

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 932 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持泉州台商投资区开发建设有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；并维持“14泉州台商债/14泉台商”AA+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

泉州台商投资区开发建设有限责任公司

企业债跟踪评级报告

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 泉州台商债/ 14 泉台商	10 亿元	2014/2/25~ 2021/2/25	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 25 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	6.25	8.51	9.17
资产总额(亿元)	115.19	139.96	216.11
所有者权益合计(亿元)	77.06	86.37	151.47
短期债务(亿元)	2.60	5.52	3.85
全部债务(亿元)	19.37	31.00	43.28
营业收入(亿元)	15.92	14.05	10.79
利润总额(亿元)	3.50	2.60	2.26
EBITDA(亿元)	3.54	2.65	2.44
经营性净现金流(亿元)	-9.36	-5.78	-10.17
营业利润率(%)	10.55	11.08	11.14
净资产收益率(%)	4.07	2.61	1.38
资产负债率(%)	33.10	38.29	29.91
全部债务资本化比率(%)	20.08	26.41	22.22
流动比率(%)	508.87	474.42	870.79
全部债务/EBITDA(倍)	5.48	11.70	17.72
经营现金流/流动负债(%)	-44.21	-20.76	-41.36

注: 公司其他非流动负债已调入长期有息债务。

分析师

车 驰 李苏磊

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

泉州台商投资区开发建设有限责任公司(以下简称“公司”)是泉州市台商投资区唯一的基础设施及国有资产建设运营主体, 区域垄断经营优势显著。跟踪期内, 泉州市和泉州台商投资区地方经济稳步增长, 对公司予以继续支持, 且公司代建资金逐步回流。2014 年泉州台商投资区管委会注入土地资产使得公司资产规模进一步增长, 资本实力有所增强。同时, 联合资信也关注到代建项目回款滞后对公司资金形成占用、公司盈利能力和资产流动性弱, 以及未来支出规模较大等因素对公司信用水平的不利影响。

未来随着公司园区基建、土地整理和水务业务的展开, 公司收入和现金流情况有望提升, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司发行的“14 泉州台商债/14 泉台商”以土地使用权进行抵押担保, 跟踪期内, 抵押土地评估值为 22.87 亿元, 抵押比为 2.13 倍, 具有增信作用。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 泉州台商债/14 泉台商”AA⁺的信用等级。

优势

1. 泉州市和泉州台商投资区经济发展状况持续向好, 财政实力稳步增强, 公司发展面临良好的外部环境。
2. 跟踪期内, 公司持续获得政府补贴, 且代建项目回购资金逐步回流, 同时泉州台商投资区管委会注入土地资产使得公司资产规模进一步增长, 资本实力有所增强。

关注

1. 受公司业务特点影响, 公司盈利能力弱,

对财政补贴依赖较大。

2. 公司存货和应收款项占比较大，资产质量一般，流动性弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与泉州台商投资区开发建设有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与泉州台商投资区开发建设有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因泉州台商投资区开发建设有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由泉州台商投资区开发建设有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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泉州台商投资区开发建设有限责任公司主体长期信用及存续期内相关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

泉州台商投资区开发建设有限责任公司(以下简称“公司”)是经泉州市人民政府《泉州市人民政府关于成立泉州台商投资区开发建设有限责任公司的通知》(泉政函【2009】144号)批准,由泉州市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“泉州市国资委”)和惠安县国有资产投资经营有限公司(以下简称“惠安国投”)共同出资组建,于2009年9月23日注册登记成立的国有公司。截至2014年底,公司实收资本10亿元,其中泉州市国资委出资5亿元,占注册资本的50%;泉州台商投资区管理委员会财政局出资5亿元,占注册资本的50%。泉州市国资委为公司实际控制人。

公司主要经营范围:从事泉州台商投资区管委会国有资产管理部门授权委托经营的国有资产的资本权益管理和资产产权处置;从事泉州台商投资区的开发、建设、受托国有资产的投资等经营活动;代表管委会管理和行使受托经营的对外投资项目;土地综合开发;土地一级开发;房地产开发经营;销售建筑材料(不含危险化学品)。截至2014年底,公司下设规划发展部、房建部和经营部等8个职能部门,全资子公司8家。

