信用等级公告

联合[2018] 1222 号

联合资信评估有限公司通过对福州市城乡建设发展总公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持福州市城乡建设发展总公司的主体长期信用等级为AA^+，“12榕城乡债/PR榕城乡”“15榕城乡债01/PR榕城01”“15榕城乡债02/15榕城02”及“16福州城建MTN001”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

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

福州市城乡建设发展总公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级： AA^+
上次主体长期信用等级： AA^+

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 榕城乡债/PR 榕城乡	2.50 亿元	2018/9/25	AA^+	AA^+
15 榕城乡债 01/PR 榕城 01	4.80 亿元	2022/1/26	AA^+	AA^+
15 榕城乡债 02/15 榕城 02	6.00 亿元	2022/7/8	AA^+	AA^+
16 福州城建 MTN001	3.00 亿元	2021/2/19	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.45	40.87	20.60	17.98
资产总额(亿元)	446.38	564.28	619.64	658.82
所有者权益（亿元）	207.65	256.23	364.12	387.08
短期债务（亿元）	7.38	9.23	16.59	19.02
长期债务（亿元）	174.09	254.24	170.00	178.32
全部债务（亿元）	181.47	263.47	186.59	197.34
营业收入(亿元)	16.63	27.77	40.95	6.27
利润总额(亿元)	5.65	6.56	6.45	0.47
EBITDA(亿元)	6.41	7.87	7.85	--
经营性净现金流(亿元)	-98.36	-42.03	-18.98	-11.04
营业利润率(%)	6.29	6.58	10.79	7.38
净资产收益率(%)	2.70	2.55	1.74	--
资产负债率(%)	53.48	54.59	41.24	41.25
全部债务资本化比率(%)	46.64	50.70	33.88	33.77
流动比率(%)	620.58	752.28	445.08	423.30
经营现金流动负债比(%)	-260.32	-94.76	-24.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.32	33.50	23.76	--

注：1、报告将其他流动负债中的有息部分调整至短期债务核算；
2、2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

张 依 边 沁
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

评级观点

福州市城乡建设发展总公司（以下简称“公司”）是福州市重要的城市片区改造开发、市政基础设施建设和城市公共设施综合开发的建设商和运营商。跟踪期内，福州市经济实力及财力稳定增长，公司在业务及资本金等方面持续获得政府支持；公司债务负担有所减轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到伴随福州市未来城市基础设施建设和片区综合改造力度的加大；公司目前资产以保障房项目及片区综合开发支出居多、资产流动性弱以及自身盈利指标偏低等因素对信用水平可能带来不利影响。

2015 年 9 月，国家设立福州新区，为满足发展需要，福州市政府将全力推进福州新区基础设施建设。作为福州的城市基础设施建设主体之一，公司的经营规模和盈利能力有望进一步提升。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，维持“12榕城乡债/PR榕城乡”“15榕城乡债01/PR榕城01”“15榕城乡债02/15榕城02”及“16福州城建MTN001”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，福州市经济稳定发展，财政收入保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是福州市重要的城市片区改造开发、市政基础设施建设和城市公共设施综合开发的建设商和运营商，在区域内具有垄断优势，持续获得政府在业务、资金方面的支持。
3. 跟踪期内，公司经营现金流入量大幅增长，对存续债券单年最高偿还本金的覆盖程度有所增强。
4. 跟踪期内，公司所有者权益及营业收入规

模持续增长，公司债务负担有所减轻。

关注

1. 跟踪期内，公司城市基础设施建设和片区综合改造资金支出规模较大，未来资金压力大。
2. 公司资产以片区资产、市政资产、建筑物等其他非流动资产为主，变现能力弱，整体资产质量差。
3. 跟踪期内，公司政府补贴对公司利润总额贡献较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由福州市城乡建设发展总公司（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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相关债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

福州市城乡建设发展总公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按联合资信评估有限公司照关于福州市城乡建设发展总公司（以下简称“公司”）主体长期信用及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司实收资本和注册资本均为 17829 万元，控股股东为福州建设发展投资集团有限公司，实际控制人仍为福州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“福州国资委”）。

截至 2017 年底，公司资产总额 619.64 亿元，所有者权益合计 364.12 亿元（其中少数股东权益 0.10 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 40.95 亿元，利润总额 6.45 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 658.82 亿元，所有者权益合计 387.08 亿元（其中少数股东权益 0.11 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.27 亿元，利润总额 0.47 亿元。

公司注册地址：福建省福州市台江区德榜路 53 号 1、5、6、7 层（福机新苑三区 15 号楼）；法定代表人：林涛。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评的公司存续期债券余额合计16.30亿元（详见表1）。跟踪期内，公司各存续债券均按时付息，“12榕城乡债/PR榕城乡”和“15榕城乡债01/PR榕城01”分别偿付本金2.50亿元和1.20亿元。

表 1　公司存续债券基本情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
12 榕城乡债/PR 榕城乡	2.50	2018/9/25	6.35
15 榕城乡债 01/PR 榕城 01	4.80	2022/1/26	5.48
15 榕城乡债 02/15 榕城 02	6.00	2022/7/8	4.89
16 福州城建 MTN001	3.00	2021/2/19	3.69
合计	**16.30**	--	--

资料来源：联合资信整理

公司于2012年9月25日发行“12榕城乡债/PR榕城乡”，债券期限为6年，每年付息一次，债券存续期内第3年起分期还本，每年偿还本金的25%。债券募集资金10亿元，分别用于安置房和城市基础设施建设项目。截至2018年3月底，募集资金已经按计划全部使用完毕。

