

# 跟踪评级公告

联合[2017] 925 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持漳州市经济发展有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15漳经发/15漳经发债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年六月十九日



---

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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 漳州市经济发展有限公司公司债券跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定  
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

### 债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15漳经发/15漳经发债	6亿元	2015/04/27	7年	AA	AA

跟踪评级时间：2017年6月19日

### 财务数据

项目	2014年	2015年	2016年
现金类资产(亿元)	13.84	18.01	20.12
资产总额(亿元)	101.60	101.58	109.57
所有者权益(亿元)	64.96	65.87	67.33
短期债务(亿元)	2.50	--	--
长期债务(亿元)	24.00	29.08	28.29
全部债务(亿元)	26.50	29.08	28.29
营业收入(亿元)	3.51	4.12	3.77
利润总额(亿元)	1.90	0.98	1.19
EBITDA(亿元)	2.13	1.59	1.79
经营性净现金流(亿元)	-2.70	2.36	-2.14
营业利润率(%)	18.92	23.55	23.80
净资产收益率(%)	2.69	1.39	1.12
资产负债率(%)	36.07	35.16	38.55
全部债务资本化比率(%)	28.98	30.63	29.59
流动比率(%)	744.43	1580.48	1493.03
全部债务/EBITDA(倍)	12.43	18.33	15.82

### 分析师

霍正泽 翟歆娇

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

跟踪期内，漳州市经济发展有限公司（以下简称“公司”）作为漳州台商投资区重要的基础设施及国有资产建设运营主体，在市、区两级政府支持和区域经营等方面保持优势地位。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利能力弱化、资产流动性弱、政府项目回款周期长等因素对公司信用水平的不利影响。

跟踪期内，公司有息债务全部为长期债务，债务结构进一步优化。随着漳州市经济持续发展及财政实力不断增强，政府支持有望持续；随着公司承担的基础设施建设竣工及土地出让增加，预计可产生较大规模的代建收入和土地出让收入，将有助于支撑公司信用基本面。

“15漳经发/15漳经发债”配套土地出让净收入将对其形成较强的保障。此外公司为“15漳经发/15漳经发债”设置了本金提前偿付条款，有效降低了本金集中偿付风险。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15漳经发/15漳经发债”的信用等级为AA。

### 优势

- 跟踪期内，漳州市和漳州市台商投资区经济持续发展、财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部发展环境。
- 公司为“15漳经发/15漳经发债”设置了本金提前偿付条款，降低了本金偿付风险。
- 2016年，公司经营活动现金流入量对“15漳经发/15漳经发债”待偿还本金的保障程度较好，对分期偿付金额的保障程度好。

### 关注

- 公司盈利能力弱，利润总额对补贴收入依赖度高。

2. 公司流动资产中存货占比大，变现能力弱，资产流动性弱。
3. 公司代建业务模式更改后，政府项目回款周期长。
4. 公司偿债资金主要来源于土地出让收入，截至 2016 年底，已有 1 宗土地出让，但相关土地出让金返还尚不明确，未来土地出让收入存在波动性及债务偿还时点存在不匹配性风险。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由漳州市经济发展有限公司（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应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。

## 漳州市经济发展有限公司公司债券跟踪评级报告

### 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关于漳州市经济发展有限公司主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、主体概况

跟踪期内，漳州市经济发展有限公司（以下简称“公司”）股东和实际控制人发生变化，公司的股东为漳州台商投资区财政局和福建漳龙实业有限公司，分别占公司注册资本的60%和40%，漳州市台商投资区财政局为公司实际控制人。截至2016年底，公司的注册资本和实收资本均为5.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至2016年底，公司合并口径子公

司18家。公司下设办公室、财务部、人力资源部、计划发展部、国有资产一部、国有资产二部、工程一部、工程二部、总工办共9个职能部门。截至2017年4月底，公司在职工118人。

截至2016年底，公司资产总额109.57亿元，所有者权益67.33亿元；2016年度公司实现营业收入3.77亿元，利润总额1.19亿元。

公司注册地址：漳州台商投资区角美镇金山村龙池商业街15号龙池广场；法定代表人：郑水明。

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至2016年底，公司存续期债券，未偿本金余额6.00亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，相关募投项目均已完工，募集资金均已使用完毕。

