来款
莆田市荔城区兴化湾南岸开发建设有限公司	1.29	5.73	往来款
莆田市荔城区银乡银饰开发有限公司	0.51	2.26	往来款

名称	金额	占比	款项性质
莆田市荔城区荔开商贸有限公司	0.30	1.35	往来款
莆田市荔城区住房和城乡建设局	0.25	1.12	往来款
合计	20.93	92.67	—

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司存货波动下降，年均复合下降 0.27%。2019 年底，公司存货 78.93 亿元，较 2018 年底下降 6.33%，系项目确认收入所致；构成主要为受托代建项目成本 75.85 亿元（占 96.09%），该部分项目投入成本未来将通过委托单位资金支付变现，但变现效率及质量受委托单位资金支付进度影响较大，一定程度上影响了公司资产流动性。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产小幅增长，年均复合增长 1.92%。2019 年底，公司非流动资产 4.67 亿元，较 2018 年底变化不大，主要由长期股权投资（占 14.73%）、投资性房地产（占 64.67%）和可供出售金融资产（占 11.95%）构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产无变化。2019 年底，公司可供出售金融资产 0.56 亿元，为按成本计量的可供出售权益工具，包括持有的福建莆田农村商业银行股份有限公司股权账面余额 0.25 亿元、莆田市众协联投资有限公司股权账面余额 0.23 亿元和福建九华发展股份有限公司股权账面余额 0.08 亿元。2019 年公司取得被投资单位现金分红 393.24 万元。

2017—2019 年，公司长期股权投资逐年

增长, 年均复合增长 22.72%。2018 年底, 公司长期股权投资 0.68 亿元, 较 2017 年底增长 47.92%, 主要系对莆田市金荔投资股份有限公司、莆田市工美投资开发有限公司追加投资所致。2019 年底长期股权投资较 2018 年底变化不大。

2017—2019 年, 公司投资性房地产逐年下降, 年均复合下降 2.83%。2019 年底, 投资性房地产 3.02 亿元, 为按照成本法计量的房屋建筑物及土地, 较 2018 年底下降 2.90%, 主要系计提摊销所致。

2019 年底, 公司资产受限规模为 0.97 亿元, 占同期资产总额的 0.83%, 包括货币资金 0.09 亿元、投资性房地产 0.43 亿元、可供出售金融资产 0.25 亿元和长期股权投资 0.20 亿元, 受限用途为贷款保证金、借款抵押及股权质押。除上述受限资产外, 公司尚有 63.13 亿元应收账款未来收益权质押。

3. 负债和所有者权益

近年来, 公司所有者权益小幅增长, 其中资本公积占比较高; 同时, 公司有息债务规模波动增长, 以长期债务为主, 整体债务负担一般。

所有者权益

2017—2019 年, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 1.68%, 主要来自未分配利润的增加。2019 年底, 公司所有者权益 60.69 亿元, 主要由资本公积 (占 84.19%) 和未分配利润 (占 12.59%) 构成。

2017—2019 年, 公司实收资本保持相对稳定, 均为 0.50 亿元。

2017—2019 年, 公司资本公积分别为 51.88 亿元、51.88 亿元和 51.09 亿元; 2019 年底公司资本公积较 2018 年底减少 0.79 亿元, 主要系子公司划出所致。

2017—2019 年, 公司未分配利润逐年增长, 年均复合增长 22.93%, 主要系来自留存收益的积累。2019 年底, 公司未分配利润 7.64

亿元, 较 2018 年底增长 23.49%。

负债

2017—2019 年, 公司负债总额有所波动。2019 年底, 公司负债总额 56.28 亿元, 较 2018 年底下降 10.25%, 其中流动负债和非流动负债分别占 43.90% 和 56.10%。

2017—2019 年, 公司流动负债有所波动。2019 年底, 公司流动负债 24.70 亿元, 较 2018 年底下降 17.85%, 主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。2019 年底, 公司流动负债主要由短期借款 (占 13.56%)、其他应付款 (占 66.65%) 和一年内到期的非流动负债 (占 15.25%) 构成。