公司于2015年1月26日和2015年7月8日分别发行“15榕城乡债01/PR榕城01”和“15榕城乡债02/15榕城02”，债券期限均为7年，每年付息一次，债券存续期内第3年起分期还本，每年偿还本金的20%。两期债券募集资金均为6亿元，均用于保障房项目及福州市闽北商务中心及鹤林片区的市政道路项目。截至2018年3月底，募集资金已经按计划全部使用完毕。

公司于2016年2月19日发行“16福州城建MTN001”，债券期限为5年，发行金额为3亿元，按年付息，到期一次性还本，募集资金全部用于归还集团本部及下属子公司金融机构借款。截至2018年3月底，募集资金已经按计划使用完毕。

表 2　“12 榕城乡债/PR 榕城乡”募投项目进度情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	使用募集资金额度	截至 2018 年 3 月底募投项目进度
福州北站改扩建工程安置地 B 地块（安置房）	17295.65	10000.00	已完工
福州北站改扩建工程安置地 D1 地块（安置房）	26334.43	2000.00	1#-2#楼结构完成 90%
福州北站改扩建工程安置地 F 地块（安置房）	31813.08	3000.00	已完工
锦绣-滨城（北江滨安置房）	95442.68	50000.00	已交房

福州市火车北站南北广场及配套项目	117016.27	10000.00	已完工
福州市铁路北站站东路建设项目	62991.06	10000.00	已通车
福州市铁路北站站西路建设项目	72526.72	10000.00	已完工
福州市沁园路建设项目	12864.62	5000.00	已完工
合　　计	**436284.51**	**100000.00**	--

资料来源：公司提供

表 3　“15 榕城乡债 01/PR 榕城 01”和“15 榕城乡债 02/15 榕城 02”募投项目进度情况 （单位：万元）

项目名称	项目总投资	使用募集资金额度	募投项目进度
福州市光明港两岸综合整治工程安置房一期	243310.41	35000.00	1.北地块已完工。2 已完成落架，正在进行室外总体景观施工
晋安新城鹤林片区横屿组团安置房一期 B 区	87520.38	15000.00	已完成交房
晋安新城鹤林片区横屿组团安置房二期	89894.60	25000.00	1#楼完成至 19 层梁板浇捣，6#楼完成至 23 层柱浇捣，11#楼完成至 19 层墙柱模板安装，12#楼完成至 25 层墙柱钢筋,4#楼完成 28 层墙柱浇捣，5#楼完成 27 层模板安装，7#楼完成 26 层梁板模板安装。
福州市闽江北岸中央商务中心片区路网工程	19023.63	10000.00	已完成建成通车 4 条，在建 4 条，剩余因拆迁暂无法施工。
福州市闽江北岸中央商务中心下穿通道建设项目	62981.96	10000.00	已竣工
福州市鹤林片区横屿组团市政路网工程（鹤林路、前横路）	35187.55	10000.00	鹤林路（连江路—k2+500）段已基本完工，前横路正在进行（潭桥路—鹤林路）段道路施工。
福州市鹤林片区横屿组团市政路网工程（横二路、纵四路、纵五路）	10840.37	5000.00	纵五路已完成施工，纵四路因省防疫站未搬迁、土方未搬运，暂时无法施工。
福州市鹤林片区横屿组团市政路网工程（塔头路、横一路、纵二路）	24025.03	10000.00	横一路基本完工，纵二路基本完工。塔头路（纵二路-纵六路）段完成下部管线，准备进行水泥稳定层施工。
合　　计	**572783.93**	**120000.00**	--

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改

善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的

负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、宏观经济和政策环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 4　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

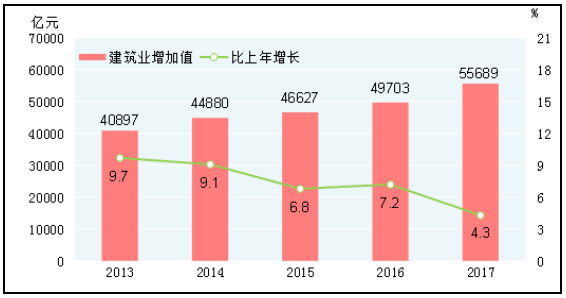
2. 建筑行业分析

（1）行业概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1　2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）

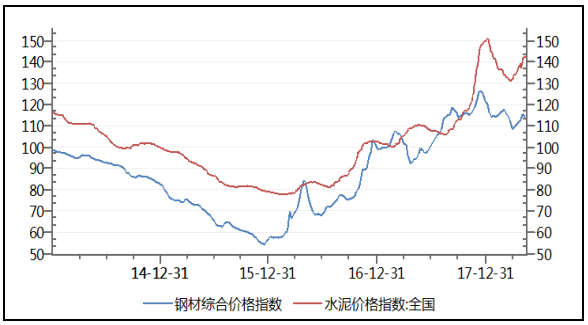


资料来源：国家统计局

（2）上游原材料供给及下游需求

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2 近年中国水泥、钢材价格指数



资料来源：　中国水泥网、中国钢铁工业协会网

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；中国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；中国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，中国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

（3）行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业

资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者："五大"央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 5　中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

