# 信用等级公告

联合〔2020〕1677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，确定将福州市城乡建设发展有限公司主体长期信用等级上调为AAA，“15榕城乡债01/PR榕城01”“15榕城乡债02/PR榕城02”和“16福州城建MTN001”的信用等级上调为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十三日

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2020年跟踪评级报告

评级结果：

| 项 目 | 本次级别 | 本次评级展望 | 上次级别 | 上次评级展望 |
|---|---|---|---|---|
| 发行人主体 | AAA | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 15榕城乡债01/PR榕城01 | AAA | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 15榕城乡债02/PR榕城02 | AAA | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 16福州城建MTN001 | AAA | 稳定 | AA+ | 稳定 |

跟踪评级债券概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|
| 15榕城乡债01/PR榕城01 | 6.00亿元 | 2.40亿元 | 2022/1/26 |
| 15榕城乡债02/PR榕城02 | 6.00亿元 | 3.60亿元 | 2022/7/8 |
| 16福州城建MTN001 | 3.00亿元 | 3.00亿元 | 2021/2/19 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020年6月23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

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，福州市经济实力稳定增长，公司在业务及资金等方面持续得到市政府的支持；公司资产、所有者权益和收入规模持续增长，资本实力进一步增强。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投入及片区综合开发支出为主、未来资本支出压力大、资产流动性弱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、保障房建设等业务的不断推进，公司的经营规模和盈利能力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为AAA，将“15榕城乡债01/PR榕城01”“15榕城乡债02/PR榕城02”和“16福州城建MTN001”信用等级上调为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，福州市经济稳定发展，财政实力非常强，公司外部发展环境良好。2019年，福州市实现地区生产总值9392.30亿元，地方一般公共预算收入668.08亿元。
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，在区域内具有竞争优势，并持续获得政府在业务、资金方面的支持。
3. 跟踪期内，公司所有者权益规模持续增长，资本实力进一步增强。
4. 跟踪期内，公司营业收入快速增长，主营业务盈利能力有所提升。

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。

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa | 评级结果 | | AAA |
|---|---|---|---|---|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | A | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 1 |
| | | | 行业风险 | 3 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 2 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 1 |
| 财务风险 | F3 | 现金流 | 资产质量 | 4 |
| | | | 盈利能力 | 2 |
| | | | 现金流量 | 5 |
| | | 资本结构 | | 1 |
| | | 偿债能力 | | 3 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| 政府支持 | | | | 2 |

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

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

3. 跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，存在较大短期偿付压力。

主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 现金类资产(亿元) | 20.60 | 23.03 | 17.90 | 15.73 |
| 资产总额(亿元) | 619.64 | 683.39 | 811.38 | 846.71 |
| 所有者权益(亿元) | 364.12 | 426.05 | 469.60 | 498.09 |
| 短期债务(亿元) | 17.19 | 60.21 | 50.36 | 61.92 |
| 长期债务(亿元) | 200.18 | 150.54 | 223.44 | 223.05 |
| 全部债务(亿元) | 217.36 | 210.76 | 273.80 | 284.98 |
| 营业收入(亿元) | 40.95 | 50.37 | 65.32 | 2.87 |
| 利润总额(亿元) | 6.45 | 7.90 | 9.47 | 0.09 |
| EBITDA(亿元) | 7.28 | 9.14 | 11.63 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -18.98 | -19.31 | -26.02 | -9.30 |
| 现金收入比(%) | 55.34 | 68.82 | 55.26 | 521.37 |
| 营业利润率(%) | 10.79 | 6.50 | 16.04 | 8.97 |
| 净资产收益率(%) | 1.74 | 1.77 | 1.60 | -- |
| 资产负债率(%) | 41.24 | 37.66 | 42.12 | 41.17 |
| 全部债务资本化比率(%) | 37.38 | 33.10 | 36.83 | 36.39 |
| 流动比率(%) | 445.08 | 198.17 | 141.61 | 138.09 |
| 速动比率(%) | 239.32 | 66.78 | 43.43 | 40.74 |
| 经营现金流动负债比(%) | -24.81 | -14.58 | -13.80 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 1.20 | 0.38 | 0.36 | 0.25 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.56 | 1.12 | 1.24 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 29.86 | 23.07 | 23.54 | -- |
| 公司本部 | | | | |
| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 资产总额(亿元) | 608.80 | 651.80 | 756.81 | 812.10 |
| 所有者权益(亿元) | 363.33 | 424.52 | 467.43 | 514.02 |
| 全部债务(亿元) | 211.13 | 193.34 | 244.52 | 255.92 |
| 营业收入(亿元) | 15.82 | 26.46 | 39.60 | 0.10 |
| 利润总额(亿元) | 6.18 | 7.26 | 8.68 | -0.04 |
| 资产负债率(%) | 40.32 | 34.87 | 38.24 | 36.71 |
| 全部债务资本化比率(%) | 36.75 | 31.29 | 34.34 | 33.24 |
| 流动比率(%) | 490.62 | 193.12 | 136.72 | 155.52 |
| 经营现金流动负债比(%) | -37.10 | -7.19 | -8.64 | -- |

注：2020 年一季度财务报表未经审计；报告将其他应付款中的一年内的有息部分和其他流动负债中的有息部分调整至短期债务核算，将其他应付款中的一年以上的有息部分和长期应付款的有息部分调整至长期债务

评级历史：

| 债项简称 | 债项级别 | 主体级别 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 15 榕城乡债 01/PR 榕城 01、15 榕城乡债 02/PR 榕城 02、16 福州城建 MTN001 | AA+ | AA+ | 稳定 | 2019-6-17 | 张 依<br>李 坤 | 城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年）<br>城投行业企业主体信用评级模型（2016 年） | 阅读全文 |
| 16 福州城建 MTN001 | AA+ | AA+ | 稳定 | 2015-11-24 | 霍 焰<br>张 宁 | 基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） | 阅读全文 |
| 15 榕城乡债 02/PR 榕城 02 | AA+ | AA+ | 稳定 | 2015-6-9 | 霍 焰<br>赵传第 | 基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） | 阅读全文 |
| 15 榕城乡债 01/PR 榕城 01 | AA+ | AA+ | 稳定 | 2015-1-9 | 程 晨<br>石 岱 | 城投债评级方法及风险点简介（2010 年） | 阅读全文 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

