信用等级公告

联合〔2019〕1422号

联合资信评估有限公司通过对福州市城乡建设发展有限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有限公司的主体长期信用等级为AA^+，“15榕城乡债01/PR榕城01”“15榕城乡债02/PR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

二〇一九年六月十七日

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
http://www.lhratings.com

福州市城乡建设发展有限公司跟踪评级报告

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
15榕城乡债01/PR榕城01	3.60亿元	2022/1/26	AA+	AA+
15榕城乡债02/PR榕城02	4.80亿元	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：2019年6月17日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	40.87	20.60	23.03	12.79
资产总额(亿元)	564.28	619.64	683.39	708.15
所有者权益(亿元)	256.23	364.12	426.05	438.23
短期债务(亿元)	9.23	16.59	50.70	46.16
长期债务(亿元)	254.24	170.00	114.86	114.86
全部债务(亿元)	263.47	186.59	165.57	161.03
营业收入(亿元)	27.77	40.95	50.37	6.55
利润总额(亿元)	6.56	6.45	7.90	2.63
EBITDA(亿元)	7.87	7.85	9.14	--
经营性净现金流(亿元)	-42.03	-18.98	-19.31	-11.76
营业利润率(%)	6.58	10.79	6.50	11.31
净资产收益率(%)	2.55	1.74	1.77	--
资产负债率(%)	54.59	41.24	37.66	38.12
全部债务资本化比率(%)	50.70	33.88	27.99	26.87
流动比率(%)	752.28	445.08	198.17	180.32
经营现金流动负债比(%)	-94.76	-24.81	-14.58	--
EBITDA利息倍数(倍)	0.78	0.69	1.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	33.50	23.76	18.12	--

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；
2.2019年1季度财务数据未经审计

分析师：张 依 李 坤
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有限公司（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；公司所有者权益规模持续增长，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”）也关注到公司目前资产以保障房项目及片区综合开发支出居多、未来资本支持压力大、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。

随着福州市经济的持续发展，公司片区开发等业务的不断推进，公司的经营规模和盈利能力有望进一步提升。

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“15榕城乡债01/PR榕城01”“15榕城乡债02/PR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，并持续获得政府在业务、资金方面的支持。
3. 跟踪期内，公司经营活动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，公司片区综合改造和安置房建设资金支出规模较大，未来资金压力大。
2. 公司资产以代建市政基础设施和片区综合改造支出等其他非流动资产为主，变现能力弱，整体资产质量一般。
3. 公司存在较大短期偿付压力。
4. 公司利润总额对政府补贴的依赖程度较高，整体盈利能力仍较弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由福州市城乡建设发展有限公司（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。

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有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于福州市城乡建设发展有限公司（以下简称“公司”）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，公司名称更名为现用名。截至 2019 年 3 月底，公司实收资本和注册资本均为 17829 万元，控股股东为福州城市建设投资集团有限公司，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 2018 年底，公司资产总额 683.39 亿元，所有者权益合计 426.05 亿元（其中少数股东权益 0.37 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 50.37 亿元，利润总额 7.90 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 708.15 亿元，所有者权益合计 438.23 亿元（其中少数股东权益 0.37 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.55 亿元，利润总额 2.63 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：毛祚财。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，联合资信所评的公司存续期债券余额合计11.40亿元（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”“15榕城乡债01/PR榕城01”和“15榕城乡债02/PR榕城02”分别偿付本金2.50亿元、1.20亿元和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	起息日	期限	票面利率
15 榕城乡债 01/PR 榕城 01	3.60	2015/1/26	7 年	5.48
15 榕城乡债 02/PR 榕城 02	4.80	2015/7/8	7 年	4.89
16 福州城建 MTN001	3.00	2016/2/19	5 年	3.69
合计	**11.40**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

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/PR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2019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2019年3月底，募集资金已经按计划使用完毕。

表 2　“15 榕城乡债 01/PR 榕城 01”和“15 榕城乡债 02/PR 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	北地块全部交房，南地块部分交房
晋安新城鹤林片区横屿组团安置房一期 B 区	87520.38	15000.00	已交房
晋安新城鹤林片区横屿组团安置房二期	89894.60	25000.00	主体结构已基本完成，正在进行室外景观施工
福州市闽江北岸中央商务中心片区路网工程	19023.63	10000.00	地铁 2 号线周边道路（B、C、D）基本建成通车，剩余路网拆迁完成，已进场施工。