表1 截至2016年底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
15漳经发/15漳经发债	6.00	2015/04/27	7年	6.00	按年付息，于存续期第三年开始每年按照发行总额20%的比例偿还本金
合计	6.00	--	--	6.00	--

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造

业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模

合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，

较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

## 五、行业及区域经济环境

### 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政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环

境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

### 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2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，

联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

### 4. 漳州市区域经济环境

目前公司经营与投资的项目主要集中在漳州台商投资区。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受漳州市及漳州台商投资区经济发展的影响，并与该地区规划密切相关。

#### (1) 漳州市经济概况

漳州地处闽南金三角，是福建省最南端的地级市，介于厦门、汕头两个经济特区之间，面对台湾，共拥有7个港区，是一座现代生态工贸港口城市。漳州市是中国大陆投资软环境较好的城市之一。

根据《漳州市2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年漳州市实现地区生产总值3125.34亿元，比上年增长9.3%。其中，第一产业增加值415.59亿元，增长4.2%；第二产业增加值1461.17亿元，增长7.8%；第三产业增加值1248.58亿元，增长13.1%。人均地区生产总值62196元，比上年增长8.4%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为13.3%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为39.9%。

2016年，漳州市固定资产投资2827.93亿元，比上年增长12.4%。其中，项目投资2365.08亿元，增长17.5%；房地产开发投资462.85亿元，下降7.9%。分产业看，第一产业投资比上年增长58.4%；第二产业投资增长7.0%，其中，工业投资增长8.5%；第三产业投资增长13.0%。

2016年，漳州市一般公共预算总收入287.68亿元，比上年增长4.7%。其中：地方一般公共预算收入187.64亿元，增长4.8%；上划中央收入100.04亿元，增长4.6%。一般公共预算支出369.40亿元，增长3.9%。对教育、科技、医疗、农林水、节能环保等12类民生领域的财政支出力度进一步加大，全年财政用

于民生支出 291.68 亿元，比上年增支 7.66 亿元，增长 2.7%，占一般公共预算支出比重为 78.96%。其中，城乡社区支出 47.57 亿元，增长 24.8%；医疗卫生和计划生育支出 43.85 亿元，增长 9.0%；教育支出 66.58 亿元，增长 7.3%；社会保障和就业支出 40.17 亿元，增长 4.6%。

跟踪期内，漳州市经济平稳发展，财政实力较强。

#### 5. 漳州台商投资区经济环境与财政实力

漳州台商投资区位于漳州市，地处九龙江出海口，与厦门市接壤，位于漳州、厦门城市联盟的连接点，距厦门岛 15 公里，是厦门市环岛“半小时经济圈”和海湾型城市建设的重要组成部分，也是规划中的漳州次中心城区；漳州台商投资区距厦门高崎国际机场 26 公里，分别距厦门东渡和海沧国际货柜码头 19 公里和 13 公里，国道 324、319 线，沈海、厦成高

速公路，鹰厦铁路、厦深高铁横贯区内，区位优势明显。

2016 年，漳州台商投资区完成地区生产总值 234.13 亿元，同比增长 10.30%；第一产业实现 8.19 亿元，同比增长 2.40%，第二产业实现 158.17 亿元，同比增长 7.20%，第三产业实现 67.77 亿元，同比增长 19.50%；规模以上工业总产值 602.53 亿元，同比增长 9.80%；固定资产投资额 270.02 亿元，同比增长 10.20%。

2016 年，漳州台商投资区实现一般公共预算收入 18.22 亿元，同比增长 13.47%，其中税收收入 16.60 亿元，同比增长 22.46%，非税收入 1.62 亿元，同比下降 35.21%；受宏观经济等因素影响，国有土地使用权出让收入 27.25 亿元，同比下降 41.24%；地方综合财力 49.77 亿元，同比下降 20.69%。

总体看，跟踪期内，漳州市经济稳定，漳州台商投资区国有土地出让收入有所下降，地方综合财力有所下降。

表 2 2014~2016 年漳州台商投资区地方政府财力情况（单位：万元、%）

地方财力	2014 年	2015 年	2016 年	2016 年同比变动
(一) 一般公共预算收入	1689911	160563	182197	13.47
1、税收收入	1368786	135554	165994	22.46
2、非税收入	321125	25009	16203	-35.21
(二) 转移支付和税收返还收入	1081177	17042	42833	151.34
(三) 国有土地使用权出让收入	1668927	448870	272529	-39.29
国有土地使用权出让金	1610223	442638	260102	-41.24
(四) 财政专户资金收入	70977	1083	136	-87.44
<b>地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)</b>	<b>4510992</b>	<b>627558</b>	<b>497695</b>	<b>-20.69</b>