（4）行业风险关注

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（5）行业发展

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

3. 区域经济

福州市为福建省省会，为海峡西岸省会城市政治、经济、文化中心，是中国东南沿海重要的贸易港口和海上丝绸之路的门户，综合经济实力在福建省排名第二。

根据《2017 年福州市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2017 年福州市实现地区生产总值 7104.02 亿元，比上年增长 8.7%。其中，第一产业增加值 519.49 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 2962.94 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 3621.60 亿元，增长 11.0%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 7.3%，第二产业增加值比重为 41.7%，第三产业增加值比重为 51.0%。人均地区生产总值 93290 元，比上年增长 7.6%。

在地区经济快速增长的同时，福州市固定资产投资力度进一步增强。2017 年固定资产投资 5823.39 亿元，比上年增长 12.3%。从含跨区项目情况看，第一产业投资增长 17.0%；第二产业投资增长 5.0%，其中，工业投资增长 6.6%；第三产业投资增长 27.0%。基础设施投资 2092.64 亿元，增长 27.5%，占固定资产投资的比重为 35.9%；民间投资 2923.06 亿元，增长 9.2%，占固定资产投资的比重为 50.2%；高新产业投资 418.72 亿元，增长 9.4%，占固定资产投资的比重为 7.2%。

公司作为重要的城市片区改造开发、市政基础设施建设和城市公共设施综合开发的建设商和运营商，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的竞争实力。2017 年福州市一般公共预算总收入 1005.73 亿元，比上年增长 7.7%，其中，地方一般公共预算收入 634.16 亿元，同口径增长 10.4%；一般公共预算支出 940.82 亿元，增长 13.1%。福州市税收收入 483.81 亿元，比上年增长 11.9%。

总体看，跟踪期内，福州市经济稳定增长、固定资产投资稳定增长、工业现代化进程不断加速，区域经济结构良好，地方财力也稳步增强，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

公司是福州市重要的城市片区改造开发、市政基础设施建设和城市公共设施综合开发的建设商和运营商。公司拥有房地产开发一级和土地一级开发资质；下属子公司具有房屋建筑工程施工总承包一级、国家市政公用工程施工总承包一级、土石方工程专业承包一级、公路工程施工总承包二级及房屋建筑工程施工总承包三级等资质。公司的发展直接受福州市经济增长、财政收支状况和城市建设的影响。跟踪

期内，公司持续获得政府在业务支持、资金支持方面的大力支持。

业务支持

根据《福州市政府关于研究市城乡建总投融资等问题的会议纪要》【2011】31 号文件精神，公司对政府划定的片区进行整理和基础设施建设，开发完成后的土地交由相关部门挂牌出让，市财政局从土地出让收入中将公司的土地开发成本（包括拆迁成本、借款本息及基础设施建设成本等）返还给公司并支付开发成本的 8%作为收益，其中开发成本在其他非流动资产反映，收益计入其他收益中。2017 年，公司实现片区开发收益 4.15 亿元。

资金支持

公司市政基础设施建设由福州市财政全额拨付，片区综合改造项目的建设资金先由公司自筹，再由福州市财政按成本 1.08 倍进行返还。福州市财政拨付资金先进入“资本公积-财政拨付款”科目核算，年末转出资本公积以冲销其他非流动资产中的开发成本。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司资本公积分别增加 102.96 亿元和 22.30 亿元。

根据人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（报告编号：E201503020068773915），截至 2018 年 6 月 7 日，公司未结清的信贷信息记录良好，已结清债务中存在关注类贷款。根据公司出具的《福州市城乡建设发展总公司关于已还清关注类贷款相关情况的专项说明》，上述贷款均已按相关合同约定按时归还结清；但由于信贷人员手工录入还款等信息与系统存在时间差，上述贷款被列为关注类。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制及法人治理结构方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括城市基础设施建设、片区综合改造等代建工程、房产开发销售、工程施工及其他（包括代建管理费、建材贸易、混凝土销售等）业务。公司营业收入主要来源于工程施工和房产开发销售业务，详见下表。

表 6　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入构成及占比情况（单位：亿元、%）

	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	21.73	78.25	5.06	23.96	58.52	5.33	5.80	92.53	7.07
房产开发销售	4.02	14.48	17.16	14.78	36.11	22.43	0.004	0.06	37.27
其他业务	2.02	7.27	17.82	2.20	5.37	32.11	0.46	7.41	21.56
合计	**27.77**	**100.00**	**7.74**	**40.95**	**100.00**	**12.94**	**6.27**	**100.00**	**8.16**

资料来源：公司提供

注：合计数与各项加总数不一致系四舍五入所致。

2017 年公司营业收入增长至 40.95 亿元，同比增长 47.47%，主要由于房产销售业务快速增长所致；工程施工收入 23.96 亿元，较上年略有上升，在营业收入中占比为 58.52%，是公司营业收入的主要来源。2017 年公司房产销售板块实现收入 14.78 亿元，占营业收入的 36.11%，较上年增加 10.76 亿元，主要来自福机新苑项目。其他业务板块下子板块较多，主要包含贸易收入、租金收入、物业收入、代建管理费等，跟踪期内，其他业务板块收入整体小幅增长，2017 年为 2.20 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.27 亿元，大部分来自工程施工收入（5.80 亿元），占营业收入 92.53%。

2017 年，公司整体毛利率上升至 12.94%，主要受毛利率较高的房产销售板块比重上升影响。2018 年 1~3 月，公司营业收入毛利率为

8.16%，较 2017 年底有所下降，主要系收入大部分来自工程施工板块。

总体看，跟踪期内，公司整体收入规模较快增长，公司营业收入主要为工程施工及房产销售收入贡献。受毛利率较高的房产销售板块比重上升影响，跟踪期内公司整体毛利率有所上升。其他业务收入规模稳定，对公司营业收入形成有效补充。