2017—2019 年, 公司短期借款波动增长, 年均复合增长 74.51%。2019 年底, 公司短期借款 3.35 亿元, 由保证、抵押借款 (1.38 亿元) 和保证借款 (1.97 亿元) 构成。

2017—2019 年, 公司预收账款快速增长, 年均复合增长 108.12%, 2019 年底, 公司预收款项为 0.98 亿元, 为预收房屋销售款。

2017—2019 年, 公司其他应付款波动下降, 年均复合下降 3.34%。2019 年底, 公司其他应付款 16.47 亿元, 较 2018 年底下降 20.06%, 主要系与政府部门和区域内国有企业的往来款, 其中三年以上账款 (8.53 亿元) 占 51.91%。

2017—2019 年, 公司一年内到期的非流动负债有所波动。2019 年底, 公司一年内到期的非流动负债为 3.77 亿元, 较 2018 年底减少 54.92%, 其中一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款分别为 2.92 亿元和 0.85 亿元。

2017—2019 年, 公司非流动负债逐年下降, 年均复合下降 5.15%。2019 年底, 公司非流动负债为 31.58 亿元, 较 2018 年底下降 3.25%, 包括长期借款 23.44 亿元 (占 74.24%) 和长期应付款 8.14 亿元 (占 25.76%)。

2017—2019 年, 公司长期借款分别为 25.26 亿元、23.65 亿元和 23.44 亿元。2019

年底，公司长期借款包括质押贷款 9.52 亿元、保证质押贷款 11.76 亿元和保证借款 2.16 亿元。

2017—2019 年，长期应付款逐年下降，年均复合下降 9.05%。2019 年底，公司长期应付款 8.14 亿元，较 2018 年底下降 9.46%，余额全部为对福建省城乡综合开发投资有限责任公司的有息借款，已调整至长期债务及相关指标核算。

从有息债务来看，2017—2019 年，公司全部债务规模有所波动。2019 年底，公司全部债务总额 38.69 亿元，其中长期债务占 81.62%，债务结构以长期债务为主。从偿债指标来看，2017—2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率均呈波动下降趋势，长期资本化比率逐年下降，2019 年底分别为 48.12%、38.93%和 34.22%。公司在 2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年将到期的债务分别为 7.12 亿元、5.63 亿元、2.24 亿元和 3.33 亿元。

表 12 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期债务	3.19	8.71	7.12
长期债务	35.10	32.64	31.58
全部债务	38.29	41.34	38.69
长期债务资本化比率	37.42	35.20	34.22
全部债务资本化比率	39.48	40.76	38.93
资产负债率	48.92	51.07	48.12

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模持续增长，利润主要来自于政府补助。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 8.58%；2019 年公司实现营业收入 8.09 亿元，同比增长 4.24%；同期，公司营业成本年均复合增长 7.72%，2019 年公司营业成本同比增长 2.42%至 7.46 亿元。受此影响，公司营业利润率有所上升，2019 年为 7.04%。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	6.86	7.76	8.09
营业成本	6.43	7.28	7.46
其他收益	1.93	1.82	1.43
营业外收入	0.01	0.00	0.02
利润总额	1.50	1.35	1.47
营业利润率	5.58	5.36	7.04
总资产收益率	1.84	1.48	1.88
净资产收益率	2.53	2.15	2.46

资料来源：根据公司审计报告整理

期间费用方面，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，近三年有所波动。2017—2019 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 10.84%、7.84%和 9.10%。

2017—2019 年，公司收到的政府补助款分别为 1.93 亿元、1.82 亿元和 1.43 亿元，计入“其他收益”科目。同期，公司利润总额持续分别为 1.50 亿元、1.35 亿元和 1.47 亿元，政府补助分别相当于同期公司利润总额的 128.67%、134.81%和 97.28%，公司利润总额对政府补助依赖大。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率、净资产收益率均有所波动，2019 年分别为 1.88%和 2.46%。

5. 现金流

近年来，公司收入实现质量较差，经营活动现金持续净流出；公司投资活动现金流规模较小；公司在建及拟建项目的后续投资规模较大，存在较大的外部融资需求。

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营现金流入量逐年增长，分别为 6.12 亿元、14.47 亿元和 16.93 亿元。其中，销售商品、提供劳务所收到的现金分别为 2.19 亿元、6.70 亿元和 4.45 亿元，主要为业务经营收入回款；收到其他与经营活动有关的现金分别为 3.93 亿元、7.77 亿元和 12.47 亿元，主要为往来款和政府拨付的项目资金款。收入实现质量方面，2017—2019 年，公司现金收入