# 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，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 2020 年跟踪评级报告

## 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。截至 2020 年 3 月底，公司实收资本和注册资本均为 17829.00 万元，控股股东为福州城市建设投资集团有限公司（以下简称“福州城投”），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”）。

跟踪期内，公司组织结构和合并范围均未发生变化。

截至 2019 年底，公司资产总额 811.38 亿元，所有者权益合计 469.60 亿元（其中少数股东权益 0.47 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 65.32 亿元，利润总额 9.47 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 846.71 亿元，所有者权益合计 498.09 亿元（其中少数股东权益 0.47 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.87 亿元，利润总额 0.09 亿元。

公司注册地址：福建省福州市仓山区连江南路 136 号建总大厦 1、3、8、9、10、11、12、13 层；法定代表人：毛祚财。

## 三、跟踪评级债券及其募集资金使用情况

截至2020年3月底，联合资信所评的公司存续期债券余额合计9.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司已按时支付各存续债券的当期利息，并偿付“15榕城乡债01/PR榕城01”和“15榕城乡债02/PR榕城02”应付本金各1.20亿元。

表 1　公司存续债券基本情况（单位：亿元、年、%）

| 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 | 2.40 | 2015/1/26 | 7 | 5.48 |
| 15 榕城乡债 02/PR 榕城 02 | 3.60 | 2015/7/8 | 7 | 4.89 |
| 16 福州城建 MTN001 | 3.00 | 2016/2/19 | 5 | 3.69 |
| **合计** | **9.00** | -- | -- | -- |

资料来源：联合资信整理

公司于2015年1月和2015年7月分别发行“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，均用于安置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2020年3月底，募集资金已经按计划全部使用完毕，募投项目建设进度如表2所示

公司于2016年2月发行“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2020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 | 截至 2020 年 3 月底已投资金额 | 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 | 125109.56 | 已竣工验收 |
| 晋安新城鹤林片区横屿组团安置房一期 B 区 | 87520.38 | 93596.13 | 已竣工验收 |
| 晋安新城鹤林片区横屿组团安置房二期 | 89894.60 | 82389.69 | 已竣工验收 |
| 福州市闽江北岸中央商务中心片区路网工程 | 19023.63 | 15794.18 | 已竣工验收 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 福州市闽江北岸中央商务中心下穿通道建设项目 | 62981.96 | 28141.48 | 已竣工验收 |
| 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 | 16564.91 | 鹤林路起点至 k2+500 段道路路中剩余 500 米涉及征迁未施工，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 | 7503.58 | 已完工 |
| 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 | 12751.51 | 陈氏大厝段正在施工，塔头路池边站占用路段，其余基本完工 |
| **合　　计** | **572783.93** | **381851.04** | -- |

资料来源：公司提供

## 四、宏观经济和政策环境

1．宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3　2016－2020 年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP | 73.6 | 78.7 | 84.0 | 89.2 | 20.7 |
| GDP 增速 | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | -6.8 |
| 规模以上工业增加值增速 | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | -8.4 |
| 固定资产投资增速 | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.4 | -16.1 |
| 社会消费品零售总额增速 | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.0 | -19.0 |
| 出口增速 | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 5.0 | -11.4 |
| 进口增速 | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.6 | -0.7 |
| CPI 增幅 | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.9 | 4.9 |
| PPI 增幅 | -1.4 | 6.3 | 3.5 | -0.3 | -0.6 |
| 城镇登记失业率 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.6 | 5.9 |
| 城镇居民人均可支配收入增速 | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.0 | 0.5 |
| 公共财政收入增速 | 4.5 | 7.4 | 6.2 | 3.8 | -14.3 |
| 公共财政支出增速 | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. 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，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016—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

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个

百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，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-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改

革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持

实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 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我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我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，我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，我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建设投资重点，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年以来与城投企业相关的主要政策

| 颁布时间 | 颁发部门 | 文件名称 | 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合规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 |
| 2020 年 1 月 | 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，我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，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、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。2020 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。

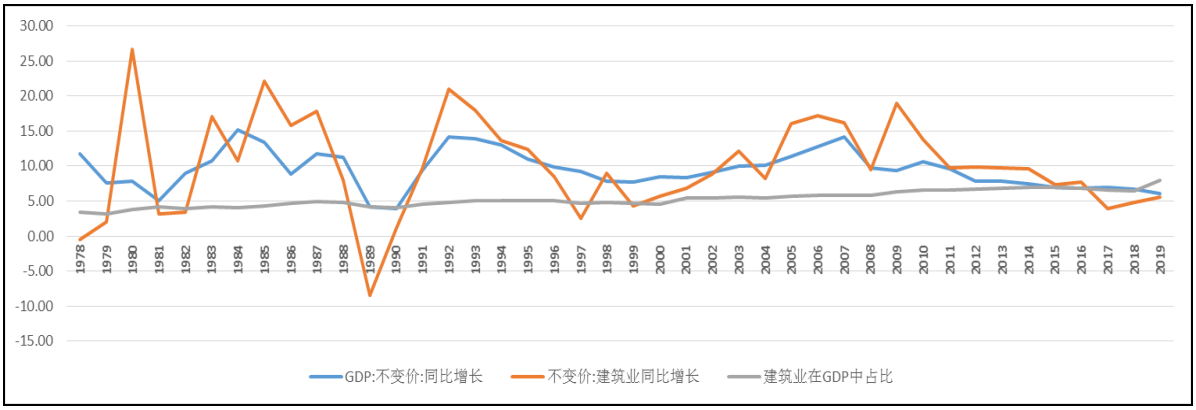
2. 建筑行业分析

（1）建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明

显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图 1　建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