资料来源：漳州台商投资区财政局

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2016 年底，公司注册资本 5.00 亿元。漳州台商投资区财政局持有公司 60% 的股权，福建漳龙实业有限公司持有公司 40% 的股权，公司实际控制人为漳州台商投资区财政局。

### 2. 人员素质

跟踪期内，公司高级管理人员发生变更，原副总经理黄辉星、原总工程师罗福坚调离岗位，由苏毅宗任公司副总经理，王国辉任公司总工程师。此次职位变更属正常职位调动，未对公司经营造成影响。

苏毅宗，男，汉族，1981 年 4 月出生，福建龙海人，本科学历。曾就职于公司工程部，曾任工程部副经理，工程建设一部经理。目前

任公司副总经理。

王国辉，男，汉族，1973年2月出生，福建漳州人，本科学历。曾就职于福建省第七建筑工程公司水电分公司施工员，公司建设科，漳州市龙池水务有限公司经理，公司工程建设二部副经理、经理。目前任公司总工程师。

跟踪期内，员工人数及素质等方面未发生重大变化。

### 3. 政府支持

2016年，公司收到政府补助0.03亿元，计入营业外收入。

### 4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1035060200001690U），截至2017年4月28日，公司无未结清和已结

清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司作为漳州台商投资区主要建设主体，营业收入构成为租金及物业管理收入、自来水销售收入、贸易业务收入、政府回购收入和其他，其中政府回购收入占比大，受其影响，2016年公司营业收入3.77亿元，同比下降8.60%；毛利率为27.44%，同比略有下降。

表3 2014~2016年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务收入类别	营业收入			毛利率		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
委托服务收入	111.31	--	--	7.28	--	--
租金及物业管理收入	4118.91	4112.59	4084.94	67.16	67.25	67.80
自来水销售收入	1970.85	1802.01	1737.21	32.67	22.01	16.37
代建回购收入	25930.58	--	--	16.67	--	--
贸易业务收入	2957.63	2734.79	2430.96	2.07	2.42	5.15
政府回购项目	--	32556.20	29044.49	--	25.25	24.32
其他	7.52	20.94	381.82	3.46	47.53	26.10
<b>合计</b>	<b>35096.80</b>	<b>41226.53</b>	<b>37679.41</b>	<b>22.23</b>	<b>27.79</b>	<b>27.44</b>

资料来源：公司审计报告；

注：公司其他类业务主要为水表安装费和资金占用费等；

### 2. 经营分析

#### 政府回购业务

根据2015年6月17日漳州台商投资区管委会主任办公会议纪要，漳州台商投资区属企业承揽的政府基础设施建设项目，自动修改成政府购买服务，公司的代建回购业务更改为政府购买服务模式。政府购买服务的购买价款包括购买基价和购买期投资回报，其中购买基价包括经财政审核的建安预算价、工程建设其他费用、土地征用及拆迁补偿费和建设期资金成

本。购买期投资回报在项目竣工验收合格之日计算投资回报，计算基数为政府未支付的购买基价，按年计算，不足一年的按日结算，至政府约定购买期全额支付完毕购买价款日为止。购买期的投资回报率按12%计算。投资回报的公式为：购买期限根据项目合同金额大小分别确定：合同金额10亿元以上（含）的，自竣工决算之日起7年平均支付；合同金额5（含）~10亿元的，自竣工决算之日起5年平均支付；合同金额5000万（含）~5亿元的，自项目竣

工决算之日起 3 年平均支付；合同金额小于 5000 万元的，自竣工决算之日起 1 年内支付完成。首次支付时间为项目竣工验收后一个月。公司代建业务模式更改后，政府项目回款周期长

2016 年公司政府回购业务收入 2.90 亿元，

同比下降 10.79%；毛利率为 24.32%，同比略有下降。

截至 2016 年底，公司主要的在建项目为中心城区一期改造项目、324 角美段改造、翁角路二期等，总投资 94.90 亿元，已投资 37.48 亿元，尚需投资 57.42 亿元。