2. 业务经营分析

项目建设

公司项目建设分为市政基础设施建设和片区综合改造业务两种模式。

公司主要从事桥梁、道路、隧道及配套设施等市政基础设施建设，由政府委托公司建设，项目建设资金均由福州市财政全额拨付，在资本公积-市政项目建设划入资金科目核算；公司管理费收益按工程总额的3%核算，在“主营业务收入”中反映。公司代建的市政项目均由市财政局根据项目进度或还款期限安排还本付息，目前只有两个市政项目财务决算完结转至固定资产科目，其余投入在其他非流动资产中核算，政府暂无回收计划。

截至 2018 年 3 月底，根据福州市委、市政府的建设部署，公司累计承接市政项目共 184 项；项目总投资约 775.42 亿元，已完成投资约 273.34 亿元；其中已竣工 96 项、在建 88 项；考虑到 2011 年后的市政代建项目均由财政全额拨款，公司未来投资压力尚可。伴随福州市经济发展的稳步推进及政府对公司的持续支持，公司该板块经营持续性强，代建管理费收入有望保持稳定。

公司受福州市政府委托对相关片区进行土地一级开发，项目资金全部是自筹。在片区土地出让后，政府按照片区开发成本 108%返还给公司，公司将片区开发成本的 8%确认片区开发收益，在“其他收益”反应。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别实现片区项目收益 4.15 亿元和 0.47 亿元。土地出让后，土地出让收益返还先进入“资本公积-财政拨付款”科目核算，后转出资本公积以冲销其他非流动资产中的该地块开发成本（2017 年冲销 76.60 亿元）。对于片区内涉及安置房的开发成本（拆迁安置费用等一级开发成本），为便于管理，公司将其列入存货和支付其他与经营活动有关的现金科目。2017 年，片区土地出让 126.00 亩，土地出让成交价格 32.97 亿元；2018 年 1~3 月，未有土地出让。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司实际收到土地出让收益分别为 66.60 亿元和 11.30 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司主要片区改造项目总投资 999.72 亿元，已完成投资 509.36 亿元，尚需投资 490.36 亿元。总体看，公司未来综合片区开发板块融资压力大。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司主要在建的片区综合改造项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投入金额	确认收入金额
火车北站片区开发	289.00	149.40	11.95
北江滨商务中心片区开发	103.00	52.42	4.19
北江滨二期片区开发		28.48	2.28
鹤林组团横屿片区开发	169.45	118.39	9.47
金鸡山溪口组团南片区（一期）棚改	71.12	9.16	0.62
排尾红星地块旧屋区改造	229.08	34.58	0.30
连潘棚户区改造	138.07	116.93	2.97
合计	**999.72**	**509.36**	**31.78**

资料来源：公司提供

注：福州连潘棚户区改造项目目前只计提 2014 年收益，因 2015 年之后政府没有出具明确的确认收入文件，该项目剩余收益部分将在项目终审后确认收入及冲减成本。

房地产开发

公司拥有房地产开发一级资质，1995 年开始从事房地产开发业务，包括代建项目和自建项目，主要由公司本部实施，其中自建项目主要为安置房项目建设和少量商品房开发项目。

代建房建项目公司不垫付建设资金，根据代建合同约定收取一定管理费，计入其他业务收入科目中，以管理费用形式列支，2017 年公司收到的此部分收益为 0.11 亿元，截至 2017 年底，主要在建的代建项目有福州市强制医疗所、长乐水上运动中心、市艺校新校区二期、晋安区医院等。

商品房销售方面，跟踪期内，公司商品房的销售收入来自于前期项目尾盘。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司确认商品房销售收入 147846.63 万元和 0.85 万元。

安置房项目建设方面，公司主要依据福州市城市建设需要进行建设，项目建设用地主要通过协议出让方式获得，建设资金主要来源于公司自筹。保障房销售价格主要根据政府确定的定价政策，采用成本加成为定价基础，根据土地取得成本，综合考虑其他成本因素，确定房屋销售价格。安置房项目投入计入存货核算，开发支出计入支付其他与经营活动有关的现金科目。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司确认安置房销售收入 14.78 亿元和 0.004 亿元，主要来自福机新苑项目。

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目主要包括光明港两岸综合整治工程安置房、福州北站改扩建安置工程、晋安新城鹤林片区安置房，总投资额为 116.56 亿元，已完成投资 71.71 亿元。随着片区综合改造进程的快速推进，公司目前在建安置房项目较多，未来投资规模大。

工程施工

公司工程施工业务经营主体是子公司三桥建筑工程有限公司（以下简称“三桥建筑”）、福建省榕圣市政工程股份有限公司（以下简称“榕圣市政”）、福州市三桥市政工程有限公司（以下简称“三桥市政”）。根据 2009 年 380 号文件，施工子公司收入应包含对内和对外两部分，对外施工部分反映在合并报表的施工收入中。

三桥建筑成立于 1996 年，注册资本人民币 11068 万元，具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，主要承担房屋建筑施工业务，自成立以来相继承建了多项房地产建筑施工项目，其中公司项目约占其全部项目来源的 93%；截至 2017 年底，三桥建筑总资产合计 9.00 亿元、所有者权益合计 2.00 亿元；2017 年，三桥建筑实现收入 15.24 亿元、净利润 0.13 亿元。