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	竣工结算中
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	完成鹤林路起点至k2+500段道路施工,前横路完成管道及路基施工
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	横二路纵五路已完工,纵四路正在施工路基,预计8月份完工.
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, 纵二路涉及邓拓故居段外其余已完工, 塔头路涉及陈氏大厝段外, 其余基本完工
合　　计	**572783.93**	**120000.00**	--

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项

目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望

持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，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。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 3　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018 年 10 月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发

达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2．建筑行业分析

（1）建筑行业发展概况

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，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14%至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1　2014—2018 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）



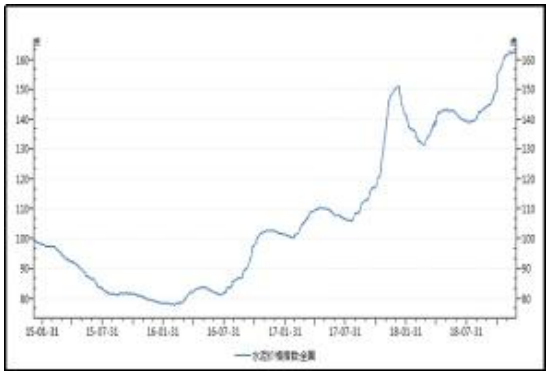
资料来源：国家统计局

（2）上游原材料供给及下游需求

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

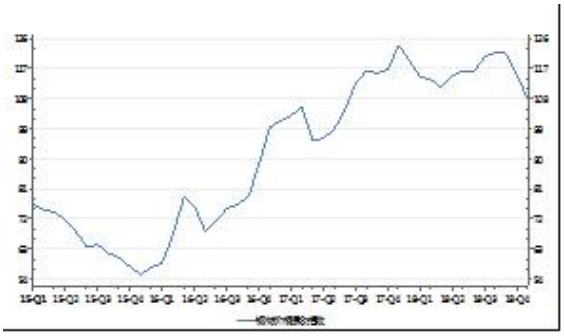
2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018 年以来下行态势明显。2018 年 1—12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 亿元，较上年同期增长 9.50%，房屋新开工面积同比增长 17.20%。与此同时，2018 年 1—12 月，全国商品房销售面积同比仅增长 1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降 7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018 年 1—12 月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较去年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1—9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1—12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

2018 年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

（3）建筑行业竞争格局

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。

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。

表 4　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

（4）建筑行业风险关注

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对 PPP 项目的监管，将大量不合规的 PPP 项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规 PPP 项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

（5）建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

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．区域经济环境和地方财力

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《2018 年福州市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018 年福州市实现地区生产总值 7856.81 亿元，比上年增长 8.6%。其中，第一产业增加值 494.66 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3204.90 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 4157.26 亿元，增长 9.2%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 6.3%，第二产业增加值比重为 40.8%，第三产业增加值比重为 52.9%。人均地区生产总值 102037 元，比上年增长 7.4%。

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。2018 年固定资产投资比上年增长 11.7%。其中，第一产业投资增长 366.6%；第二产业投资增长 24.3%，其中，工业投资增长 25.0%；第三产业投资增长 7.2%。基础设施投资增长 14.7%，占固定资产投资的比重为 29.8%；民间投资增长 29.9%，占固定资产投资的比重为 60.2%。

2018 年，福州市建筑业实现增加值 797.27 亿元，比上年增长 7.0%。全市具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值 4112.30 亿元，增长 14.8%。

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。2018 年，福州市一般公共预算总收入 1118.11 亿元，比上年增长 8.7%，其中，地方一般公共预算收入 680.38 亿元，比上年增长 7.3%；一般公共预算支出 923.41 亿元，下降 1.6%。福州市税收收入 503.74 亿元，比上年增长 4.1%。2018 年，福州市政府性基金收入 1045.46 亿元，增长 55.1%；支出 1090.05 亿元，增长 57.4%。