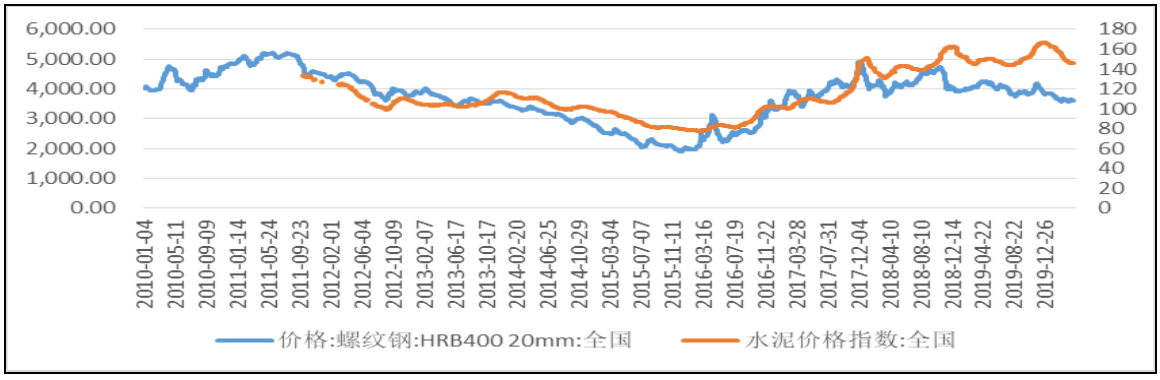

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）上游原材料供给及下游需求

**2019 年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部的“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。**

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中枢较 2018 年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020 年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018 年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以来钢铁企业内部 “降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图 2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况




资料来源：联合资信根据公开资料整理

**2019 年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。**

2019 年，全国房地产开发投资 132194 亿元，同比增长 9.9%，增速较上年加快 0.4 个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019 年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到 2019 年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019 年 12 月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019 年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 2.9%，增速较 2019 年 1—11 月回落 0.1 个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.4%，增速自 2019 年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长 9.00%，铁路运输业投资同比下降 0.1%。

2019 年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

（3）建筑行业竞争态势分析

**2019 年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。**

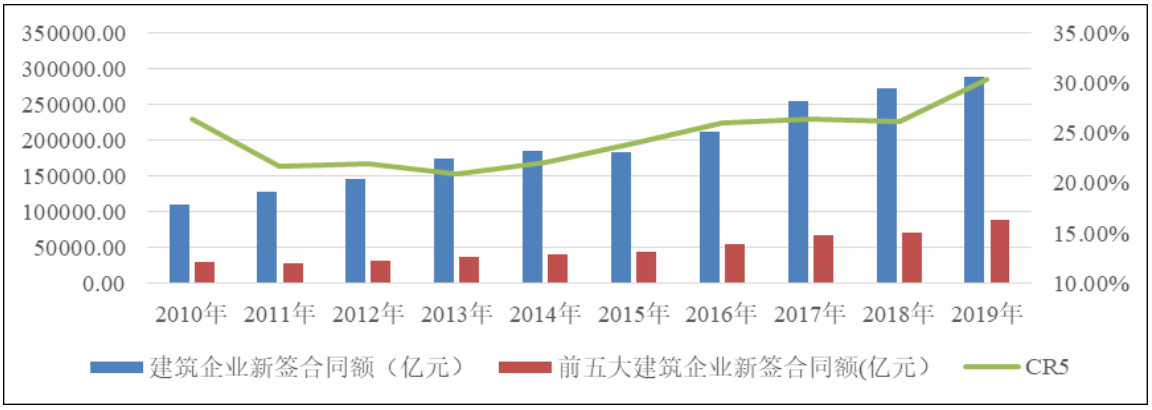
从需求端来看，2016－2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规

模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图 3　2010－2019 年前五大建筑企业新签合同占比情况




注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑行业发展趋势

2019 年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

3. 区域经济环境

**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。受减税降费影响，福州市地方一般预算收入略有下降。整体看，作为福州市基础设施建设和旧城改造的主体，公司发展的外部环境良好。**

福州市为福建省省会，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《2019 年福州市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年福州市实现地区生产总值 9392.30 亿元，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 526.47 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 3830.99 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 5034.84 亿元，增长 8.3%。三次产业增加值占地区生产总值的比重为第一产业占 5.6%，第二产业占 40.8%，第三产业占 53.6%。人均地区生产总值 120879 元，比上年增长 6.9%。

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。2019 年固定资产投资比上年增长 9.0%。其中，第一产业投资增长 34.2%；第二产业投资增长 14.5%，其中，工业投资增长 16.4%；第三产业投资增长 6.8%。基础设施投资下降 0.2%，占固定资产投资的比重为 27.3%；民间投资增长 4.4%，占固定资产投资的比重为 57.7%。

2019 年，福州市建筑业实现增加值 1241.22 亿元，比上年增长 5.7%。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 4719.27 亿元，增长 14.8%。

公司作为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，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。2019 年，福州市一般公共预算总收入 1095.36 亿元，比

上年增长 8.7%；剔除减税降费因素，同口径增长 9.2%。其中，地方一般公共预算收入 668.08 亿元，比上年下降 1.8%；剔除减税降费因素，同口径增长 8.1%。2019 年，福州市一般公共预算支出 952.17 亿元，增长 3.0%。2019 年，福州市政府性基金收入 1009.07 亿元，下降 3.5%；支出 1288.34 亿元，增长 18.2%。

2019 年，福州市政府债务限额 1233.97 亿元，其中市本级 641.29 亿元、县（市）区 592.68 亿元；政府债务余额 1086.71 亿元，其中市本级 556.70 亿元、县（市）区 530.01 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。

## 六、基础素质分析

**跟踪期内，公司持续获得政府在业务、资金方面的大力支持。**

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。公司唯一股东为福州城投；福州城投是重要的福州市基础设施建设主体，在区域内具有明显竞争优势。公司为福州城投重要子公司，主要负责福州市政基础设施建设、片区开发及保障房开发业务。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、资金方面的大力支持。

**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 2.66 亿元。

**资金支持**

公司市政基础设施建设资金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。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司分别收到财政拨付资金 68.53 亿元和 28.25 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 2020 年 4 月 20 日，公司未结清的信贷信息记录良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制及管理制度等方面无重大变化。