截至2014年底,公司合并资产总额为216.11亿元,所有者权益合计为151.47亿元。2014年公司实现营业收入10.79亿元,利润总额2.26亿元。

公司住所:泉州市惠安县东园镇群青村惠南工业区服务大楼;公司法定代表人:李永远。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增加4292亿元,增长7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860亿元,比上年增加6849亿元,增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元,同比增长7.8%。全国一般公共

财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析及区域经济

1. 行业概况

城市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物质基础，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各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014 年全年，全国固定资产投资总额完成 512761 亿元，比上年名义增长 15.3%，扣除价格因素，实际增长 14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502005 亿元，增长 15.7%；农户投资 10756 亿元，增长 2.0%。东部地区投资 206454 亿元，比上年增长 15.4%；中部地区投资 124112 亿元，增长 17.6%；西部地区投资 129171 亿元，增长 17.2%；东北地区投资 46096 亿元，增长 2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 11983 亿元，比上年增长 33.9%；第二产业投资 208107 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 281915 亿元，增长 16.8%。

截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点，未来中国城镇化率

仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】

2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43号文》）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43

号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 区域经济

（1）泉州市经济概况

泉州是中国著名的侨乡和台胞祖籍地，地处福建东南部，北接福州，南毗厦门，与台湾隔海相望，是古代“海上丝绸之路”的起点，宋、元时期泉州港被誉为“东方第一大港”，与埃及的亚历山大港齐名。

2014年泉州市全年实现地区生产总值（GDP）5733.36亿元，按可比价格计算，比上年增长10.1%，经济总量连续16年保持全省

第一。其中，第一产业增加值172.35亿元，增长2.6%；第二产业增加值3554.58亿元，增长11.4%；第三产业增加值2006.43亿元，增长8.2%。第一、二、三产业对GDP增长的贡献率分别为0.7%、71.9%和27.4%，分别拉动GDP增长0.1、7.8和2.8个百分点。三次产业比例为3.0:62.0:35.0。按常住人口计算，人均地区生产总值68254元（按年平均汇率折合11111美元），比上年增长9.1%。

全年全部工业实现增加值3185.71亿元，比上年增长11.4%，工业对经济增长的贡献率达65.4%。全年完成规模以上工业总产值10632.77亿元，比上年增长12.2%。全年规模以上工业实现销售产值10269.18亿元，比上年现价增长12.6%，其中出口交货值1686.62亿元，现价增长8.3%。拥有超亿元企业2062家，比上年增加171家，其中超10亿元企业135家，比上年增加18家。

全年全社会固定资产投资2940.25亿元，比上年增长17.5%。其中，项目投资2098.37亿元，增长12.9%；房地产开发投资775.95亿元，增长32.5%；农户投资65.93亿元，增长11.9%。全年固定资产投资（不含农户）按三次产业分，第一产业投资19.74亿元，增长98.5%；第二产业投资1036.37亿元，增长1.5%，其中工业投资1001.76亿元，下降0.9%；第三产业投资1818.22亿元，增长28.8%。

整体看，泉州市良好的经济发展态势为台商投资区招商引资和产业布局奠定了良好的外部环境。

（2）泉州市财政实力

2014年，泉州市财政收入保持了较快增长，全市可控财力882.07亿元，同比增长15.07%。其中，全市一般公共预算收入380.11亿元，同比增长9.57%；基金收入370.56亿元，同比增长32.29%；上级补助收入113.15亿元，维持基本稳定。公共财政预算支出476.72亿元，比上年增长54.51亿元，增长12.91%。

表 1 泉州市全口径财力情况（单位：亿元）

编号	科目	2012 年	2013 年	2014 年
1	财政总收入	572.43	650.06	723.12
2=3+4	一般预算收入	293.46	346.91	380.11
3	税收收入	240.78	281.69	304.26
4	非税收入	52.67	65.22	75.85
5=6+7	基金收入	212.56	280.12	370.56
6	土地出让金	191.58	254.07	329.35
7	其他	20.97	26.04	41.21
8=9+10+11	上级补助收入	104.14	104.21	113.15
9	返还性收入	18.76	18.92	18.92
10	一般性转移支付	30.78	34.75	41.10
11	专项转移支付	54.59	50.54	53.12
12	预算外财政专户资金收入	17.73	17.88	18.26
13=2+5+8+12	地方可控财力	627.88	749.11	882.07