2018 年，福州市政府债务限额 999.63 亿元，其中市本级 509.39 亿元、县（市）区 490.24 亿元；政府债务余额 858.89 亿元，其中市本级 429.19 亿元、县（市）区 429.70 亿元，地方政府债务余额控制在限额范围内，债务风险总体可控。

总体来看，跟踪期内，福州市经济持续较快增长、固定资产投资稳定增长，区域经济结构良好，地方财力也稳步增强。作为福州市基础设施建设和旧城改造的主体，公司面临良好的外部环境。

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。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。2019 年，公司实现片区开发收益 7.08 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，计入“资本公积-市政项目建设划入资金”；片区综合改造项目建设资金由公司自筹，

在土地出让后由福州市财政按照片区开发成本108%返还，开发成本返还资金先计入“资本公积-财政拨付款”科目核算，后再转出资本公积以冲销其他非流动资产中的开发成本。2018年及2019年1—3月，公司资本公积分别增加54.75亿元和9.42亿元。

根据人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（报告编号：E201503020068773915），截至2019年6月10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有限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。

七、管理分析

跟踪期内，公司原董事长林涛因工作调动原因离任，毛祚财任公司董事长。

毛祚财，男，董事长，汉族，1975年12月出生，1998年7月参加工作，曾先后就职于福州洋里污水处理厂、福州市水务投资发展有限公司、福州水环境建设开发公司、福州市水务管网维护有限公司、福州市自来水有限公司，2019年4月29日至今任公司董事长。

跟踪期内，公司在管理体制及法人治理结构方面无其他重大变化。

八、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业务、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5　2017—2018年及2019年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

	2017年			2018年			2019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	23.96	58.52	5.33	21.41	42.49	6.52	5.21	79.61	10.31
房产开发销售	14.78	36.11	22.43	25.17	49.96	4.39	0.04	0.57	100.00
其他业务	2.20	5.37	32.11	3.80	7.54	32.60	1.30	19.82	23.60
合计	**40.95**	**100.00**	**12.94**	**50.37**	**100.00**	**7.42**	**6.55**	**100.00**	**12.43**

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。

2018年，公司营业收入增长至50.37亿元，同比增长23.02%，主要由于房产开发销售业务快速增长所致；工程施工收入为21.41亿元，较上年略有下降，在营业收入中占比为42.49%。同期，公司房产开发销售板块实现收入为25.17亿元，占营业收入的49.96%，较上年增加10.39亿元。跟踪期内，其他业务板块收入大幅增长至3.80亿元，主要得益于新增建材出售收入，但整体规模仍较小。

2018年，公司整体毛利率下降至7.42%。其中，房地产开发销售业务毛利率由上年的22.43%大幅下降至4.39%，主要系安置房双评估政策[1]导致；工程施工业务毛利率较上年小幅上升至6.52%，主要系福州市城投建筑有限公司（以下简称“城投建筑”）自营施工项目毛利率较高所致。

2019年1—3月，公司实现营业收入6.55亿元；其中，工程施工收入5.21亿元，占营业收入的79.61%。2019年1—3月，公司毛利率为12.43%。

[1] 双评估政策即项目征迁实施单位作为征迁安置主体，以统购价格向安置房开发建设单位购进安置房，再以对接价格向被征迁人提供所统购的安置房。营改增之后，应福州市税务局要求公司按对接价与统购价孰高确认营业收入。2017年，公司按对接价（高于统购价）确认营业收入，与统购价的差额计入“其他应收款”；2018年，公司按统购价确认营业收入，故引起毛利率波动。

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。受房产开发销售板块毛利率大幅下降影响，跟踪期内公司整体毛利率有所下降。其他业务收入规模大幅增长，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业务。

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。市政项目资金来源方面，2011年以前，市财政局出资20%作为项目资本金，80%由公司对外融资，对外融资本息由财政划入资金覆盖，在资本公积-市政项目建设划入资金科目核算；2011年后，项目建设资金均由福州市财政全额拨付。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，2018年公司确认管理费收入4455.90万元。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，投入在其他非流动资产中核算。