## 八、经营分析

1. 经营概况

**跟踪期内，公司整体收入规模较快增长，公司营业收入主要来自工程施工及房产开发销售收入。受房产开发销售板块毛利率大幅上升影响，跟踪期内公司整体毛利率有所上升。**

公司业务涉及城市基础设施建设、片区综合改造等代建业务、房产开发销售、工程施工及其他（包括房产租赁及物业服务、贸易、建材销售等）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。

表 5　2018—2019 年及 2020 年 1—3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 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 | 21.41 | 42.49 | 6.52 | 22.94 | 35.11 | 8.00 | 1.94 | 67.59 | 14.40 |
| 房产开发销售 | 25.17 | 49.96 | 4.39 | 37.42 | 57.29 | 18.21 | 0.00 | 0.02 | -36.04 |
| 代建管理费 | 0.45 | 0.88 | 92.30 | 1.25 | 1.91 | 93.24 | 0.05 | 1.71 | 43.64 |
| 其他业务 | 3.35 | 6.66 | 24.66 | 3.71 | 5.68 | 49.92 | 0.88 | 30.68 | 0.48 |
| **合计** | **50.37** | **100.00** | **7.42** | **65.32** | **100.00** | **16.89** | **2.87** | **100.00** | **10.62** |

注：1.代建管理费包括市政工程代建管理费和房建代建管理费；2.合计数与各项加总数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2019 年，公司营业收入增长至 65.32 亿元，同比增长 29.67%，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 22.94 亿元，较上年略有上升，在营业收入中占比为35.11%。同期，公司房产开发销售板块实现收入为 37.42 亿元，占营业收入的 57.29%，较上年增加 12.25 亿元，主要系保障房项目完工较多；公司代建管理费收入 1.25 亿元，同比增加 0.80 亿元，主要系当年结算项目增加所致。公司其他业务包括房屋租赁及物业管理、建材销售、贸易等，对公司营业收入形成补充。

2019 年，公司整体毛利率上升至 16.89%。其中，房地产开发销售业务毛利率由上年的 4.39%大幅上升至 18.21%，主要系毛利率较高的安置项目结转收入比例较高导致；工程施工业务毛利率较上年小幅上升至 8.00%；代建业务毛利率维持较高水平，为 93.24%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.87 亿元，相当于 2019 年全年水平的 4.40%；其中，工程施工收入 1.94 亿元，占营业收入的 67.59%。2020 年 1—3 月，公司毛利率为 10.62%。

2.　业务经营分析

**市政基础设施建设及片区开发**

**跟踪期内，受益于公司代建的市政项目数量增加，市政项目代建管理费收入大幅上升，市财政局拨款到位情况良好；片区改造项目持续推进，在建项目未来融资压力大。**

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。

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，2019年公司确认市政项目管理费收入8106.00万元。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资金，投入在其他非流动资产中核算。

截至 2020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205项；项目总投资约1082.56 亿元，已完成投资约494.62亿元；其中已竣工113项、在建73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。2019年及2020年1—3月，公司收到市政工程政府财政拨款45.62亿元及13.65亿元。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”反映。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司分别实现片区项目收益 2.66 亿元及 0.47 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（2019 年冲销 19.41 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。2019 及 2020 年 1—3 月，片区土地分别出让 300.2 亩和 13.4 亩，土地出让成交金额分别为 58.19 亿元和 2.26 亿元。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司实际收到财政拨付资金 22.91 亿元和 14.60 亿元。

截至 2020 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 640.01 亿元，尚需投资 372.81 亿元；拟建项目为新店片区棚户区改造项目，计划总投资约 68.10 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 2020 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 | 179.43 | 14.35 |
| 北江滨商务中心片区开发 | 116.10 | 54.15 | 4.33 |
| 北江滨二期片区开发 | | 29.41 | 2.35 |
| 鹤林组团横屿片区开发 | 169.45 | 138.33 | 11.06 |
| 金鸡山溪口组团南片区（一期）棚改 | 71.12 | 25.34 | 0.71 |
| 排尾红星地块旧屋区改造 | 229.08 | 81.11 | 0.46 |
| 连潘棚户区改造 | 138.07 | 132.24 | 7.97 |
| **合计** | **1012.82** | **640.01** | **38.82** |

资料来源：公司提供

**房地产开发**

**跟踪期内，公司安置房销售收入大幅增长；商品房销售收入规模较小，主要为尾盘销售。在建及拟建房地产项目规模较大，未来可售房源充足。**

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，计入主营业务收入科目中，相关成本以管理费用形式列支。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司分别确认代建房屋管理费收益 3384.48 万元和 44.81 万元，收入主要来源于孟超肝胆医院、福清环城路安置小区、福州电视中心二期、福州市浦下小学新校建设等项目。

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。2019 年公司确认商品房销售收入 573.53 万元；2020 年 1—3 月公司未确认相关收入。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建商品房项目为金色康城二期和康桥中心，总投资额 14.71 亿元，已完成投资 7.49 亿元。

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。2019 年，公司安置房项目新开工面积 10.17 万平方米，竣工面积 35.74 万平方米，销售面积 60.93 万平方米，确认安置房销售收入 37.37 亿元，主要来锦绣滨城、福州火车北站地块、龙头家园和鳌祥家园一区等项目。