比波动上升，分别为 31.85%、86.29% 和 55.01%，整体收现质量较差。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量有所波动，分别为 19.67 亿元、15.07 亿元和 19.34 亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金分别为 13.20 亿元、12.02 亿元和 15.99 亿元，主要为项目投入。2017—2019 年，公司经营活动现金持续净流出，分别净流出 13.55 亿元、0.60 亿元和 2.41 亿元。

从投资活动看，2017—2019 年公司投资活动现金流入规模较小，分别为 0.02 亿元、0.01 亿元和 0.04 亿元。2017—2019 年，投资活动现金流出分别为 0.24 亿元、0.30 亿元和 0.03 亿元，主要与投资支付的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金有关。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -0.23 亿元、-0.28 亿元和 0.01 亿元。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	6.12	14.47	16.93
经营活动现金流出量	19.67	15.07	19.34
经营活动现金流净额	-13.55	-0.60	-2.41
投资活动现金流净额	-0.23	-0.28	0.01
筹资活动现金流净额	20.49	1.23	-1.45
现金收入比	31.85	86.29	55.01

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司筹资活动现金流入有所波动，总体保持较大规模，主要为对外借款收到现金；2019 年筹资活动现金流入 9.27 亿元，主要为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支出，2019 年为 10.73 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 20.49 亿元、1.23 亿元和 -1.45 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较好，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司是莆田市荔城区重要的基础设施建设主体，能够获得来自政

府的持续有力支持，且间接融资渠道较畅通，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2019 年底分别为 454.56% 和 135.05%。2017—2019 年，公司经营现金净流量为负，对流动负债无保障能力。2019 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 1.56 倍，公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 1.90 亿元、1.66 亿元和 1.94 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 20.11 倍、24.83 倍和 19.92 倍；EBITDA 利息倍数分别为 1.86 倍、0.88 倍和 0.95 倍，EBITDA 对全部债务本息保障能力较弱。

截至 2019 年底，公司无对外担保。

截至 2019 年底，公司共获得金融机构授信总额为 61.44 亿元，未使用额度 21.98 亿元，间接融资渠道较通畅。

7. 母公司财务分析

公司业务、收入、债务主要分散于各子公司，母公司仅负责相关管理工作，债务负担轻，收入规模小。

2019 年底，母公司资产总额 56.98 亿元，较 2018 年底下降 10.07%，资产结构以非流动资产为主（占 91.27%）；母公司资产主要由其他应收款、货币资金和长期股权投资构成。

2019 年底，母公司所有者权益 52.78 亿元，较 2018 年底下降 9.96%，系资本公积减少所致，主要由实收资本和资本公积构成。同期，母公司负债总额 4.20 亿元，主要由应交税费和其他应付款构成。

2019 年，母公司实现营业收入 110.83 万元，利润总额为 -10.20 万元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模 5 亿元，分别相当

于 2019 年底公司全部债务和长期债务的 12.92%和 15.84%，本期债券的发行对公司现有债务规模有一定影响。

2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 48.12%、38.93%和34.22%，以公司2019年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至50.24%、41.86%和37.60%，公司的债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为1.90亿元、1.66亿元和1.94亿元，分别为本期债券拟发行规模的0.38倍、0.33倍和0.39倍，EBITDA对本期债券保障能力较弱。2017—2019年，公司经营活动的现金流入量分别为6.12亿元、14.47亿元和16.93亿元，分别为本期债券拟发行规模的1.22倍、2.89倍和3.39倍，经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强。2017—2019年，公司经营活动现金净流量持续为负，对本期债券无保障能力。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券的偿债资金主要来源于公司自身经营收入和募投项目投资收益。根据可研报告，募投项目建设期3年，销售期5年（含建设期第3年），计算期拟定为7年。本期债券后续本息偿付来源主要为募投项目的现金回流。