榕圣市政注册资本人民币 7065 万元。榕圣市政具有国家市政公用工程施工总承包一级、土石方工程专业承包一级、公路工程施工总承包二级及房屋建筑工程施工总承包三级等资质，主要从事福州市及周边的市政公用工程建筑施工业务，其中福州市项目占比较多。作为福建省市政及公路建设的骨干力量，榕圣市政技术力量雄厚，施工经验丰富，综合实力较强；目前，榕圣市政承接的重点项目主要为泉惠石化基地基础设施建设。截至 2017 年底，榕圣市政总资产合计 4.97 亿元、净资产合计 0.58 亿元；2017 年，榕圣市政实现收入 8.50 亿元、净利润 342.67 万元。

三桥市政成立于 1997 年 10 月，注册资本人民币 2000 万元，主要从事市政工程施工业务，因资质较低，主要从事小规模的市政项目建设。截至 2017 年底，福州市三桥市政工程有限公司总资产合计 1981.19 万元、净资产合计 1715.89 万元；2017 年三桥市政实现收入 2936.95 万元，净利润 17.02 万元。

其他业务

公司其他业务涉及建材（包括河砂石、混凝土、其他建筑材料等）销售、物业出租、拆迁等，经营主体主要为下属 3 家子公司。2017 年，公司其他业务板块收入为 2.20 亿元，同比增长 8.91%。2018 年 1~3 月，公司其他业务板块收入为 0.46 亿元，相当于上年的 20.91%。

3. 未来发展

根据福州市规划，公司未来战略定位于福州市城市运营商，以片区综合规划开发的方式，带动建筑、市政、建材等产业链条的发展。未来几年公司投资仍然集中在片区综合改造和市政项目建设上，公司未来投资规模大，融资压力大。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年 1 季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并范围无变化。截至 2018 年 3 月底，公司财务报表合并范围内共 8 家全资及控股子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 619.64 亿元，所有者权益 364.12 亿元（其中少数股东权益 0.10 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 40.95 亿元，利润总额 6.45 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 658.82 亿元，所有者权益 387.08 亿元（其中少数股东权益 0.11 亿元）。2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 6.27 亿元，利润总额 0.47 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 619.64 亿元，同比增长 9.81%，主要来自非流动资产的增长。在资产结构方面，2017 年底公司流动资产与非流动资产在资产总额占比分别为 54.93%及 45.07%。

表 8 2016 年~2018 年 3 月底公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	40.87	7.24	20.58	3.32	17.97	2.73
预付款项	121.38	21.51	126.89	20.48	130.40	19.79
其他应收款	28.09	4.98	31.45	5.07	41.35	6.28
存货	140.03	24.81	157.37	25.40	163.78	24.86
流动资产	**333.67**	**59.13**	**340.40**	**54.93**	**357.09**	**54.20**
投资性房地产	21.24	3.76	20.83	3.36	20.86	3.17
其他非流动资产	196.60	34.84	245.01	39.54	266.44	40.44
非流动资产	**230.61**	**40.87**	**279.24**	**45.07**	**301.73**	**45.80**
资产	**564.28**	**100.00**	**619.64**	**100.00**	**658.82**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

2017 年底，公司流动资产 340.40 亿元，同比增长 2.02%，主要来自存货的增长。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、预付账款和存货构成。

2017 年底，公司货币资金 20.58 亿元，同比下降 49.64%，主要系项目持续投入和偿还有息债务所致；主要由银行存款（占 98.54%）构成，受限资金合计 0.30 亿元。

2017 年底，公司应收账款 3.09 亿元，同比增长 45.15%，主要为应收安置房款和工程款。

2017 年底，公司预付款项 126.89 亿元，同比增加 5.51 亿元，主要由于在片区建设工作的推进下，公司预付工程款增加所致。2017 年底，公司预付款项前五名分别为福州市晋安区建设投资发展中心、福州市台江区城建征收工程处、福州地源拆迁工程处、福州市拆迁工程处和福州市台江国有资产运营公司，合计占比为 94.46%。

2017 年底，公司存货为 157.37 亿元，同比增长 12.39%，主要来自于开发成本的增长。其中开发成本 140.21 亿元，同比增长 23.05%，主要由于保障房项目投资增长所致。

2017 年底，公司其他应收款为 31.45 亿元，同比增长 11.95%，主要是与关联单位往来

款，其中应收福州市建设发展集团有限公司的款项占其他应收款余额的 80.78%，集中度高。

2017 年底，公司非流动资产为 279.24 亿元，同比增长 21.09%，主要来自于其他非流动资产的增长。

2017 年底，公司其他非流动资产为 245.01 亿元，同比增长 24.63%，公司非流动资产主要为公司代建的市政道路、桥梁工程以及片区综合改造项目工程等。由于代建市政项目部分后续处理方式尚不明确，片区综合改造项目成本结转受未来土地出让的进度影响，公司其他非流动资产规模较大，流动性较差。

2017 年底，公司在建工程为 1.80 亿元，同比增长 89.09%。主要系建榕大厦建设工程持续投入所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 658.82 亿元，较 2017 年底增长 6.32%，资产结构与上年变化不大。2018 年 3 月底，公司流动资产 357.09 亿元，较 2017 年底增长 4.90%，主要系其他应收款和存货增长所致；其他应收款为 41.35 亿元，较 2017 年底增长 31.48%，主要系往来款增加；存货 163.78 亿元，较上年底增长 4.07%，主要系保障房项目持续投入。2018 年 3 月底，公司非流动资产 301.73 亿元，较 2017 年底增长 8.05%，主要为计入其他非流动资产的市政项目、片区项目持续投入所致。