截至 2020 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等，总投资额为 146.38 亿元，已完成投资 116.93 亿元；拟建项目主要包括红墙新村安置房、火车站 A 地块项目和连潘棚户区改造 J 地块安置房项目 ，计划总投资 19.34 亿元。随着片区综合改造进程的快速推进，公司在建及拟建安置房项目较多，未来投资规模大。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司安置房项目建设情况（单位：亿元）

| 类型 | 项目名称 | 建设周期 | 项目总投资 | 截至 2020 年 3 月底累计投资 |
|---|---|---|---|---|
| 在建 | 火车北站安置房 D1 地块 | 2015.3-2020.12 | 6.32 | 7.17 |
| | 火车北站安置房 D 地块 | 2017.5-2020.1 | 30.84 | 22.31 |
| | 火车北站安置房 C 地块 | 2017.3-2020.12 | 15.36 | 15.20 |
| | 鹤林安置房一期 A | 2014.7-2020.12 | 13.13 | 9.34 |
| | 鹤林安置房二期 | 2015-2020.12 | 9.00 | 8.19 |
| | 鹤林安置房三期 A | 2014-2021.9 | 6.18 | 5.52 |
| | 鹤林安置房三期 B | 2012-2021.12 | 7.28 | 6.26 |
| | 光明港安置房一期南地块 | 2014.2-2020.12 | 10.33 | 3.38 |
| | 新店溪安置房 | 2015.7-2020.4 | 4.20 | 2.76 |
| | 景湖佳园 | 2018.11-2021.5 | 16.00 | 12.29 |
| | 凤翔佳园 | 2018.11-2021.6 | 12.66 | 10.89 |
| | 红星苑二期 | 2016.11-2020.6 | 13.22 | 11.42 |
| | 光明港二期 | 2016.11-2020.6 | 1.85 | 2.20 |
| | **合计** | -- | **146.38** | **116.93** |
| 拟建 | 红墙新村 | -- | 5.00 | 0.03 |
| | 火车站 A 地块 | -- | 6.30 | 0.39 |
| | 连潘棚户区改造 J 地块安置房 | -- | 8.04 | 0.00 |
| | **合计** | -- | **19.34** | **0.42** |

注：拟建项目已投资主要为项目前期支出，项目尚未开工建设
资料来源：公司提供

**工程施工**

**跟踪期内，公司工程施工业务正常开展，对公司营业收入形成有力支撑，毛利率略有波动；2020 年 1—3 月，受新冠疫情影响，公司工程施工业务收入较上年同期有所下降。**

公司工程施工业务经营主体是子公司福州市城投建筑有限公司（以下简称“城投建筑”）和福建省榕圣市政工程股份有限公司（以下简称“榕圣市政”）。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。2019 年，公司实现工程施工收入 22.94 亿元，毛利率 8.00%。2020 年 1—3 月，受新冠疫情影响，营业收入 1.94 亿元，较 2019 年同期有所下降，毛利率 14.40%

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。截至 2019 年底，城投建筑总资产合计 56.67 亿元、所有者权益合计 4.89 亿元；2019 年，城投建筑实现收入 15.54 亿元、净利润 0.31 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。截至 2019 年底，榕圣市政总资产合计 8.43 亿元、净资产合计 0.84 亿元；2019 年，榕圣市政

实现收入 8.52 亿元、净利润 1542.19 万元。

截至 2020 年 3 月底，公司前十大工程施工在建项目均集中在福州市，项目总投资额 69.30 亿元。公司在手项目较多，未来收入可持续性较强。

表 8 截至 2020 年 3 月底公司前十大工程施工在建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目业主 | 项目总投资 | 预计完工时间 |
|---|---|---|---|
| 城峰镇养鳗场 E1-5 | 永泰县城投实业集团有限公司 | 13.76 | 2021.4 |
| 中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目 | 福州市琅岐建设发展有限公司 | 8.94 | 2020.9 |
| 滨江市民广场 | 福州市城投建筑有限公司 | 7.50 | 2021.10 |
| 建发商务中心（含 T.Q.R 地块） | 福州市建设发展集团有限公司 | 6.91 | 2020.10 |
| 霞镜新城四区 | 福州市建设发展集团有限公司 | 6.28 | 2020.10 |
| 祥浦苑（BT） | 福州市建设发展集团有限公司 | 6.19 | 2020.7 |
| 霞镜新城三区 | 福州市建设发展集团有限公司 | 5.27 | 2020.10 |
| 鹤林三期 B 区 | 福州市城乡建设发展有限公司 | 4.99 | 2020.9 |
| 景湖佳园 | 福州市城乡建设发展有限公司 | 4.90 | 2021.9 |
| 金色康城小区（二区） | 福州市城乡建设发展有限公司 | 4.55 | 2022.5 |
| **合计** | -- | **69.30** | -- |

注：上述项目包括内部项目
资料来源：公司提供

**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子公司。2019 年，公司其他业务板块收入为 3.71 亿元，同比增加 0.36 亿元，主要系新增建材销售业务所致。2020 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 2019 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 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内共 11 家全资及控股子公司。跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 811.38 亿元，所有者权益合计 469.60 亿元（其中少数股东权益 0.47 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 65.32 亿元，利润总额 9.47 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 846.71 亿元，所有者权益合计 498.09 亿元（其中少数股东权益 0.47 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.87 亿元，利润总额 0.09 亿元。

2. 资产质量

**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。**

2019 年底，公司资产总额 811.38 亿元，较 2018 年底增长 18.73%，主要来自非流动资产的增长。在资产结构方面，2019 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 32.89%及 67.11%，非流动资产占比有所上升。

表 9　2018—2020 年 3 月底公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

| 科 目 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 23.03 | 3.37 | 17.90 | 2.21 | 15.69 | 1.85 |
| 预付款项 | 28.81 | 4.22 | 26.35 | 3.25 | 26.35 | 3.11 |
| 其他应收款 | 32.91 | 4.82 | 29.21 | 3.60 | 29.35 | 3.47 |
| 存货 | 173.96 | 25.46 | 185.04 | 22.81 | 190.16 | 22.46 |
| **流动资产** | **262.38** | **38.39** | **266.90** | **32.89** | **269.73** | **31.86** |
| 投资性房地产 | 20.82 | 3.05 | 20.13 | 2.48 | 19.80 | 2.34 |
| 其他非流动资产 | 388.38 | 56.83 | 510.77 | 62.95 | 542.60 | 64.08 |
| **非流动资产** | **421.01** | **61.61** | **544.47** | **67.11** | **576.98** | **68.14** |
| **资产合计** | **683.39** | **100.00** | **811.38** | **100.00** | **846.71** | **100.00** |

资料来源：根据公司财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 266.90 亿元，较 2018 年底增长 1.72%，主要来自应收账款和存货的增加。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。