截至 2019年3月底，根据福州市委、市政府的建设部署，公司主要承接市政项目包括169项；项目总投资约857.03 亿元，已完成投资约311.70亿元；其中已竣工99 项、在建70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。2018年及2019年1—3月，公司收到市政工程政府财政拨款60.58亿元及9.21亿元。伴随福州市经济的稳步发展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。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司分别实现片区项目收益 7.08 亿元及 0.44 亿元。土地出让后，土地开发成本返还先计入“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（2018 年冲销 72.01 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。2018 及 2019 年 1—3 月，片区土地分别出让 355.40 亩和 147.70 亩，土地出让成交金额分别为 86.64 亿元和 27.63 亿元。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司实际收到财政拨付资金 72.01 亿元和 1.95 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司主要片区改造项目总投资 1012.82 亿元，已完成投资 561.38 亿元，尚需投资 551.44 亿元。总体看，公司未来片区综合开发板块融资压力大。

表 6 截至 2019 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	确认收益金额
火车北站片区开发	289.00	159.61	12.77
北江滨商务中心片区开发	116.10	52.71	4.21
北江滨二期片区开发		29.23	2.34
鹤林组团横屿片区开发	169.45	129.61	10.36
金鸡山溪口组团南片区（一期）棚改	71.12	18.67	0.71
排尾红星地块旧屋区改造	229.08	49.95	0.46
连潘棚户区改造	138.07	121.60	7.97
合计	**1012.82**	**561.38**	**38.82**

资料来源：公司提供

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，2018 年公司收到的此部分收益为 0.14 亿元，截至 2018 年底，主要在建的代建项目有福州电视中心二期、老年大学教学楼工程、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。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司确认商品房销售收入 1374.13 万元和 0.27 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，保障房项目建设资金的主要来源为自筹资金。2018 年之前，公司保障房用地按照基准协议价收购，不经过市场招拍挂进行；保障房销售价格主要根据政府确定的定价政策确定，采用成本加成定价，根据土地取得成本，综合考虑其他成本因素，确定房屋销售统购价格。2018 年起，福州市推行安置型商品房模式，即公司参与公开市场化流程摘牌安置型商品房用地（土地价格设有上限），按一定比例建设安置型商品房和普通商品房。其中安置型商品房定向销售给拆迁户，销售价格根据政府确定的定价政策确定；商品房进行市场化销售。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。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司确认安置房销售收入 25.04 亿元和 0.01 亿元，主要来自鹤林安置房项目和火车北站安置房项目。

截至 2019 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 188.19 亿元，已完成投资 132.49 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城投建筑、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。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司分别实现工程施工收入 21.41 亿元和 5.21 亿元。

城投建筑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 70%；截至 2018 年底，城投建筑总资产合计 33.79 亿元、所有者权益合计 4.54 亿元；2018 年，城投建筑实现收入 13.86 亿元、净利润 0.27 亿元。

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项目。截至 2018 年底，榕圣市政总资产合计 4.75 亿元、净资产合计 0.69 亿元；2018 年，榕圣市政实现收入 8.42 亿元、净利润 1059.52 万元。

三桥市政主要从事市政工程施工业务，具有国家市政公用工程施工总承包二级、城市及道路照明工程专业承包二级、环保工程专业承包二级、城市园林绿化三级，主要从事小规模的市政项目建设。截至 2018 年底，福州市三桥市政工程有限公司总资产合计 2247.48 万元、净资产合计 1734.10 万元；2018 年，三桥市政实现收入 3224.12 万元，净利润 18.21 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。2018 年，公司其他业务板块收入为 3.80 亿元，同比增加 1.60 亿元，主要系新增建材销售业务所致。2019 年 1—3 月，公司其他业务板块收入为 1.30 亿元，相当于上年的 34.21%。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 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 2019 年 1 季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并范围新增 3 家子公司。截至 2019 年 3 月底，公司财务报表合并范围内共 11 家全资及控股子公司。跟踪期内，公司合并范围内新增的子公司规模均较小，对财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额 683.39 亿元，所有者权益合计 426.05 亿元（其中少数股东权益 0.37 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 50.37 亿元，利润总额 7.90 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 708.15 亿元，所有者权益合计 438.23 亿元（其中少数股东权益 0.37 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.55 亿元，利润总额 2.63 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 683.39 亿元，同比增长 10.29%，主要来自非流动资产的增长。在资产结构方面，2018 年底公司流动资产与非流动资产在资产总额中占比分别为 38.39%及 61.61%，非流动资产占比大幅上升。