资料来源：泉州市财政局

（3）泉州市地方政府债务

截至 2013 年底，泉州市地方政府债务 635.52 亿元，其中 580.37 亿元为直接债务，主要体现为国内金融机构借款。根据上述数据及泉州市 2013 年地方综合财力口径计算，泉州市债务率为 86.86%，政府债务负担重。

（4）泉州台商投资区概况

依托省级惠南工业园区和泉州国家高新技术产业开发区主园区，泉州台商投资区经济

蓬勃发展。2014 年，全区实现生产总值 196.75 亿元，较上年增长 11%；规模以上工业产值实现 123.30 亿元，较上年增长 13.30%；财政总收入 12.57 亿元，增长 8.01%；一般预算收入 7.48 亿元，增长 13.17%。随着玖龙纸业、中国北车、华锐风电等行业巨头落户区内，泉州台商投资区的经济增长速度将进一步加快。泉州台商投资区财力情况如下表所示。

表 2 泉州台商投资区财力情况（单位：万元）

编号	科目	2012 年	2013 年	2014 年
1	财政总收入	100166	116331	125655
2=3+4	一般预算收入	53288	66085	74788
3	税收收入	42384	52679	58124
4	非税收入	10904	13406	16664
5=6+7	基金收入	51785	74993	148146
6	土地出让金	47240	67467	133816
7	其他	4545	7526	14330
8=9+10+11	上级补助收入	24842	27716	28752
9	返还性收入	17	684	248
10	一般性转移支付	11173	11067	12387
11	专项转移支付	13652	15965	16117
12	预算外财政专户资金收入	847	991	842
13=2+5+8+12	地方可控财力	130762	169785	252528

资料来源：泉州台商投资区财政局

地方政府债务方面，泉州台商投资区地方

政府债务由直接债务构成。截至 2013 年底，

泉州台商投资区地方政府债务 14.35 亿元，主要体现为债券融资和国内金融机构借款。根据上述数据及泉州市台商投资区 2013 年地方综合财力口径计算，泉州台商投资区地方政府债务（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 84.51%，总体来看，泉州台商投资区地方政府债务水平较高。

五、基础素质分析

1. 产权状况

泉州市国资委和泉州台商投资区管理委员会财政局为公司股东，分别持有公司 50% 的股份；泉州市国资委为公司实际控制人。

2. 外部支持

公司是泉州市政府重点构造市场化运营的城市基础设施投资、建设及运营主体，泉州市和泉州台商投资区管理委员会对公司支持主要体现在资产注入、建设资金划拨等方面。

跟踪期内，根据泉台管【2014】192 号文件，泉州台商投资区管委会将 10 宗土地转入公司，土地资产评估价值 63.64 亿元，土地性用途为商住用地，计入“资本公积”。此外，2014 年公司收到泉州台商投资区管委会运营

补贴等合计 1.60 亿元，计入“营业外收入”。

此外，根据泉财函【2012】68 号文，若泉州台商投资区财政局与公司签订的公益或准公益项目的委托代建回购资金不足时，差额部分由市财政局代为偿还。

总体看，跟踪期内泉州市政府和泉州台商投资区管委会在资产与财政补贴方面给予了公司较大支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、法人治理结构与管理制度的无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是泉州台商投资区市政基础设施的投资建设主体，受管委会委托从事园区内市政基础设施建设业务，项目回购收入为公司营业收入的主要来源。2014 年，公司全年实现营业收入 10.79 亿元，同比下降 23.20%。毛利率方面，跟踪期内公司毛利率上升至 14.43%，主要是公司新承接的代建项目与管委会约定的收益率有所上升。

表 3 近三年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务类别	营业收入			毛利率		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
BT 项目建设	159110.22	145844.27	107524.58	13.85	14.25	14.47
提供劳务	98.21	246.72	393.28	7.14	1.22	4.95
合计	159208.44	146090.98	107917.86	13.85	14.23	14.43