本期债券预计于2021年发行，2022年开始付息，附2024年末公司调整票面利率选择

权和投资者回售选择权；2026年到期一次性还本付息。募投项目销售期收益来源主要为住宅销售收入、商业用房销售收入和停车位销售收入。

（1）住宅销售收入

募投项目总住户2136户，住宅面积合计251909.33m²。根据荔城区玉湖新城荔浦片区房屋拆迁补偿安置协议书汇总表，合计安置户数2110户，安置住宅面积247178.00m²，其中：安置住宅面积为146107.41m²，超15m²以内的住宅面积为78091.89m²，超15m²以外的住宅面积为22978.70m²；剩余可销售住宅面积为4731.33m²。

按照安置方案，采取房屋产权置换安置方式，安置房价格分三类，其中：安置住宅面积的出售单价按安置价1600元/m²，超15m²以内的住宅面积出售单价按优惠价为2100元/m²，超15m²以外的住宅面积和剩余可销售住宅面积出售单价按市场价为20000元/m²计算。经估算，合计可实现住宅销售收入95196.54万元。

（2）商业用房销售收入

募投项目商业面积15742.60m²，出售单价为23000元/m²。经估算，合计可实现商业用房销售收入36207.99万元。

（3）停车位销售收入

本项目共出售停车位1309个，其中地上车位761个，每个按11万元计；地下车位548个，每个按18万元计，合计可实现停车位销售收入18235.00万元。

根据可研报告，募投项目可实现总收入149639.52万元。可行性研究报告对本期募投项目收入、成本等预测表编制如下：

表 15 募投项目销售期内收入、成本预测表（单位：万元）

序号	项目	销售期					债券存续期合计
		第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	
1	总收入	8313.01	48211.18	41985.96	32756.30	18373.07	149639.52
1.1	住宅销售收入	8313.01	33318.79	28558.96	19039.31	5966.47	95196.54
1.2	商业销售收入	0.00	10862.39	9052.00	9052.00	7241.60	36207.99
1.3	停车位销售收入	0.00	4030.00	4375.00	4665.00	5165.00	18235.00

序号	项目	销售期					债券存续期合计
		第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	
2	总成本	334.49	1939.82	1689.34	3917.51	2055.69	9936.84
2.1	经营成本	124.70	723.17	629.79	491.34	275.60	2244.59
2.2	税金及附加	209.79	1216.65	1059.55	3426.17	1780.09	7692.25
3	所得税前收益	7978.52	46271.36	40296.62	28838.79	16317.38	139702.68

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 债券存续期为项目计算期第 3—7 年，假设 2024 年末公司不行使调整票面利率选择权和投资者回售选择权

资料来源：福建卓知项目投资顾问有限公司出具的《玉湖片区荔浦安置区（2）建设工程可行性研究报告》

假定本期债券发行票面利率 6.00%，在投资人于第三年末不行使回售选择权前提下，本期债券用于项目建设部分资金需偿还的本息合计为 3.90 亿元。

表 16 项目预测收入对本期债券用于募投项目金额的本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	项目收入对本息偿还的覆盖倍数	所得税前收益对本息偿还的覆盖倍数
2022	0.18	--	0.18	4.62	4.43
2023	0.18	--	0.18	26.78	25.71
2024	0.18	--	0.18	23.33	22.39
2025	0.18	--	0.18	18.20	16.02
2026	0.18	3.00	3.18	0.58	0.51
合计	0.90	3.00	3.90	3.84	3.58

注：1. 假设本期债券于 2021 年发行，2022 年起付息，2024 年末公司不行使调整票面利率选择权和投资者回售选择权；2. 上表中利息以 6.00% 年化利率来测算；3. 项目收入、所得税前收益数据取自表 15

资料来源：联合资信整理

在本期债券存续期内，募投项目可累计实现总收入 14.96 亿元，对募投项目使用本期债券资金本息合计（3.90 亿元）的保障倍数为 3.84 倍，所得税前净收益对募投项目使用本期债券资金本息合计的覆盖倍数为 3.58 倍。2022—2026 年，募投项目收入对本期债券用于项目建设部分资金本息合计的覆盖倍数介于 0.58 倍~26.78 倍之间，经营期所得税前收益对本期债券用于项目建设部分资金本息合计的覆盖倍数介于 0.51 倍~25.71 倍之间。