跟踪期内，公司资产规模持续扩大，流动资产以存货为主，非流动资产以代建市政基础设施和片区综合改造支出为主，公司整体资产流动性弱，资产质量差。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 364.12 亿元，同比增长 42.10%，主要为对公司市政基础设施建设和片区综合改造项目财政拨款推动的资本公积的增长（2017 年拨入 102.96 亿元，冲销 76.60 亿元）。其中归属于母公司所有者权益占 99.97%，少数股东权益占 0.03%。公司所有者权益中资本公积占比较大，主要为市财政局持续划拨的市政项目建设资金及片区开发资金。

2018 年 3 月底，公司所有者权益为 387.08 亿元，较 2017 年底增长 6.32%，主要是市财政局持续划拨的市政项目建设资金所致。

跟踪期内，公司所有者权益持续稳定增长，稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 255.53 亿元，同比下降 17.05%，主要来自长期借款及应付债券的减少；流动负债和非流动负债分别占 29.96%和 70.07%，非流动负债比重有所下降，但公司负债结构仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 76.48 亿元，同比增长 72.43%，流动负债主要由应付账款、预收款项及其他应付款构成。

2017 年底，短期借款为 8.86 亿元，同比增长 36.88%，其中保证借款 3.00 亿元，信用借款 5.86 亿元。

2017 年底，公司预收款项 12.15 亿元，同比增长 20.40%，主要预收购房款增加所致。

2017 年底，公司其他应付款为 34.41 亿元，同比增长 148.84%，主要为应付的关联企业的往来款。

2017 年，公司一年内到期的长期借款和应付债券合计 7.00 亿元，计入一年内到期的非流动负债核算。

2017 年底，公司非流动负债 179.05 亿元，同比下降 32.10%，主要由长期借款和应付债券构成。2017 年底，公司长期借款 149.40 亿元，应付债券 20.60 亿元，同比分别下降 30.91%和 45.79%，主要是到期偿付或调整至一年内到期对的非流动负债所致。

在长期借款及应付债券减少的影响下，公司有息债务规模大幅下降。2017 年底，公司全部债务为 186.59 亿元，较上年下降 29.18%，其中长期债务占 91.11%，债务结构仍以长期债务为主。同期，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均呈下降趋势，2017 年底为 41.24%、33.88%和 31.83%，同比分别减少了 13.35 个、16.81 个和 17.98 个百分点。跟踪期内，伴随有息债务的陆续偿付，公司债务规模下降，债务负担有所减轻，公司债务负担处于适宜水平。2018~2020 年，公司预计需偿还债务分别为 7.00 亿元、61.35 亿元和 25.41 亿元，公司 2019 年待偿还有息债务规模较大，面临一定集中偿付压力。

表 9　公司债务负担情况

科目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务（亿元）	9.23	16.59	19.02
长期债务（亿元）	254.24	170.00	178.32
全部债务（亿元）	263.47	186.59	197.34
长期债务资本化比率（%）	49.80	31.83	31.54
全部债务资本化比率（%）	50.70	33.88	33.77
资产负债率（%）	54.59	41.24	41.25

资料来源：根据公司财务报表整理

2018 年 3 月底，公司负债总额 271.73 亿元，较 2017 年底增长 6.34%，主要源自其他应付款和长期债务的增加。2018 年 3 月底，公司其他应付款 40.12 亿元，较上年底增长 16.58%，主要系往来款；长期借款 158.92 亿元，较上年底增加 9.52 亿元，系新增银行借款所致。2018 年 3 月底，公司全部债务 197.34 亿元，较 2017 年底增长 5.77%，其中长期债务占 90.36%；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 41.25%、33.77%和 31.54%，上述债务指标较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，受益于政府财政资金的到位，公司所有者权益规模持续增长；公司有息债务规模有所下降、仍以长期债务为主，与基础设施建设项目周期长相匹配，债务结构合理，公司整体债务负担适宜。

4．盈利能力

跟踪期内，在房地产销售收入增长的带动下，公司营业收入快速增长，2017年实现营业收入40.95亿元，较2017年增长47.47%。同期，公司营业成本相应快速增长，增速略低于营业收入增幅。2017年，公司营业成本为35.65亿元，同比增长39.15%，主要为工程施工成本（占63.64%）。跟踪期内，公司营业利润率上升至10.79%。

跟踪期内，公司期间费用（销售费用、管理费用、财务费用）为2.06亿元，主要系销售务费用和管理费用有所上升，分别为0.21亿元和1.13亿元。期间费用占营业收入比重为5.03%，同比下降1.11个百分点。

受其他收益 （主要为政府补贴片区开发收益）影响，2017年公司利润总额为6.45亿元，其中其他收益为4.16亿元，占利润总额的64.39%，公司利润对政府补贴的片区开发收益的依赖程度仍较高。

从盈利指标看，2017年，公司总资本收益率1.39%，与上年持平；净资产收益率1.74%，同比下降0.81个百分点，公司整体盈利能力较弱。

表 10　公司主要盈利指标

项目	2016 年	2017 年
营业收入（亿元）	27.77	40.95
其他收益（亿元）	--	4.16
利润总额（亿元）	6.56	6.45
营业利润率（%）	6.58	10.79
总资本收益率（%）	1.39	1.39
净资产收益率（%）	2.55	1.74