资料来源：公司提供

2. 基础设施建设

公司是园区内基建业务建设主体，具体建设业务由子公司泉州市洛秀开发建设有限公司和泉州台商投资区城市建设发展有限公司负责。根据政府安排进行基础设施建设。

公司基础设施建设项目主要为代建项目，

项目资金来源主要是政府建设资金拨款和银行贷款，未来通过政府回购资金进行平衡。业务模式方面，公司就承建的市政项目与管委会财政局签署了代建回购协议，公司作为项目投资主体对承建项目出资建设，投资支出计入在建工程科目，建成后由管委会财政局在 5 年内

支付全部项目回购款，回购款包括项目投资总额和投资收益，从近三年执行情况看公司代建项目毛利率不低于 12%。

跟踪期内，公司东西主干道拓改工程一期等基础设施代建业务稳步推进，2014 年公司实现 BT 项目建设收入 10.75 亿元。同时，公司部分代建项目进入回购期，2014 年收到 BT 项目回购款 5.68 亿元。2014 年公司 BT 项目建设毛利率上升至 14.47%，主要是公司新承接的代建业务收益率上升所致。跟踪期内，泉州台商投资区管委会为公司拨付城市基础设施专项

补贴款 1.60 亿元。

值得注意的是，公司目前大部分基础设施建设项目均处于建设期，导致公司应收泉州台商投资区代建项目款金额较大，截至 2014 年底为 35.51 亿元。未来随着代建项目陆续进入回购期，公司收入实现质量将逐步改善。

目前公司主要代建项目有锦厝安置小区、东西主干道拓改工程一期等，上述项目计划投资额合计 85.85 亿元，截至 2014 年底已累计完成投资额 44.63 亿元，2015 年计划投资 7.80 亿元，短期内支出压力较大。

表 4 截至 2014 年底公司主要代建项目及投资计划（单位：万元）

项目名称	投资总额	截至 2014 年底 已完成投资额	2014 年确认收入	2015 年投资计划
通港路拓改工程	38896.90	36687.56	2464.28	2209.34
玖龙路市政工程	3234.38	3234.38	18.72	0.00
东西主干道拓改工程一期	60775.90	55913.83	19849.83	4862.07
张坂大道一期工程	16902.00	4757.91	668.18	8451.00
锦厝安置小区	106101.70	34578.54	24568.09	21220.00
张青公路拓改工程	50075.00	50075.00	6934.68	0.00
东西主干道	19089.89	19089.89	4015.51	0.00
白崎湖片区	53000.00	14532.60	213.03	7950.00
海峡轨道	11316.99	11316.99	145.60	0.00
和谐光电周边市政道路	9179.54	9179.54	409.45	0.00
泉州台商投资区凤浦棚户区改造及保障性住房建设项目	76994.80	24699.93	7669.71	8500.00
泉州台商投资区溪庄棚户区改造及保障性住房建设项目	93692.60	24378.81	6308.39	8400.00
沿海大通道亮化工程	2631.85	2631.85	149.97	0.00
台商投资区惠南污水处理厂一期工程	6233.07	6108.41	2351.90	124.66
尾水排海工程	12402.48	12402.48	686.22	0.00
台商投资区玖龙纸业项目尾水管道工程	2960.37	2960.37	-458.91	0.00
惠南引水工程	20714.02	20457.17	4165.67	256.85
规划展览馆	3637.46	3637.46	-28.07	0.00
百崎湖防洪排涝工程	53000.00	14532.60	15648.05	16000.00
玖龙地块	11018.52	11018.52	3065.41	0.00
海峡轨道	11316.99	11316.99	1538.07	0.00
美加美项目	4602.70	3742.46	-198.94	0.00
南方路机及天岗机械	2798.78	2798.78	1234.83	0.00
杏秀拓改工程	16059.79	16059.79	5922.01	0.00
晋亿物流	1127.74	1127.74	182.90	0.00
合计	858450.87	446318.34	107524.58	77973.92