表 4 截至 2016 年底公司主要在建项目情况（单位：月、亿元）

项目名称	项目类型	建设期限	总投资额	已投资额
中心城区改造	基础设施建设	34	16.80	7.85
滨江快速公路二期（国道 319 线角美段改造）（同城大道二期）	道路建设	36	11.20	9.43
翁角路二期（洪岱路至海沧界）	道路建设	18	5.28	1.51
翁角路	道路建设	18		0.71
疏港大道二期	道路建设	24	0.91	0.42
出入境检验检疫局实验楼	基础设施建设	12	0.05	0.04
324 角美段改造	道路建设	15	12.82	5.36
中心城区水系构建工程	基础设施建设	12	3.52	0.78
中心城区水系构建二期工程	基础设施建设	12		0.57
同城大道角美段三期（K0+000-K3+454、K12+242-K15+980）	道路建设	30	12.15	3.76
疏港大道三期工程	道路建设	24	7.95	0.81
国省干线纵二线漳州台商投资区过境段公路（西山段经二路）道路工程	道路建设	12	6.72	0.93
中心城区一期改造工程（同城大道安置房 A 区工程）	基础设施建设	22	9.49	4.1
中心城区安置房 A 区工程	基础设施建设	24	3.30	0.96
漳州台商投资区吴宅片区棚户区改造工程	基础设施建设	24	3.78	0.14
漳州台商投资区保生路延伸段及北一路第一段（BY0+000~BY0+160）工程	道路建设	8	0.93	0.11
合计	-	-	94.90	37.48

资料来源：公司提供

### 出租和物业管理业务

公司出租及物业管理收入主要来自其自持经营性资产。该部分资产包括工业厂房及商铺、公寓等物业，主要是灿坤工业园 714100.57 平方米的厂房，目前已出租给漳州灿坤实业有限公司，其余为少量商铺等，近三年公司用于出租和收取物业管理费的物业面积均为 736272.11 平方米，租金收入较为稳定，2016 年公司实现租金收入 0.41 亿元，较 2015 年略有下降；毛利率 67.80%，同比变化不大。

### 自来水销售业务

公司自来水销售业务由子公司漳州市龙池水务有限公司（以下简称“水务公司”）负责。公司自来水销售业务模式为转供水，具体为水务公司向角美自来水厂采购自来水，销售给龙池片区的居民和企业，赚取差价。此外，水务公司还有部分原水销售业务，主要为台商投资区内的台资企业供应原水，该部分业务享受相关政策优惠，原水收入以政府补贴的形式返还

给公司，在营业外收入中体现。

水价方面，公司自来水采购价格为 1.20 元/吨。销售价格方面，目前水务公司执行的自来水销售价格如下表所示。

表 5 公司执行的自来水价格情况

类别	价格（元/吨）
居民用水	1.6
非居民用水	2.2
特种用水（工业用水）	1.7

资料来源：公司提供

自来水销量方面，近年来随着水务公司供水区域逐步扩大，及非居民和特殊（工业）用水规模扩大，该部分业务收入规模有所提升，2014~2016 年，水务公司购水和售水情况如下表所示。

表 6 公司自来水购水和售水情况（单位：吨）

年度	自来水购水量	自来水销售量
2014 年	8933174	7092624

2015年	9288704	7462346
2016年	9555763	8028719

资料来源：公司提供

2016年水务公司实现自来水销售收入0.17亿元，较2015年略有下降，系公司原水销售收入未计入营业收入所致；毛利率16.37%，同比有所下降。未来随漳州台商投资区入驻企业增加、居民区入住率不断提升，水务公司供水能力将提升，该部分业务收入有望增长。

### 贸易业务

公司的贸易业务由下属子公司漳州新业贸易有限公司运营，主要为水泥、钢材等建材贸

易。2016年相关收入0.24亿元，同比略有下降；毛利率5.15%，同比略有增长。

### 3. 未来投资计划

公司拟建项目主要为国道319线漳州段改线一期工程（厦漳同城大道中闽互通）及龙海市龙江大道北港特大桥工程、国省干线纵二线漳州台商投资区过境段公路工程（奥特莱斯大道至经二路），项目总投资合计11.90亿元。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来将面临一定资金筹措压力。