表 7 2017—2019 年 3 月底公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.58	3.32	23.03	3.37	12.79	1.81
预付款项	126.89	20.48	28.81	4.22	28.19	3.98
其他应收款	31.45	5.07	32.91	4.82	33.40	4.72
存货	157.37	25.40	173.96	25.46	182.56	25.78
流动资产	**340.40**	**54.93**	**262.38**	**38.39**	**261.44**	**36.92**
投资性房地产	20.83	3.36	20.82	3.05	20.70	2.92
其他非流动资产	245.01	39.54	388.38	56.83	413.40	58.38
非流动资产	**279.24**	**45.07**	**421.01**	**61.61**	**446.71**	**63.08**
资产	**619.64**	**100.00**	**683.39**	**100.00**	**708.15**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

2018 年底，公司流动资产 262.38 亿元，同比下降 22.92%，主要来自预付款项的减少。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、预付款项和存货构成。

2018 年底，公司货币资金 23.03 亿元，同比增长 1.89%，主要系政府拨款到位所致；主要由银行存款（占 99.78%）构成，受限资金合计 0.05 亿元。

2018 年底，公司应收票据及应收账款 2.27 亿元，同比下降 26.72%。其中，应收账款 2.27 亿元，同比下降 26.43%，主要为应收安置房款和工程款。

2018 年底，公司预付款项 28.81 亿元，同比减少 98.08 亿元，，主要系预付款结转成本费用及预付连潘项目的款项转到其他非流动资产所致。

2018 年底，公司存货为 173.96 亿元，同比增长 10.54%，主要来自于开发成本的增长。其

中开发成本 156.33 亿元，同比增长 11.50%，主要由于保障房项目投资增长所致。

2018 年底，公司其他应收款为 32.91 亿元，同比增长 4.65%，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 79.01%，集中度高。

2018 年底，公司非流动资产为 421.01 亿元，同比增长 50.77%，主要来自于其他非流动资产的增长。

2018 年底，公司其他非流动资产为 388.38 亿元，同比增长 58.52%，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。

2018 年底，公司在建工程为 2.72 亿元，同比增长 50.81%。主要系建榕大厦建设工程和 PC 厂项目持续投入所致。

2019 年 3 月底，公司资产总额 708.15 亿元，较 2018 年底增长 3.62%，资产结构与上年变化不大。2019 年 3 月底，公司流动资产 261.44 亿元，较 2018 年底略有下降，主要系货币资金减少所致；货币资金 12.79 亿元，较 2018 年底下降 44.48%，主要系在建项目持续投入增加；存货 182.56 亿元，较上年底增长 4.94%。2019 年 3 月底，公司非流动资产 446.71 亿元，较 2018 年底增长 6.10%，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，资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 426.05 亿元，同比增长 17.01%，主要是政府对公司市政基础设施建设和片区综合改造项目的财政拨款推动资本公积增长（2018 年拨入 137.16 亿元，冲销 72.01 亿元）。2018 年底，公司资本公积 389.79 亿元，在归属于母公司所有者权益中占 99.97%，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。

2019 年 3 月底，公司所有者权益为 438.23 亿元，较 2018 年底增长 2.86%，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，资本公积主要为市政项目建设资金及片区开发成本返还资金，未来存在核销风险。

负债

2018 年底，公司负债总额 257.34 亿元，基本与上年持平；流动负债和非流动负债分别占 51.45%和 48.55%，非流动负债比重有所下降。

2018 年底，公司流动负债 132.41 亿元，同比增长 73.12%，流动负债主要由应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2018 年底，短期借款 4.91 亿元，同比下降 44.61%，其中保证借款 4.61 亿元，信用借款 0.30 亿元。