资料来源：根据公司财务报表整理

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.27 亿元，为 2017 年全年水平的 15.32%，营业利润率为 7.38%；其他收益 0.47 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.47 亿元，为 2017 年全年水平的 7.36%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持增长态势，但受行业特征影响，公司盈利能力仍较弱，财政补贴对公司利润水平有较大支撑。

5．现金流

经营活动方面，2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 22.66 亿元，现金收入比

为 55.34%，收入获现质量降幅较大，主要系2017 年保障房完工，预购款确认为销售收入所致；公司收到其他与经营活动有关现金为42.40 亿元，主要为下属拆迁公司代收的拆迁补偿费款及往来款等；公司经营活动现金流入量为 65.06 亿元。2017 年公司经营活动现金流出为 84.04 亿元，其中购买商品接受劳务支付的现金为 37.31 亿元，同比大幅下降；支付其他与经营活动有关的现金为 44.17 亿元，主要为公司下属拆迁公司代付的拆迁补偿费款及往来款。2017 年经营活动产生的现金流量净额为-18.98 亿元。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入为 110.51 亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金 110.47 亿元，为收到市财政局拨付市政项目及片区综合开发项目建设款项。投资活动现金流出为 129.69 亿元，主要为支付市政项目建设款项（支付给施工方，计入支付其他与投资活动有关现金）。公司投资活动产生的现金流量净额为-19.19 亿元。

2017 年公司筹资活动产生的现金净流量为 17.74 亿元，公司筹资活动主要为银行借款、发行债券及市财政拨付贷款利息（收到其他与筹资活动有关的现金）等。

表 11　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	40.46	65.06
经营活动现金流出量	82.49	84.04
经营活动产生的现金流量净额	-42.03	-18.98
投资活动产生的现金流量净额	-25.16	-19.19
筹资活动产生的现金流量净额	90.91	17.74
现金收入比	71.60	55.34

资料来源：根据公司财务报表整理

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-11.04 亿元；投资活动产生的现金流净额为 8.27 亿元，主要为收到和支付其他与投资活动有关的现金，分别为 31.24 亿元和22.10 亿元；同期，筹资活动产生的现金流净额为 0.16 亿元。

总体看，跟踪期内，安置房项目投资规模大，公司经营活动现金净流出规模大，主要依赖于对外融资；投资活动中片区综合改造类业务需公司先行垫付建设资金，未来几年公司仍有较大规模的资本性支出，公司依靠自身的收入水平不能满足资金需求，预计未来仍将保持较大的融资规模。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017 年公司流动比率和速动比率均大幅下降，分别为 445.08%和239.32%，同比分别下降 307.20 个和 197.27 个百分点；2018 年 3 底上述指标分别为 423.30%和 229.16%。2017 年经营现金流动负债比为负。2017 年，公司现金类资产/短期债务为 0.95 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2017 年公司EBITDA 为 7.85 亿元，与上年基本持平；全部债务/EBITDA 指标为 23.76 倍，EBITDA 对全部债务保障能力有所提升，考虑到公司代建市政建设项目借款由政府偿还，公司实际债务偿还能力要高于指标值。总体而言，公司整体债务偿还压力不大。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 23.50 亿元，担保比率 6.07%，担保比率低；被担保方主要为福州城市建设投资集团有限公司，福州城市建设投资集团有限公司为公司母公司。总体看，公司或有负债风险不大。

截至2018年3月底，公司共获得授信额度512.70亿元，已使用153.47亿元，未使用额度为359.23亿元。公司间接融资渠道通畅。

九、存续债券偿债能分析

截至2018年3月底，公司存续期内全部待偿还债券本金合计24.30亿元，其中联合资信所评的存续期债券尚需偿还债券本金合计16.30亿元。2017年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为65.06亿元和7.85亿元，分别为联合资信所评的存续期债券尚需偿还债券余额的3.99倍和0.48倍。联合资信所评的存续期债券于2021年达到单年最大偿付金额5.40亿

元，2017年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为单年最大偿付金额的12.05倍和1.45倍。

公司与福州市财政局就“12 榕城乡债/PR 榕城乡”8 个募投项目分别签署了 BT 模式投资建设与回购合同书，福州市人民政府以榕政综【2012】56 号文批准。根据合同约定，回购始于工程竣工完成并验收合格之日，回购期限为 2013 年至 2019 年。依据回购协议，公司在回购期限内预计将逐年分别获得 2.31 亿元、2.31 亿元、9.25 亿元、9.25 亿元、9.25 亿元、9.25 亿元和 4.63 亿元的回购款，分别于各年底前到位。2013~2019 年回购款分别覆盖当期应偿还本金的倍数均为 3.7 倍，保障能力较强。2017 年回购款已到位。