表7 公司拟建项目情况（单位：亿元、月）

项目名称	总投资额	项目建设期
国道319线漳州段改线一期工程（厦漳同城大道中闽互通）及龙海市龙江大道北港特大桥工程	4.11	24
国省干线纵二线漳州台商投资区过境段公路工程（奥特莱斯大道至经二路）	7.79	36
合计	11.90	

资料来源：公司提供。

## 九、财务分析

公司提供了2016年财务报告，福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见。

截至2016年底，公司合并口径子公司18家。2016年公司合并范围新增子公司2家，新增子公司规模较小，对财务数据的可比性影响较小。

截至2016年底，公司资产总额109.57亿元，所有者权益67.33亿元（含少数股东权益0.71亿元）；2016年公司实现营业收入3.77亿元，利润总额1.19亿元。

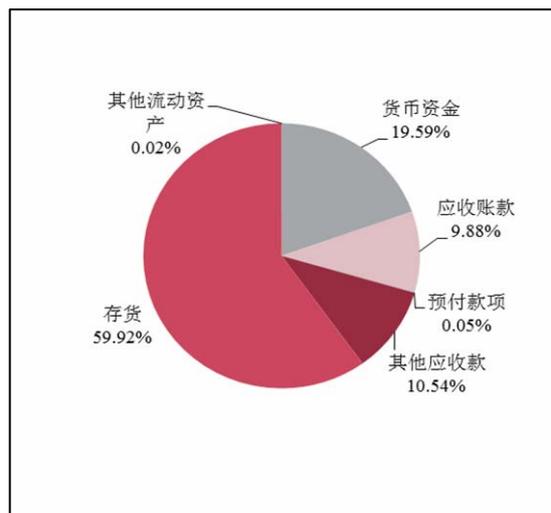
### 1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额109.57亿元，同比增长7.86%；其中流动资产占比93.73%，非流动资产占6.27%，公司资产以流动资产为主。

### 流动资产

截至2016年底，公司流动资产102.70亿元，同比增长8.62%。公司流动资产中货币资金、应收类款项和存货占比大。

图1 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金20.12元，同比增长11.76%，系银行存款增长所致，公司

货币资金主要由银行存款构成。

截至 2016 年底，公司应收账款为 10.14 亿元，同比增长 41.97%。公司的应收账款主要为应收漳州台商投资区财政局委托代建项目工程款 10.14 亿元，占期末应收账款余额的 99.92%，集中度高，公司计提坏账准备 143.70 万元，计提比例低。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 10.82 亿元，同比下降 21.76%，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 2.48 亿元，账龄主要集中在 1 年以内，账龄较低，计提坏账 0.18 亿元，计提坏账较低；关联方款项组合 8.52 亿元。其他应收款前五名合计 9.40 亿元，主要为应收漳州台商投资区财政局的往来款 8.52 亿元。

截至 2016 年底，公司存货为 61.54 亿元，同比增长 16.98%，系工程成本增长所致。公司存货构成主要为开发成本 25.75 亿元和开发产品 35.73 亿元。公司的开发产品为完工待回购项目，主要为灿坤 B、C 地块、灿坤商住片区、中心城区南区一期道路等。公司的开发成本为公司在建项目的工程成本，主要为中心城区一期改造项目、324 角美段改造、翁角路二期、疏港大道二期等。

#### 非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 6.87 亿元，同比略有下降。其中，长期股权投资 1.31 亿元，同比增长 14.94%，主要为公司对联营企业的股权投资。投资性房地产 4.44 亿元，同比下降 10.07%，系台商投资区管委会收回灿坤 E 地块所致。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 32.22 亿元，全部为用于抵押贷款的资产，其中应收账款 8.50 亿元；存货 21.81 亿元，主要为土地资产；投资性房地产 1.91 亿元。受限资产规模较大。

跟踪期内，公司资产以流动资产为主，其中存货占比大，其变现依赖于代建工程回款进度及政府土地出让计划，变现能力较弱，对资

产流动性有一定不利影响。总体看，公司资产质量一般。

## 2. 所有者权益及负债

### 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 67.33 亿元，同比增长 2.22%，主要为未分配利润的增长所致。公司的所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 7.43%、76.98%、1.36% 和 13.17%。公司的所有者权益以资本公积为主，公司所有者权益稳定性较好。