2018 年底，公司应付票据及应付账款 14.55 亿元，同比增长 18.90%。其中，应付账款 14.55 亿元，同比增长 24.62%，主要系未结算工程款。

2018 年底，公司预收款项 15.14 亿元，同比增长 24.62%，主要预收购房款增加所致。

2018 年底，公司其他应付款为 50.65 亿元，同比增长 47.19%，主要为应付关联企业的往来款。

2018 年底，公司一年内到期的长期借款和应付债券合计 45.79 亿元，计入一年内到期的非流动负债核算。

2018 年底，公司非流动负债 124.94 亿元，同比下降 30.22%，主要由长期借款和应付债券构成。2018 年底，公司长期借款 104.66 亿元，应付债券 10.20 亿元，同比分别下降 29.94%和 50.49%，主要是到期偿付或调整至一年内到期的非流动负债所致。

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。2018 年底，公司全部债务为 165.56 亿元，较上年下降 11.26%，其中长期债务占 69.38%，短期债务比重大幅上升。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，2018 年底为 37.66%、27.99%和 21.24%，同比分别减少了 3.58 个、5.90 个和 10.59 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。2019—2021 年，公司预计需偿还债务分别为 50.70 亿元、6.56 亿元和 5.84 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 8　公司债务负担情况

科目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务（亿元）	16.59	50.70	46.16
长期债务（亿元）	170.00	114.86	114.86
全部债务（亿元）	186.59	165.57	161.03
长期债务资本化比率（%）	31.83	21.24	20.77
全部债务资本化比率（%）	33.88	27.99	26.87
资产负债率（%）	41.24	37.66	38.12

资料来源：根据公司财务报表整理

2019 年 3 月底，公司负债总额 269.92 亿元，较 2018 年底增长 4.89%，主要源自预收款项和其他应付款的增加。2019 年 3 月底，公司预收款项 21.37 亿元，同比增长 41.20%；其他应付款 62.96 亿元，较上年底增长 16.58%，主要系往来款增加；一年内到期的非流动负债 39.67 亿元，较上年底减少 6.10 亿元。2019 年 3 月底，公司全部债务 161.03 亿元，较 2018 年底下降 2.74%，其中短期债务占 28.67%，短期债务比重较上年底略有下降；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 38.12%、26.87%和 20.77%，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、短期债务比重上升，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，2018年实现营业收入50.37亿元，较2017年增长23.02%。同期，公司营业成本相应快速增长，增速略高于营业收入增幅，2018年为46.63亿元，同比增长30.82%，主要为工程施工成本（占42.91%）和房地产销售成本（占51.60%）。跟踪期内，公司营业利润率下降至6.50%。

跟踪期内，公司期间费用为2.20亿元，同比增长6.62%，主要系管理费用有所上升；期间费用占营业收入比重为4.36%，同比下降0.67个百分点。

受其他收益（主要为政府返还片区开发收益）影响，2018年公司利润总额为7.90亿元，其中其他收益为7.08亿元，占利润总额的89.69%，公司利润对政府返还的片区开发收益的依赖程度仍较高。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率基本稳定，分别为1.37%和1.77%，公司整体盈利能力仍较弱。

表 9　公司主要盈利指标

项目	2017 年	2018 年
营业收入（亿元）	40.95	50.37
其他收益（亿元）	4.16	7.08
利润总额（亿元）	6.45	7.90
营业利润率（%）	10.79	6.50
总资本收益率（%）	1.39	1.37
净资产收益率（%）	1.74	1.77

资料来源：根据公司财务报表整理

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.55 亿元，相当于 2018 年全年水平的 12.99%，营业利润率为 11.31%；其他收益 2.47 亿元；2019 年 1—3 月，公司实现利润总额 2.63 亿元，为 2018 年全年水平的 33.20%。

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，公司利润水平对财政补贴依程度较高。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 34.67 亿元，现金收入比为 68.82%，指标数据较低主要系保障房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 52.32 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 86.99 亿元。2018 年公司经营活动现金流出为 106.30 亿元，其中购买商品接受劳务支付的现金为 72.40 亿元，同比大幅增长 94.07%，主要系工程施工及房地产项目支出；支付其他与经营活动有关的现金为 29.35 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。2018 年经营活动产生的现金流量净额为-19.31 亿元。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入为 169.14 亿元；其中收到其他与投资活动有关的现金 169.12 亿元，主要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 134.04 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 35.10 亿元。