本期债券附设第 3 年末投资者回售选择权，若投资者在 2024 年回售本期债券，则本

期债券存续期内募投项目收入合计 9.85 亿元，对募投项目建设使用本期债券额度本息合计（3.54 亿元）的覆盖倍数为 2.78 倍；募投项目所得税前收益合计（9.45 亿元），对本期债券建设使用额度本息（3.54 亿元）的覆盖倍数为 2.67 倍，覆盖程度尚可。

同时，联合资信也关注到，募投项目的商业用房及超出安置面积外的安置房销售单价预测偏乐观，总收益水平受到当地经济的景气程度、项目建设进度等影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

4. 担保增信措施

瀚华担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。在担保函项下本期债券存续期间和到期时，如公司不能全部兑付本期债券本息，瀚华担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。瀚华担保承担责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求瀚华担保承担担保责任，瀚华担保免除担保责任。

瀚华担保前身为瀚华担保股份有限公司，成立于 2009 年 8 月，2018 年 8 月正式变更为现名。截至 2019 年底，瀚华担保注册资本和实收资本均为 35.00 亿元，股东为瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）和重庆惠微投资有限公司，其中控股股东为瀚华金控（持股比例 99.90%）。

瀚华担保是国内成立时间较早、规模排名靠前的民营融资担保公司。截至 2019 年底，瀚华担保资产总额 61.25 亿元，所有者权益 40.72 亿元，担保责任余额 249.23 亿元。2019 年，瀚华担保实现营业总收入 7.50 亿元，净利润 2.47 亿元。

联合资信评定瀚华担保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定（评级报告详见附件 4），该信用等级反映了瀚华担保担保能力很强。

瀚华担保为本期债券提供提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能有效提升本期债券兑付的安全性。

十、债权保护条款分析

根据公司与福建莆田农村商业银行股份有限公司荔城支行（以下简称“莆田农商行荔城支行”）签订的偿债资金专户监管协议，公司将在莆田农商行荔城支行设立“募集资金托管账户”，专门用于存放本期债券募集资金，账户内资金严格按照本期债券最终核准的用途使用；同时设立“偿债资金专户”，公司将于本期债券付息日和兑付日前按时、足额将偿债资金存入该账户，专项用于本期债券的本息偿付。

根据公司与莆田农商行荔城支行签订债权代理协议及债券持有人会议规则，莆田农商行荔城支行将在本期债券存续期间充分行使债权代理人的权利和职责，按照债券持有人会议规则召集和主持债券持有人会议，代理债券持有人与发行人之间的谈判及诉讼事务，从而保障本期债券投资者的利益。

十一、结论

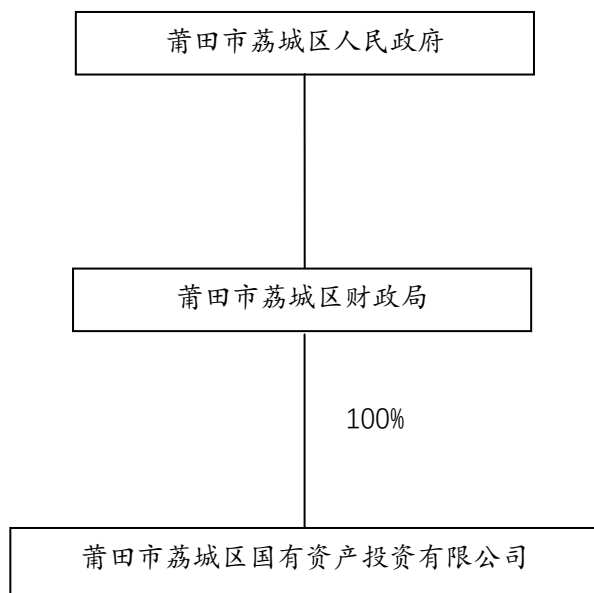
公司是莆田市荔城区最主要的基础设施建设及国有资产运营主体，近年来持续得到荔城区政府在股权划拨、资金注入和财政补贴等方面的大力支持。