2019 年底，公司货币资金 17.90 亿元，较 2018 年底下降 22.27%，主要系项目持续投入所致；主要由银行存款（占 92.55%）和其他货币资金（使用受限，占 7.44%）构成。

2019 年底，公司应收账款 6.27 亿元，较 2018 年底增加 4.00 亿元，主要为应收安置房款和工程款。从应收对象看，公司应收账款前五名合计占总额的 22.49%，应收对象较为分散。2019 年底，公司累计计提坏账准备 0.65 亿元。

2019 年底，公司预付款项 26.35 亿元，较 2018 年底下降 8.54%，主要系预付拆迁款及工程款。

2019 年底，公司其他应收款 29.21 亿元，较 2018 年底下降 11.22%，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 86.29%，集中度高。

2019 年底，公司存货 185.04 亿元，较 2018 年底增长 6.37%，主要来保障房项目持续投入所致。其中，开发成本 108.69 亿元，较 2018 年底减少 47.63 亿元，主要系保障房项目完工转入开发产品所致；开发产品 70.27 亿元。

2019 年底，公司非流动资产为 544.47 亿元，较 2018 年底增长 29.33%，主要来自于其他非流动资产的增长。

2019 年底，公司在建工程为 0.05 亿元，较 2018 年底减少 2.67 亿元，主要系建榕大厦和城投科技园转入固定资产核算所致。同期，公司固定资产 5.10 亿元，较 2018 年底增长 148.36%。

2019 年底，公司其他非流动资产 510.77 亿元，较 2018 年底增长 31.51%，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。

2019 年底，公司账面受限资产包括货币资金 1.33 亿元和投资性房地产 20.56 亿元，合计占资产总额 2.70%，另外，公司将排尾棚户区改造项目政府购买服务协议下权益及收益及金鸡山溪口棚改项下应收账款用于借款质押。

2020 年 3 月底，公司资产总额 846.71 亿元，较 2019 年底增长 4.35%，资产结构与上年底变化不大。2020 年 3 月底，公司流动资产 269.73 亿元，较 2019 年底略有上升，主要系存货增加所致；货币资金 15.69 亿元，较 2019 年底下降 12.36%，主要系在建项目持续投入；存货 190.16 亿元，较上年底增长 2.76%。2020 年 3 月底，公司非流动资产 576.98 亿元，较 2019 年底增长 5.97%，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。

3. 所有者权益及负债

**所有者权益**

**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。**

2019 年底，公司所有者权益 469.60 亿元，较 2018 年底增长 10.22%，主要是政府对公司市政基础设施建设的财政拨款推动资本公积增长。2019 年底，公司资本公积 425.98 亿元（2019 年拨入 68.53 亿元，冲销 32.34 亿元），在所有者权益中占 90.71%，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。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 498.09 亿元，较 2019 年底增长 6.07%，主要是市财政局持续划拨的市政项目建设资金所致。

**负债**

**跟踪期内，公司有息债务规模有所上升，整体债务负担较轻。**

2019 年底，公司负债总额 341.77 亿元，较 2018 年底增长 32.81%；流动负债和非流动负债分别占 55.15%和 44.85%，非流动负债比重有所下降。

2019 年底，公司流动负债 188.48 亿元，较 2018 年底增长 42.35%，流动负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2019 年底，短期借款 7.20 亿元，较 2018 年底增长 46.65%，全部为保证借款。

2019 年底，公司应付账款 18.33 亿元，较 2018 年底增长 25.93%，主要系未结算工程款。

2019 年底，公司预收款项 18.18 亿元，较 2018 年底增长 20.12%，主要预收购房款增加所致。

2019 年底，公司其他应付款 115.15 亿元，较 2018 年底增长 130.78%，主要为应付关联企业的往来款。其中，应付福州城投借款 97.67 亿元，已调整至有息债务核算。

2019 年底，公司一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款合计 19.66 亿元，计入一年内到期的非流动负债核算。

2019 年底，公司非流动负债 153.29 亿元，较 2018 年底增长 22.69%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2019 年底，公司长期借款 81.52 亿元，较 2018 年底下降 22.11%，主要是重新分类到长期应付款或一年内到期的非流动负债所致。

2019 年底，公司长期应付款 54.27 亿元，较 2018 年增加 50.88 亿元，主要系应付福州市国有资产营运公司的借款由长期借款调整至长期应付款核算。长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。

2019 年底，公司全部债务为 273.80 亿元，较 2018 年底增长 29.91%，其中长期债务占 81.61%。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有所上升，2019 年底上述指标分别为 42.12%、36.83%和 32.24%，较 2018 年底分别增加了 4.47 个、3.73 个和 6.13 个百分点。

表 10　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 短期债务 | 60.21 | 50.36 | 61.92 |
| 长期债务 | 150.54 | 223.44 | 223.05 |
| 全部债务 | 210.76 | 273.80 | 284.98 |
| 长期债务资本化比率 | 26.11 | 32.24 | 30.93 |
| 全部债务资本化比率 | 33.10 | 36.83 | 36.39 |
| 资产负债率 | 37.66 | 42.12 | 41.17 |

资料来源：根据公司财务报表整理

2020 年 3 月底，公司负债总额 348.61 亿元，较 2019 年底增长 2.00%，主要系预收款项增长。2020 年 3 月底，公司全部债务 284.98 亿元，较 2019 年底增长 4.08%，其中短期债务占 21.73%；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 41.17%、36.39%和 30.93%。

4. 盈利能力

**跟踪期内，公司收入及利润规模保持增长态势，主营业务盈利能力有所提高。**

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，2019年实现营业收入65.32亿元，较2018年增长29.67%。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，2019年为54.29亿元，同比增长16.41%，主要为工程施工成本（占38.87%）和

房地产销售成本（占56.38%）。跟踪期内，公司营业利润率上升至16.04%。

2019年，公司期间费用为3.53亿元，同比增长60.83%，主要系管理费用和财务费用有所上升；期间费用占营业收入比重为5.41%，同比上升1.05个百分点。

2019年，公司利润总额为9.47亿元，同比增长19.90%；其中，其他收益为2.67亿元，主要为政府返还片区开发收益，占利润总额的28.03%。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率基本稳定，分别为1.50%和1.60%。