2018 年公司筹资活动现金流入 84.69 亿元；其中取得借款收到的现金 27.86 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 56.57 亿元（主要系与福州城市建设投资集团有限公司的往来款）。同期，公司筹资活动现金流出 97.78 亿元，以偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金为主。2018 年，筹资活动产生的现金净流量为-13.09 亿元。

表 10 公司现金流量情况

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量（亿元）	65.06	86.99
经营活动现金流出量（亿元）	84.04	106.30
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-18.98	-19.31
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-19.19	35.10
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	17.74	-13.09
现金收入比（%）	55.34	68.82

资料来源：根据公司财务报表整理

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-11.76 亿元；投资活动产生的现金流净额为-1.72 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 16.73 亿元和 18.00 亿元；同期，筹资活动产生的现金流净额为 3.24 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；投资活动中政府市政项目建设资金拨付到位及时，支出主要为市政项目和片区综合改造工程，未来几年公司仍有较大规模的资本性支出，对外部筹资依赖性较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2018 年公司流动比率和速动比率均大幅下降，分别为 198.17%和 66.78%，同比分别下降 246.92 个和 172.54 个百分点；2019 年 3 月底上述指标分别为 180.32%和 54.41%。2018 年经营现金流动负债比为负。2019 年 3 月，公司现金类资产/短期债务为 0.28 倍，公司存在较大短期偿付压力。

从长期偿债能力看，2018 年公司 EBITDA 为 9.14 亿元，较上年略有升高；EBITDA 利息倍数为 1.12 倍，全部债务/EBITDA 指标为 18.12 倍，EBITDA 对全部债务保障能力有所提升。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 28.97 亿元，担保比率 6.61%，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股东。总体看，公司或有负债风险不大。

截至2019年3月底，公司共获得授信额度448.29亿元，已使用214.91亿元，未使用额度为233.38亿元。公司间接融资渠道通畅。

总体而言，考虑到公司的区域地位及福州市政府对公司的资金支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产规模651.80亿元，同比增长7.06%，占合并口径资产规模的

95.38%。其中，流动资产占34.03%、非流动资产占65.97%；流动资产主要由预付款项、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由其他非流动资产构成。

2018年底，母公司所有者权益424.52亿元，同比增长16.84%，占合并口径所有者权益规模的99.64%。

2018年底，母公司负债规模227.28亿元，占合并口径负债规模的88.32%，较上年下降7.41%，主要系母公司到期债务偿还所致。2018年底，母公司资产负债率为34.87%。

2018 年，母公司营业收入 26.46 亿元，占合并口径营业收入的 52.53%；营业成本 24.75 亿元。2018 年，母公司净利润为 7.05 亿元，占合并口径净利润的 93.68%。

总体看，母公司资产、所有者权益和负债总额占合并口径的比例较大，公司合并口径利润主要来源于母公司。

十、存续债券偿债能分析

截至2019年3月底，公司存续期内全部待偿还债券本金合计20.60亿元，其中联合资信所评的存续期债券尚需偿还债券本金合计11.40亿元。2018年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为8.70亿元和9.14亿元，分别为联合资信所评的存续期债券尚需偿还债券余额的7.63倍和0.80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，2018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16.11倍和1.69倍。

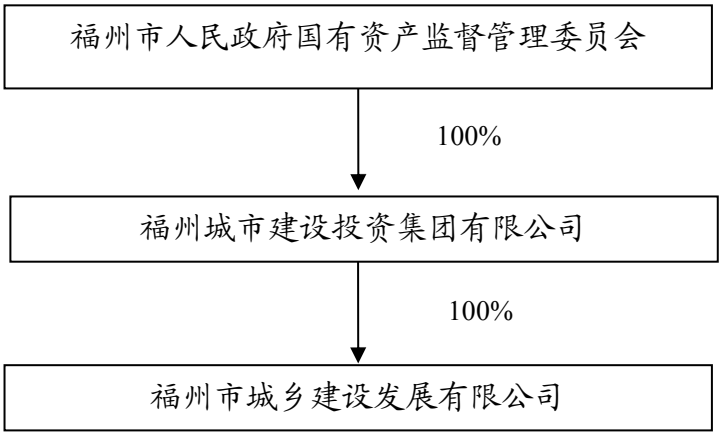
“15 榕城乡债 01/PR 榕城 01”和“15 榕城乡债 02/PR 榕城 02”募集资金全部用于列入福州市保障性住房建设计划的保障房项目及福州市闽北商务中心、鹤林片区的市政道路项目，预计募投项目将产生销售收入 36.25 亿元。募投项目未来收入为上述两期债券的偿付提供了有力保障。