### 负债

截至 2016 年底，公司负债合计为 42.24 亿元，同比增长 18.27%，公司的负债合计中流动负债占 16.29%，非流动负债占 83.71%，以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 6.88 亿元，同比增长 14.99%，系应付账款增长所致。

截至 2016 年底，公司的应付账款 1.88 亿元，同比大幅增长，为公司应付的工程款的增加，其中账龄在 1 年以内占 94.76%。

截至 2016 年底，公司其他应付款 3.84 亿元，同比下降 22.67%，其构成主要为应付漳州台商投资区财政局的经发置业启动资金 2.50 亿元和履约保证金 0.49 亿元等。其中应付经发置业的启动资金账龄为 2~3 年，账龄较长。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 35.36 亿元，同比增长 18.93%，系递延收益的增长所致。公司的非流动负债主要为长期借款为 22.35 亿元，其中抵押借款 21.35 亿元；应付债券 5.94 亿元（“15漳经发/15漳经发债”）和递延收益 6.56 亿元。其中递延收益同比大幅增长，主要为中心城区一期改造项目资金 3.08 亿元、中心城区 A 区改造项目 1.00 亿元，吴宅片区棚户区改造工程 1.29 亿元等相关的项目补贴收入。

截至 2016 年底，公司有息债务 28.29 亿元，同比略有下降，全部为长期债务。从债务指标看，2016 年底公司资产负债率较 2015 年底略有

增长，为38.55%，2016年由于公司有息债务全部为长期债务，故全部债务资本化比率和长期债务资本化比率一致，均为29.59%，同比均略有下降。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所增长，有息债务全部为长期债务。

### 3. 盈利能力

2016年公司实现营业收入3.77亿元，同比下降8.60%，系政府回购业务收入下降所致。同期，公司的营业成本为2.73亿元，同比下降8.16%。

2016年，公司期间费用为0.58亿元，同比下降12.08%，为管理费用下降所致。2016年，公司期间费用占营业收入的15.35%，同比变化不大，公司对期间费用控制能力一般。

2016年公司营业外收入为0.91亿元，同比增长50.21%，其中政府补助0.03亿元，无形资产处置利得0.50亿元。

2016年公司实现利润总额1.19亿元，同比增长21.90%。2016年，公司营业利润率为23.80%，同比略有增长；总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，分别为1.23%和1.12%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入略有下降，盈利能力依然偏弱。

### 4. 现金流分析

经营活动流入方面，2016年公司经营活动现金流入25.07亿元，同比下降29.40%，其中销售商品、提供劳务收到的现金0.96亿元，同比下降91.96%，其构成为政府回款等；公司收到其他与经营活动有关的现金为24.11亿元，同比略有增长，其构成为往来款等；经营活动流出方面，2016年公司经营活动现金流出27.21亿元，同比下降17.92%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为12.38亿元，同比下降61.47%，构成为支付的工程款及征地费等；支付其他与经营活动有关的现金13.63亿元，构

成为往来款等。2016年公司经营活动产生的现金流量净额-2.14亿元，较2015年由正转负。

2016年公司的现金收入比为25.50%，同比大幅下降，公司收入实现质量较差。

2016年公司投资活动规模较小，投资活动现金流入0.92亿元，投资活动现金流出0.36亿元，投资活动产生的现金流量净额0.56亿元。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动现金流入9.03亿元，同比下降13.99%，其中取得借款收到的现金2.30亿元；收到其他与筹资活动有关的现金6.02亿元，主要为收到的专项补贴资金等。公司筹资活动现金流出5.34亿元，同比下降43.58%，其中偿还债务支付的现金3.10亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金2.24亿元。2016年公司筹资活动现金流量净额为3.69亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金净流出，收入实现质量较差，投资活动现金净流入，筹资活动现金净流入。

### 5. 偿债能力

2016年底公司流动比率和速动比率分别为1493.03%和598.34%，均较2015年底略有下降。同期，公司经营活动流动负债比为-31.07%，较2015年大幅下降。考虑到公司无短期有息债务，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2016年公司EBITDA为1.79亿元，同比增长12.71%。同期公司债务规模有所下降，全部债务/EBITDA倍数有所下降，2016年为15.82倍。EBITDA对全部债务保障能力较弱。考虑到漳州市和漳州台商投资区管委会对公司的大力支持，公司的整体偿债能力一般。