资料来源：公司提供

除上述代建项目外，公司还有部分自建项目，主要是道路维修、绿化等辅助工程以及尚

未签订代建协议仍处于项目前期的工程，项目资金来源主要是自有资金，投资规模不大，公

司将此部分项目投资支出也计入在建工程。

整体看，跟踪期内公司代建业务稳步推进，业务毛利率有所提升，同时公司部分项目进入回购期，在一定程度上缓解了公司资金压力。

3. 保障房建设

目前公司主要在建保障房项目有：泉州台商投资区凤浦棚户区改造及保障性住房建设项目（以下简称“凤浦项目”）、泉州台商投资区溪庄棚户区改造及保障性住房建设项目（以下简称“溪庄项目”）、泉州台商投资区锦厝棚户区改造及保障性住房建设项目（以下简称“锦厝项目”）、泉州台商投资区玉坂棚户区改造及保障性住房建设项目（以下简称“玉坂项目”）等4个保障性住房小区。

上述项目中凤浦和溪庄两个项目，建设资金主要来源于政府拨款和银行贷款，未来通过政府回购实现资金平衡。公司已于2012年与台商投资区管委会签订了BT回购协议，根据该协议政府将于2014年至2021年向公司支付20.48亿元回购资金。上述项目投资总额合计17.07亿元，截至2014年底，已累计完成投资7.72亿元。由于上述项目属于代建项目，公司按完工进度确认代建项目建设收入（代建收益率为20%），2014年公司确认该部分代建收入1.40亿元，计入BT项目建设收入。

锦厝项目和玉坂项目两个项目为“14泉州台商债”募投项目，项目建设资金主要来自政府拨款、银行贷款以及发行公司债券，未来主要通过定向销售收入实现资金平衡。上述项目投资总额22.19亿元，项目建设期为3年，截至2014年底，已累计完成投资4.23亿元。上述项目未竣工结算前计入存货。

整体看，公司保障房项目目前处于建设期，投资支出规模较大，公司存在一定资金压力；未来随着保障房项目建设完成和回购及定向销售的实现，该部分业务收入有望提升。

八、募集资金使用情况

公司“14泉州台商债/14泉台商”募集资金10亿元，全部用于泉州台商投资区锦厝棚户区改造及保障性住房建设项目和泉州台商投资区玉坂棚户区改造及保障性住房建设项目。“14泉州台商债/14泉台商”募集资金于2014年3月4日全部到账。截至2015年3月底，除去用以支付债券发行承销费用800万元外，剩余款项均按计划、分阶段投入募投项目建设当中。截至2015年3月底，“14泉州台商债”已投入项目建设资金4.15亿元。

九、财务分析

公司提供了经中审亚太会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2012~2014年财务报告。2014年公司报表合并范围无变化。

截至2014年底，公司合并资产总额为216.11亿元，所有者权益合计为151.47亿元。2014年公司实现营业收入10.79亿元，利润总额2.26亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要由BT项目建设收入构成。跟踪期内，公司营业收入有所下降，2014年实现营业收入10.79亿元，同比下降23.16%，主要是跟踪期内公司基础设施建设投入同比有所下降。跟踪期内，公司毛利率提升至14.43%，主要是跟踪期内，公司所确认的代建项目建设收入与政府约定的代建项目收益率提高所致。

跟踪期内，公司期间费用占营业收入比有所上升，由2013年的3.39%上升至2014年的5.50%。公司期间费用较低是受公司财务费用较低的影响，公司财务费用金额相对于较大的贷款余额来看较少，主要是因为公司进行了利息资本化。

2014 年，公司实现利润总额 2.26 亿元，营业外收入 1.61 亿元，主要为政府运营补贴 1.60 亿元。整体看，公司收到的政府财政补贴收入对公司盈利形成了有力的补充。