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债券单年最大偿付金额的覆盖程度较好；“15榕城乡债01/PR榕城01”和“15榕城乡债02/PR榕城02”募投项目进展顺利，有利于提高债券兑付的安全性。

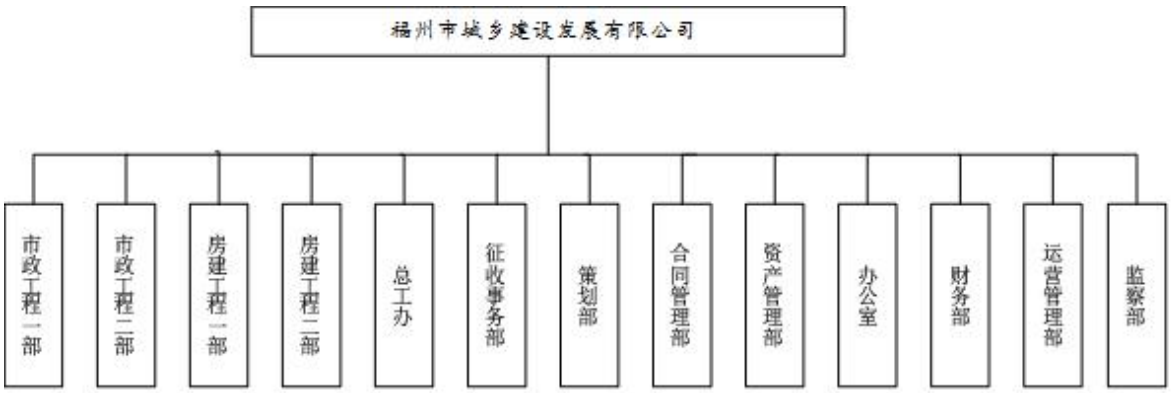
十一、结论

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 “15榕城乡债01/PR榕城01”“15榕城乡债02/PR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2019年3月底公司股权结构图



附件1-2　截至2019年3月底公司组织结构图



附 1-3 截至 2019 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
9	福州市建总投资发展有限公司	200.00 万元	100.00%	投资
10	居民宿开发有限公司	790.00 万元	70.00%	民宿开发及服务
11	福州永泰生态主题公园建设投资有限公司	5000.00 万元	51.00%	投资

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.87	20.60	23.03	12.79
资产总额(亿元)	564.28	619.64	683.39	708.15
所有者权益(亿元)	256.23	364.12	426.05	438.23
短期债务(亿元)	9.23	16.59	50.70	46.16
长期债务(亿元)	254.24	170.00	114.86	114.86
全部债务(亿元)	263.47	186.59	165.57	161.03
营业收入(亿元)	27.77	40.95	50.37	6.55
利润总额(亿元)	6.56	6.45	7.90	2.63
EBITDA(亿元)	7.87	7.85	9.14	--
经营性净现金流(亿元)	-42.03	-18.98	-19.31	-11.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.48	15.65	18.73	--
存货周转次数(次)	0.23	0.24	0.28	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.07	0.08	--
现金收入比(%)	71.60	55.34	68.82	140.02
营业利润率(%)	6.58	10.79	6.50	11.31
总资本收益率(%)	1.39	1.39	1.37	--
净资产收益率(%)	2.55	1.74	1.77	--
长期债务资本化比率(%)	49.80	31.83	21.24	20.77
全部债务资本化比率(%)	50.70	33.88	27.99	26.87
资产负债率(%)	54.59	41.24	37.66	38.12
流动比率(%)	752.28	445.08	198.17	180.32
速动比率(%)	436.58	239.32	66.78	54.41
经营现金流动负债比(%)	-94.76	-24.81	-14.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	0.69	1.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	33.50	23.76	18.12	--

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、2019 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。