截至2017年4月底，公司获得各家金融机构授信额度47.44亿元，已经受用35.54亿元，尚未使用11.90亿元，公司间接融资渠道畅通。

### 6. 对外担保

截至2016年底，公司无对外担保。

## 十、存续期内债券保障能力分析

“15 漳经发/15 漳经发债”待偿还债券余额 6.00 亿元。2016 年公司经营活动现金流入量为债券余额的 4.18 倍，经营活动现金净流量为债券余额的 -0.36 倍，EBITDA 为债券余额的 0.30 倍。

“15 漳经发/15 漳经发债”设分期偿付条款，存续期第 3~7 年等额偿还发行总额度的 20%，每年分期还本金额为 1.20 亿元。2016 年，公司经营活动现金流入量为分期偿还本金的 20.89 倍，经营活动现金净流量为分期偿还本金的 -1.78 倍，EBITDA 为分期偿还本金的 1.49 倍。

总体看，2016 年公司经营活动现金流入量对“15 漳经发/15 漳经发债”待偿还本金的保障程度较好，对分期偿付本金保障程度好。

“15 漳经发/15 漳经发债”主要偿债资金来源于来源于募投项目周边土地出让配套收入，根据《漳州台商投资区管理委员会关于安排中心城区市政配套工程、翁角路、角美大道等项目配套收入的通知》，漳州台商投资区管委会将位于漳州台商投资区中心城区的 9 宗土地的土地出让净收入全部作为公司承建角美大道（G324 国道至角江路）、翁角路（锦江大道至海沧界）和中心城区路网（锦江大道、滨湖路、湖中路、仁和北路、公园路、湖光北路、文苗路、规划七路、阳光西路）的配套收入，待上述土地实现出让后，漳州台商投资区财政将把收到的土地出让净收入款项全额返还公司。上述土地合计 600.2 亩，项目建成后，该土地的价值将大幅提升。截至 2016 年 6 月 20 日，上述 1 宗土地已出让。根据漳州市国土资源局台商投资区分局提供的《漳州市国土资源局台商投资区分局国有土地使用权招拍挂出让成交公示》漳台国土告【2016】17 号，漳州市国土资源局已于 2016 年 5 月 28 日至 2016 年 6 月 20 日拍卖出让 1 宗国有土地使用权，土地面积为 6.67 公顷，出让价格为 24.10 亿元。考虑到土地出让收入易受宏观经济政策影响，土地出让收益实现存

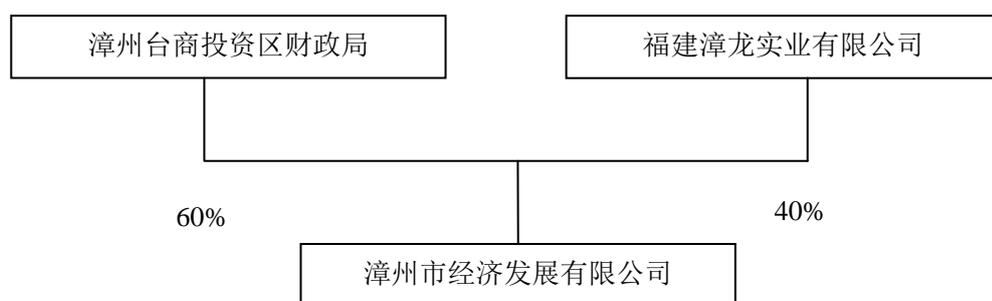
在一定的波动性，同时漳州台商投资区管理委员会未明确的土地出让安排，土地出让金的返还与“15 漳经发/15 漳经发债”本金及利息偿付时间存在一定的不匹配性。