表 11　公司主要盈利指标（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 50.37 | 65.32 |
| 其他收益 | 7.08 | 2.67 |
| 利润总额 | 7.90 | 9.47 |
| 营业利润率 | 6.50 | 16.04 |
| 总资本收益率 | 1.37 | 1.50 |
| 净资产收益率 | 1.77 | 1.60 |

资料来源：根据公司财务报表整理

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.87 亿元，相当于 2019 年全年水平的 4.40%，营业利润率为 8.97%；其他收益 2.47 亿元；2020 年 1—3 月，公司实现利润总额 0.09 亿元，为 2019 年全年水平的 0.92%。

5. 现金流

**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。**

经营活动方面，2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 36.10 亿元，现金收入比为 55.26%，指标数据较低主要系安置房销售回款主要体现在收到其他与经营活动有关的现金所致；公司收到其他与经营活动有关现金为 37.55 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 73.66 亿元。2019 年，公司经营活动现金流出为 99.67 亿元，其中购买商品接受劳务支付的现金为 44.23 亿元，同比大幅下降 38.90%，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 50.21 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。2019 年经营活动产生的现金流量净额为-26.02 亿元。

从投资活动看，2019 年公司投资活动现金流入为 82.91 亿元；其中收到其他与投资活动有关的现金 82.83 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 110.21 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-27.30 亿元。

2019 年，公司筹资活动现金流入 118.26 亿元；其中取得借款收到的现金 43.29 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 74.97 亿元（主要系与福州城投的往来款）。同期，公司筹资活动现金流出 71.35 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。2019 年，筹资活动产生的现金净流量为 46.91 亿元。

表 12　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 86.99 | 73.66 |
| 经营活动现金流出量 | 106.30 | 99.67 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -19.31 | -26.02 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 35.10 | -27.30 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -13.09 | 46.91 |
| 现金收入比 | 68.82 | 55.26 |

资料来源：根据公司财务报表整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.30 亿元；投资活动产生的现金流净额为-3.94 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 34.05 亿元和 37.44 亿元；同期，筹资活动产生的现金流净额为 11.03 亿元。

6. 偿债能力

**跟踪期内，公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标尚可。考虑到公司的区域地位及福州市政府对公司的资金支持，公司整体偿债能力极强。**

从短期偿债能力看，2019 年公司流动比率和速动比率均大幅下降，分别为 141.61%和 43.43%，同比分别下降 56.56 个和 23.35 个百分点；2020 年 3 月底上述指标分别为 138.09%和 40.74%。由于公司与福州城投的往来借款（一年内的及一年以上的）均计入“其他应付款”，故上述指标计算结果较低。2019 年，经营现金流动负债比为负。2020 年 3 月，公司现金短期债务比为 0.25 倍，公司存在较大短期偿付压力。

从长期偿债能力看，2019 年公司 EBITDA 为 11.63 亿元，较上年有所升高；EBITDA 利息倍数为 1.24 倍，全部债务/EBITDA 指标为 23.54 倍，EBITDA 对全部债务保障能力尚可。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 24.57 亿元，担保比率 4.93%，担保比率低；被担保方为福州城投，福州城投为公司股东。总体看，公司或有负债风险不大。

截至2020年3月底，公司共获得授信额度373.14亿元，已使用208.47亿元，未使用额度为164.67亿元。公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

**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。**

2019年底，母公司资产总额756.81亿元，较上年底增长16.11%，占合并口径资产规模的93.28%。其中，流动资产占27.66%、非流动资产占72.34%；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。

2019年底，母公司所有者权益467.43亿元，较上年底增长10.11%，占合并口径所有者权益规模的99.54%，主要由资本公积构成。

2019年底，母公司负债规模289.39亿元，占合并口径负债规模的84.67%，较上年增长27.32%，主要系与福州城投的借款增加所致。2019年底，母公司资产负债率为38.24%。

2019 年，母公司营业收入 39.60 亿元，占合并口径营业收入的 60.62%；营业成本 31.31 亿元。2019 年，母公司净利润为 6.94 亿元，占合并口径净利润的 92.24%。

## 十、存续债券偿还能力分析

**跟踪期内，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。**

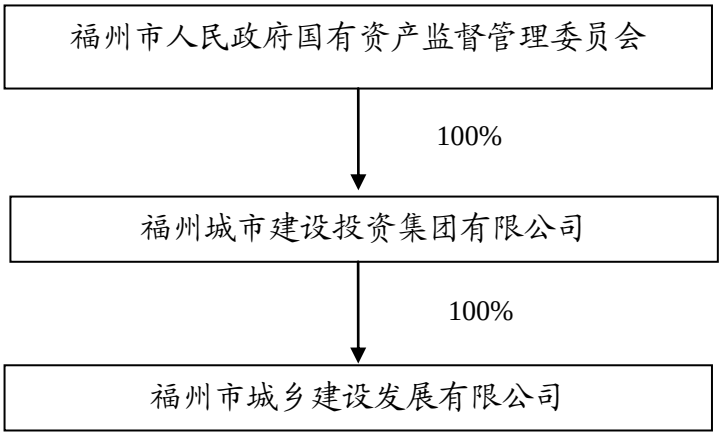
截至2020年3月底，联合资信所评的公司存续期债券余额合计9.00亿元。2019年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为73.66亿元和11.63亿元，分别为联合资信所评的存续期债券尚需偿还债券余额的8.18倍和1.29倍。联合资信所评的存续期债券于2021年达到单年最大偿付金额5.40亿元， 2019年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为单年最大偿付金额的13.64倍和2.15倍。

“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。“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。