从盈利指标方面，跟踪期内公司净资产收益率和总资本收益率进一步下降至 1.38% 和 1.14%，整体盈利能力弱。

总体看，跟踪期内公司营业收入有所下降，利润总额受政府财政补助影响较大，整体盈利能力仍弱。

2. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，跟踪期内公司经营活动现金流入以收到其他与经营活动有关现金为主。跟踪期内，随着部分代建项目进入回购期，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.72 亿元，现金收入比为 53.00%，考虑到未来随代建项目竣工结算，回款陆续到位，收入实现质量有望改善。公司收到其他与经营活动有关现金主要是收到的政府拨付的运营补贴资金以及与政府事业单位往来款，2014 年流入量为 36.71 亿元，其中往来款 35.08 亿元，收到政府补助款 1.60 亿元。公司将代建项目支出在购买商品、接受劳务支付的现金反映，近年来公司承建的基础设施、保障房等项目尚处于建设期，且建设期无现金流入，随着公司在建项目的扩大，公司经营活动产生的现金流量体现为净流出，2014 年，公司经营活动现金流出净额为 -10.17 亿元。

2014 年，公司投资活动现金流表现为净流出，流出规模为 -0.32 亿元，较 2013 年的 -0.73 亿元略有减少。公司投资活动现金流出主要反映了公司自建项目资金投入和对外股权投资，跟踪期内分别为 0.07 亿元和 0.31 亿元；跟踪期内，公司投资活动现金流入主要是取得投资收益的现金 0.05 亿元。

2014 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -10.49 亿元，较 2013 年的 -6.51 亿元有所扩大。公司经营活动、投资活动资金缺口不断增加，

对外融资压力增大。

公司筹资活动现金流入主要是吸收投资收到的现金、取得借款收到的现金和发行债券收到的现金构成。2014 年，取得借款收到的现金 8.66 亿元，发行债券取得的现金 9.92 亿元。2014 年，公司筹资活动现金流净额为 11.15 亿元。

总体看，近年来公司承担的建设项目需大量的资金投入，但在建项目资金投入和回归资金流入不匹配，使得公司主要通过财政拨款资金和债务实现滚动发展。跟踪期内，公司收入实现质量有所提高，但经营活动产生的现金净流出额有所扩大。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额公司资产总额 216.11 亿元，同比增长 54.40%，增长主要来自流动资产。从资产结构来看，跟踪期内流动资产占比提升至 99.03%。

流动资产

截至 2014 年底公司流动资产 214.02 亿元，同比增长 62.04%，主要来自于应收账款和存货的增长。

跟踪期内，随着公司代建项目的推进，应收泉州台商投资区管委会财政局的代建项目款增加，导致公司应收账款同比增长 7.94%。截至 2014 年底，公司应收账款 38.08 亿元，主全部是应收公司股东泉州台商投资区管理委员会财政局款项。整体看，跟踪期内公司应收账款规模进一步扩张，对公司资金周转有较大压力。

公司存货主要是土地资产，截至 2014 年底公司存货为 145.95 亿元，同比增长 104.71%，增长主要来源于 2014 年新增的 10 宗土地，合计面积 119.88 万平方米，合计 63.64 亿元。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产为 2.09 亿元，较 2013 年同比下降 73.52%，公司非流动资产下降的主要原因为在建工程减少所致，

在建工程减少是因为公司更正前期错用的会计科目，将泉州市财政局委托公司建设的市政基础设施项目由在建工程科目转入存货科目核算所致；截至 2014 年底，非流动资产以可供出售金融资产（1.12 亿元）、长期股权投资（0.51 亿元）和固定资产（0.37 亿元）为主。跟踪期内，公司可供出售金融资产同比增长 15.46%，主要是公司增加对泉州银行股份有限公司的投资所致；公司长期股权投资同比增长 38.07%，主要是公司追加对泉州台商投资区自来水有限公司投资导致的；公司固定资产同比增长 22.89%，系公司购置机械设备、运输工具、电子设备和房屋建筑物所致。

整体看，跟踪期内公司资产规模保持较快增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中存货（土地使用权）和应收款项（应收账款+其他应收款）占比较大，变现能力偏弱，公司整体资产质量一般，流动性弱。

所有者权益与负债

截至 2014 年底，公司所有者权益 151.47 亿元，同比增长 75.37%，主要是泉州台商投资区管理委员会财政局划拨转入的 63.64 亿元土地资产计入资本公积所致。公司所有者权益中实收资本占 6.60%、资本公积占 86.52%、未分配利润占 6.66%，盈余公积占 0.21%。公司权益稳定性好。