同时考虑到漳州市政府对公司的各项支持，政府支持有助于支撑公司偿债能力，公司对存续期债券的实际偿付能力较强。

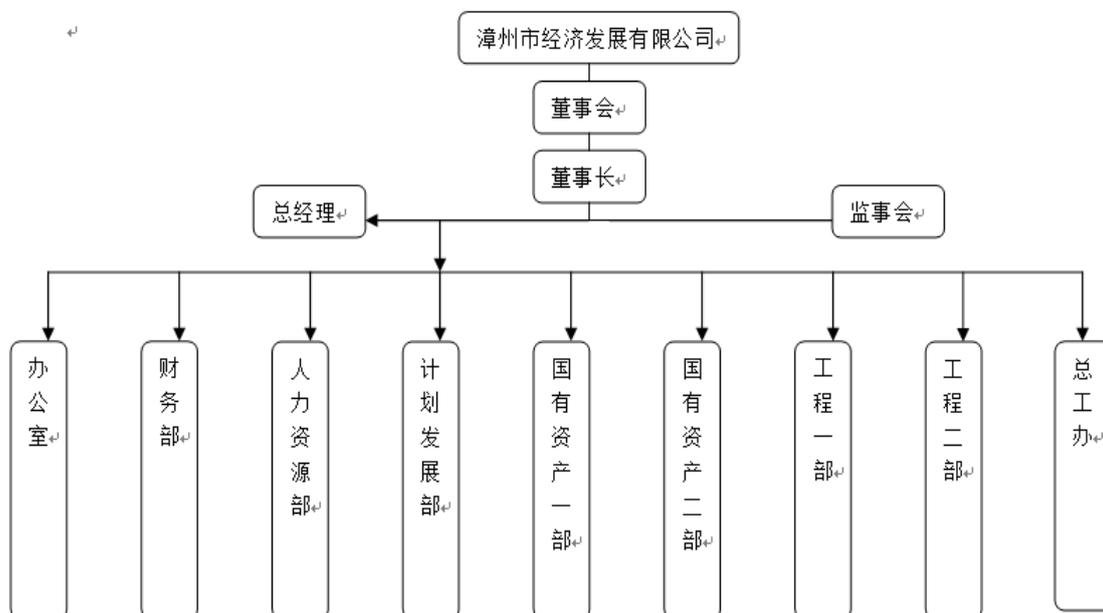
## 十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 漳经发/15 漳经发债”的信用等级为 AA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 截至 2016 年底子公司列表

序号	企业名称	级次	母公司持股比例
1	漳州市龙池物业管理有限公司	二级	100%
2	漳州市龙池水务有限公司	二级	100%
3	漳州市龙池码头有限公司	二级	100%
4	漳州龙腾电子科技有限公司	二级	100%
5	漳州龙顺汽车配件有限公司	二级	100%
6	漳州龙泰服装有限公司	二级	100%
7	漳州龙浩机械有限公司	二级	100%
8	漳州龙汇家具有限公司	二级	100%
9	漳州龙顺工艺品有限公司	二级	100%
10	漳州龙利达工艺品有限公司	二级	100%
11	漳州龙润达体育用品有限公司	二级	100%
12	漳州龙源家具有限公司	二级	100%
13	漳州龙仕达健身器材有限公司	二级	100%
14	漳州新业贸易有限公司	二级	100%
15	漳州市经发置业有限公司	二级	100%
16	漳州市经发园林工程有限公司	二级	100%
17	漳州市经发建设投资有限公司	二级	100%
18	漳州市经发旅游投资有限公司	二级	100%

### 附件 3 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	13.84	18.01	20.12
资产总额(亿元)	101.60	101.58	109.57
所有者权益(亿元)	64.96	65.87	67.33
短期债务(亿元)	2.50	--	--
长期债务(亿元)	24.00	29.08	28.29
全部债务(亿元)	26.50	29.08	28.29
营业收入(亿元)	3.51	4.12	3.77
利润总额(亿元)	1.90	0.98	1.19
EBITDA(亿元)	2.13	1.59	1.79
经营性净现金流(亿元)	-2.70	2.36	-2.14
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	0.25	0.37	0.44
存货周转次数(次)	0.05	0.06	0.05
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.04
现金收入比(%)	27.21	289.72	25.50
营业利润率(%)	18.92	23.55	23.80
总资本收益率(%)	1.97	1.42	1.23
净资产收益率(%)	2.69	1.39	1.12
长期债务资本化比率(%)	26.98	30.63	29.59
全部债务资本化比率(%)	28.98	30.63	29.59
资产负债率(%)	36.07	35.16	38.55
流动比率(%)	744.43	1580.48	1493.03
速动比率(%)	311.31	701.06	598.34
经营现金流动负债比(%)	-21.40	39.49	-31.07
全部债务/EBITDA(倍)	12.43	18.33	15.82

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> ]-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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+一年内到期的长期(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

注：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 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 5-3 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。