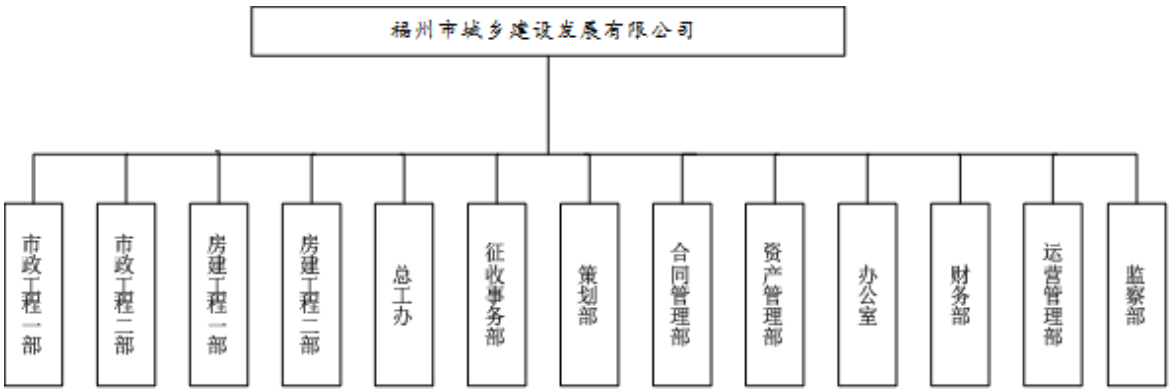
## 十一、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为AAA，将“15榕城乡债01/PR榕城01”“15榕城乡债02/PR榕城02”和“16福州城建MTN001”的信用等级上调为AAA，评级展望为稳定。

## 附件1-1　截至2020年3月底公司股权结构图




## 附件1-2　截至2020年3月底公司组织结构图



# 附 1-3 截至 2020 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 | 福建省永泰樟溪山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（合并口径）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 20.60 | 23.03 | 17.90 | 15.73 |
| 资产总额(亿元) | 619.64 | 683.39 | 811.38 | 846.71 |
| 所有者权益(亿元) | 364.12 | 426.05 | 469.60 | 498.09 |
| 短期债务(亿元) | 17.19 | 60.21 | 50.36 | 61.92 |
| 长期债务(亿元) | 200.18 | 150.54 | 223.44 | 223.05 |
| 全部债务(亿元) | 217.36 | 210.76 | 273.80 | 284.98 |
| 营业收入(亿元) | 40.95 | 50.37 | 65.32 | 2.87 |
| 利润总额(亿元) | 6.45 | 7.90 | 9.47 | 0.09 |
| EBITDA(亿元) | 7.28 | 9.14 | 11.63 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -18.98 | -19.31 | -26.02 | -9.30 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 15.65 | 18.73 | 15.28 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.24 | 0.28 | 0.30 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.07 | 0.08 | 0.09 | -- |
| 现金收入比(%) | 55.34 | 68.82 | 55.26 | 521.37 |
| 营业利润率(%) | 10.79 | 6.50 | 16.04 | 8.97 |
| 总资本收益率(%) | 1.29 | 1.37 | 1.50 | -- |
| 净资产收益率(%) | 1.74 | 1.77 | 1.60 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 35.47 | 26.11 | 32.24 | 30.93 |
| 全部债务资本化比率(%) | 37.38 | 33.10 | 36.83 | 36.39 |
| 资产负债率(%) | 41.24 | 37.66 | 42.12 | 41.17 |
| 流动比率(%) | 445.08 | 198.17 | 141.61 | 138.09 |
| 速动比率(%) | 239.32 | 66.78 | 43.43 | 40.74 |
| 经营现金流动负债比(%) | -24.81 | -14.58 | -13.80 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 1.20 | 0.38 | 0.36 | 0.25 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.56 | 1.12 | 1.24 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 29.86 | 23.07 | 23.54 | -- |

注：1、报告将其他应付款中的一年内的有息部分和其他流动负债中的有息部分调整至短期债务核算，将其他应付款中的一年以上的有息部分和长期应付款的有息部分调整至长期债务；　2、2020 年一季度财务数据未经审计

# 附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 13.33 | 11.70 | 5.12 | 6.50 |
| 资产总额(亿元) | 608.80 | 651.80 | 756.81 | 812.10 |
| 所有者权益(亿元) | 363.33 | 424.52 | 467.43 | 514.02 |
| 短期债务(亿元) | 11.30 | 55.30 | 38.12 | 37.75 |
| 长期债务(亿元) | 199.83 | 138.04 | 206.40 | 218.17 |
| 全部债务(亿元) | 211.13 | 193.34 | 244.52 | 255.92 |
| 营业收入(亿元) | 15.82 | 26.46 | 39.60 | 0.10 |
| 利润总额(亿元) | 6.18 | 7.26 | 8.68 | -0.04 |
| EBITDA(亿元) | 6.21 | 8.29 | 10.36 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -24.77 | -8.26 | -13.24 | -3.69 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 19.12 | 32.35 | 28.64 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.09 | 0.17 | 0.21 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.03 | 0.04 | 0.06 | -- |
| 现金收入比(%) | 36.85 | 20.05 | 23.32 | 11064.68 |
| 营业利润率(%) | 18.76 | 5.16 | 19.86 | -123.15 |
| 总资本收益率(%) | 1.07 | 1.21 | 1.12 | -- |
| 净资产收益率(%) | 1.69 | 1.66 | 1.48 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 35.48 | 24.54 | 30.63 | 29.80 |
| 全部债务资本化比率(%) | 36.75 | 31.29 | 34.34 | 33.24 |
| 资产负债率(%) | 40.32 | 34.87 | 38.24 | 36.71 |
| 流动比率(%) | 490.62 | 193.12 | 136.72 | 155.52 |
| 速动比率(%) | 261.63 | 65.40 | 41.67 | 56.14 |
| 经营现金流动负债比(%) | -37.10 | -7.19 | -8.64 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 1.18 | 0.21 | 0.13 | 0.17 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.49 | 1.04 | 1.27 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 34.03 | 23.32 | 23.60 | -- |

注：1、报告将其他应付款中的一年内的有息部分和其他流动负债中的有息部分调整至短期债务核算，将其他应付款中的一年以上的有息部分和长期应付款的有息部分调整至长期债务；2、2020 年一季度财务数据未经审计；3、计算 EBITDA 利息倍数时，用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替利息支出计算

# 附件 4　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%<br>（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% |
| 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/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 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 |