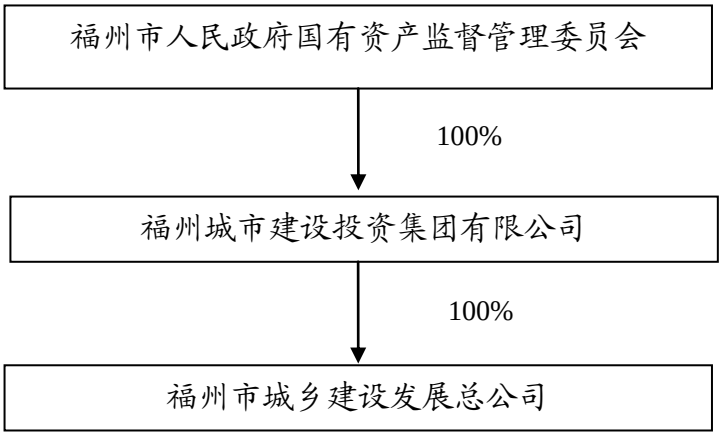
“15 榕城乡债 01/PR 榕城 01”和“15 榕城乡债 02/15 榕城 02”募集资金全部用于列入福州市保障性住房建设计划的保障房项目及福州市闽北商务中心、鹤林片区的市政道路项目，预计募投项目将产生销售收入 36.25 亿元。募投项目未来收入为上述两期债券的偿付提供了有力保障。

整体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对联合资信所评公司存续期单年最大偿付金额的覆盖程度较好；“12榕城乡债/PR榕城乡”募投项目回购按合同约定执行，“15榕城乡债01/PR榕城01”和“15榕城乡债02/15榕城02”募投项目进展顺利，进一步提高了债券兑付的安全性。

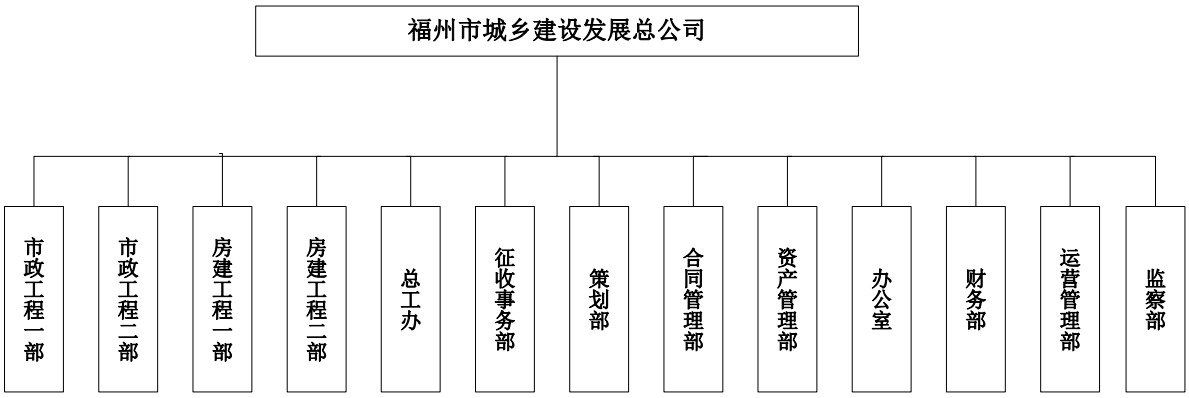
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，维持 “12榕城乡债/PR榕城乡”、“15榕城乡债01/PR榕城01”、“15榕城乡债02/15榕城02”及“16福州城建MTN001” 的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件1-1　截至2018年3月底公司股权结构图



附件1-2　截至2018年3月底公司组织结构图



附 1-3 截至 2018 年 3 月底子公司情况

序号	企业名称	实收资本	持股比例	业务性质
1	福州三桥建筑工程有限公司	15068.72 万元	100.00%	建筑业
2	福州鑫桥实业有限公司	1000.00 万元	99.50%	商贸
3	福州市三桥市政工程有限公司	2000.00 万元	48.00%	建筑
4	福州闽桥房屋征收工程处	200.00 万元	100.00%	服务业
5	福州市榕桥物业管理有限公司	500.00 万元	100.00%	服务业
6	福建省榕圣市政工程股份有限公司	10000.00 万元	95.88%	建筑业、房地产
7	福州鑫榕桥建设发展有限公司	100.00 万元	100.00%	服务业
8	福州市琅岐建设发展有限公司	5000.00 万元	47.43%	市政道路建设

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.45	40.87	20.60	17.98
资产总额(亿元)	446.38	564.28	619.64	658.82
所有者权益(亿元)	207.65	256.23	364.12	387.08
短期债务（亿元）	7.38	9.23	16.59	19.02
长期债务（亿元）	174.09	254.24	170.00	178.32
全部债务（亿元）	181.47	263.47	186.59	197.34
营业收入(亿元)	16.63	27.77	40.95	6.27
利润总额(亿元)	5.65	6.56	6.45	0.47
EBITDA(亿元)	6.41	7.87	7.85	--
经营性净现金流(亿元)	-98.36	-42.03	-18.98	-11.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.97	13.48	15.65	--
存货周转次数(次)	0.20	0.23	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.07	--
现金收入比(%)	118.13	71.60	55.34	146.41
营业利润率(%)	6.29	6.58	10.79	7.38
总资本收益率(%)	2.19	1.39	1.39	--
净资产收益率(%)	2.70	2.55	1.74	--
长期债务资本化比率(%)	45.60	49.80	31.83	31.54
全部债务资本化比率(%)	46.64	50.70	33.88	33.77
资产负债率(%)	53.48	54.59	41.24	41.25
流动比率(%)	620.58	752.28	445.08	423.30
速动比率(%)	388.73	436.58	239.32	229.16
经营现金流动负债比(%)	-260.32	-94.76	-24.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	28.32	33.50	23.76	--

注：1、报告将其他流动负债中的有息部分调整至短期债务核算；2、2018 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3　主要计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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	
总资本收益率	（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-营业税金及附加）/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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。