近年来，公司以区域内的基础设施建设为主业，同时开展房地产开发、房屋租赁及商品销售等业务，整体收入规模保持增长，毛利率水平较稳定，但利润总额对政府补贴依赖大。目前公司在建基础设施建设项目较多，未来主业持续开展有保障，但亦面临较大投资压力。公司资产规模持续增长，但基础设施投入成本变现以及应收类款项回收的效率对资产流动性造成影响，资产流动性较弱。近年来，公司所有者权益小幅增长，债务规模波动增长，整体债务负担一般，未来仍有一定融资空间。公司经营获现能力较弱，现金流动依赖外部融资。考虑公司区域业务地位以及获得政府支持的力度和持续性，公司整体偿债能力很强。

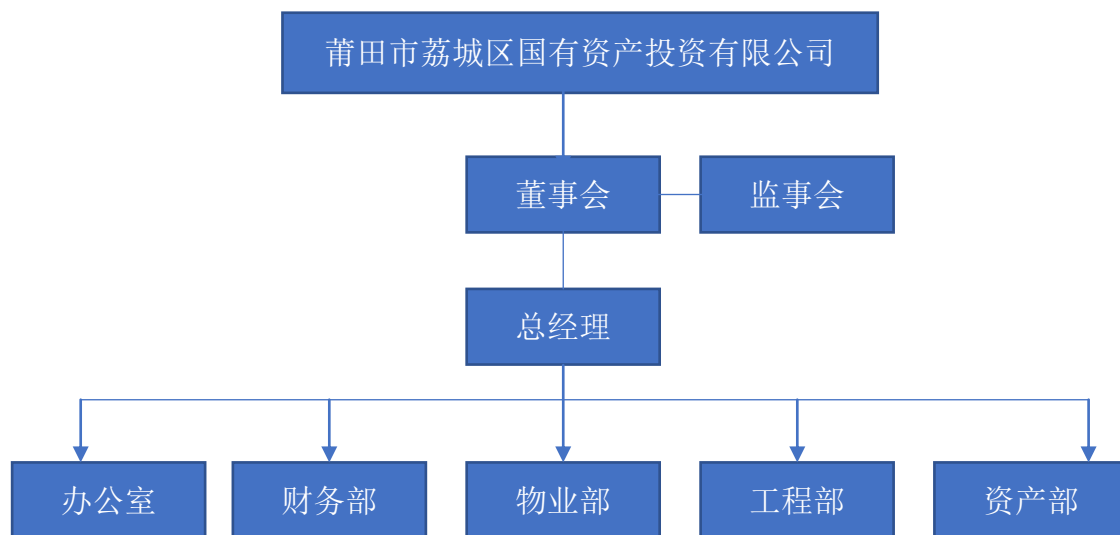
瀚华担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保有助于提升本期债券的偿付安全性。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券的保障能力较强。本期债券募投项目的总收益水平受到当地经济的景气程度、项目建设进度等影响存在不确定性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司合并范围内一级子公司情况

企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	经营范围
莆田市荔城区交通建设开发有限公司	100.00	2000.00	公路交通基础设施行业投资和建设；市政基础设施投资和建设
莆田市荔城区水务投资有限公司	100.00	3000.00	对水利、交通建设项目进行投资、开发、建设和经营管理
莆田市荔城区城乡建设投资有限公司	100.00	2000.00	对建筑行业、基础设施行业进行投资、建设；土地整理；
莆田市荔城区商业集团有限公司	100.00	13600.00	批发和零售业
莆田市荔城区九鑫商贸有限公司	100.00	2000.00	建材批发；房地产开发、销售；安置房及基础设计建设。
莆田市西天尾城市投资开发有限公司	81.60	12455.00	基础设施投资建设；园林绿化养护、投资、建设；对旅游服务行业投资
莆田市荔园工业区开发有限公司	100.00	5000.00	土地开发咨询服务，项目开发，为企业投资、贸易提供服务
莆田市黄石工业园区开发有限公司	100.00	5000.00	土地开发咨询服务，项目开发及为企业投资、贸易提供服务；
莆田市荔城区宁海经济开发建设有限公司	100.00	5000.00	未利用土地整理；对城镇建设项目、各类基础设施建设进行投资；建材购销
莆田妈祖工艺城股份有限公司	100.00	5000.00	工艺品、金银珠宝首饰设计、开发、销售，招商引资、房地产开发建设，物业管理
莆田市荔城区艺都旅游产品开发有限公司	100.00	5000.00	特色旅游商品的开发、批发、零售
莆田市荔城区辰友经济开发有限公司	100.00	2000.00	玻璃制品、陶瓷洁具、瓷制品、瓷砖销售
莆田市荔城区辰胜经济开发有限公司	100.00	2000.00	彩钢板、钢材、不锈钢制品、铝型材料销售。
莆田市荔城区新泰经济开发有限公司	100.00	10000.00	物流配送（不含道路运输）、现代农业开发、建筑材料经销、安置房投资与建设。
莆田市荔城区金宝投资开发有限公司	100.00	3000.00	对珠宝行业进行投资；投资信息咨询

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开查询整理

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	14.53	14.91	11.07
资产总额（亿元）	114.91	122.80	116.97
所有者权益（亿元）	58.70	60.09	60.69
短期债务（亿元）	3.19	8.71	7.12
长期债务（亿元）	35.10	32.64	31.58
全部债务（亿元）	38.29	41.34	38.69
营业收入（亿元）	6.86	7.76	8.09
利润总额（亿元）	1.50	1.35	1.47
EBITDA（亿元）	1.90	1.66	1.94
经营性净现金流（亿元）	-13.55	-0.60	-2.41
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.13	789.72	1082.01
存货周转次数（次）	0.14	0.09	0.09
总资产周转次数（次）	0.08	0.07	0.07
现金收入比（%）	31.85	86.29	55.01
营业利润率（%）	5.58	5.36	7.04
总资本收益率（%）	1.84	1.48	1.88
净资产收益率（%）	2.53	2.15	2.46
长期债务资本化比率（%）	37.42	35.20	34.22
全部债务资本化比率（%）	39.48	40.76	38.93
资产负债率（%）	48.92	51.07	48.12
流动比率（%）	523.00	392.96	454.56
速动比率（%）	147.11	112.74	135.05
经营现金流动负债比（%）	-64.20	-1.99	-9.76
现金短期债务比（倍）	4.56	1.71	1.56
全部债务/EBITDA（倍）	20.11	24.83	19.92
EBITDA 利息倍数（倍）	1.86	0.88	0.95

注：已将长期应付款调整至全部债务核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.24	1.40	1.34
资产总额（亿元）	5.96	63.36	56.98
所有者权益（亿元）	1.47	58.62	52.78
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
营业收入（亿元）	0.01	1.17	0.01
利润总额（亿元）	-0.06	0.00	0.00
EBITDA（亿元）	-0.05	0.00	0.00
经营性净现金流（亿元）	0.32	0.37	-0.06
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	*
存货周转次数（次）	*	1.73	*
总资产周转次数（次）	*	0.03	*
现金收入比（%）	111.00	66.56	109.22
营业利润率（%）	85.21	5.19	84.84
总资本收益率（%）	-3.16	-0.02	*
净资产收益率（%）	-3.98	-0.02	*
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00
资产负债率（%）	75.38	7.47	7.37
流动比率（%）	122.50	117.63	118.38
速动比率（%）	95.99	115.83	117.76
经营现金流动负债比（%）	7.06	7.85	-1.52
现金短期债务比（倍）	*	*	*
全部债务/EBITDA（倍）	*	*	*
EBITDA 利息倍数（倍）	-3.62	*	*

注：1. 部分数据因过小四舍五入后显示为0.00；2. 部分指标因分母为0无法计算，用“*”代替

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^ (1 / (n - 1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 2021 年莆田市荔城区国有资产投资有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

莆田市荔城区国有资产投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

莆田市荔城区国有资产投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对莆田市荔城区国有资产投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，莆田市荔城区国有资产投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注莆田市荔城区国有资产投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现莆田市荔城区国有资产投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对莆田市荔城区国有资产投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如莆田市荔城区国有资产投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对莆田市荔城区国有资产投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与莆田市荔城区国有资产投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。