跟踪期内，公司负债总额快速增长，同比增长 20.61%，截至 2014 年底，公司负债总额为 64.64 亿元，其中流动负债占 38.02%，非流动负债占 61.98%。

截至 2014 年底，公司流动负债为 24.58 亿元，同比下降 11.72%，主要是由于短期借款、应付票据和应付账款减少所致。截至 2014 年底，公司无短期借款和应付票据。截至 2014 年底，公司应付账款 10.43 亿元，同比减少 34.39%，其中应付账款前五名合计金额占应付账款总额的 72.41%，应付账款集中度较高。

截至 2014 年底，公司其他应付款 6.82 亿元，同比增长 66.56%，主要是由与其他单位之

间的往来款项增加所致。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 3.85 亿元，其中一年内到期的银行借款 1.05 亿元，一年内到期的非银行机构借款 2.26 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 40.06 亿元，同比增长 55.56%。公司非流动负债主要由长期借款（占 42.46%）和应付债券（占 49.93%）。

截至 2014 年底，公司长期借款 17.01 亿元，同比大幅增长，主要是公司以自有土地作为抵押物的抵押借款增长所致。

截至 2014 年底，公司应付债券 20 亿元，为 2012 年 12 月 10 日公司成功发行了总额为人民币 10 亿元的“12 泉州台商债”和 2014 年 2 月 25 日公司成功发行的总额为人民币 10 亿元的“14 泉州台商债”。

截至 2014 年底，公司全部债务 43.28 亿元，同比增长 39.63%，主要是长期债务增长所致。从债务结构看，公司长期债务 39.43 亿元，占比为 91.10%，以长期债务为主的债务结构与公司代建基础设施项目回款周期长相匹配。

债务指标方面，2014 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 29.91%、20.65%和 22.22%；2013 年底上述三项指标分别为 38.29%、22.78%和 26.41%。

总体看，公司负债构成以长期负债为主，符合公司业务特点。跟踪期间，公司债务规模有所增长，但整体债务规模不大，债务负担仍较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 870.79%和 276.94%，较 2013 年底的 474.42%和 218.33%有所增长；2014 年，公司经营现金流流动负债比率为-41.36%，较 2013 年的-20.76%有所弱化。总体看公司流动资产中存货资产占比大，资产

整体流动性较弱，经营活动现金流量净额呈负值，但考虑到公司持续获得政府补贴支持，且短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

跟踪期内，由于公司利润规模下降影响，公司 EBITDA 规模同比有所下降，2014 年为 2.44 亿元。从长期偿债能力指标看，跟踪期内随着公司长期债务的增长，公司长期偿债指标值有所上升，2014 年全部债务/EBITDA 倍数为 17.72 倍，较 2013 年的 11.70 倍有所增长。整体看，由于跟踪期内公司长期债务的增长，公司长期偿债能力下降。

考虑到泉州市政府对公司的支持，根据泉州财函【2012】68 号文，若泉州台商投资区管委会没有如期足额支付应付给公司的委托代建回购款项，则差额部分由泉州市财政代为承担，以保障公司的资金流入，公司整体偿债能力较强。

截至 2014 年底，无对外担保。

截至 2014 年底，公司共获得银行授信 32.355 亿元，其中已使用额度 28.155 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10350521002581709），截至 2015 年 6 月 12 日，公司无“未结清不良信贷”、“已结清不良信贷”和“欠息”情况发生。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及泉州市和泉州台商投资区区域经济及财力状况、泉州市各级政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期债券偿债能力分析

公司于 2014 年 2 月 25 日发行了“14 泉州台商债/14 泉台商”，金额为 10 亿元。2014 年

公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为存续期内债券本金的 4.24 倍和 -1.02 倍。2014 年公司 EBITDA 为存续期内债券本金的 0.24 倍，公司经营净现金流和 EBITDA 对存续期内债券的覆盖程度较低。考虑到台商投资区政府对代建项目的陆续回款与募投项目自身收益，以及根据泉州财函【2012】68 号文，若泉州台商投资区管委会没有如期足额支付应付给公司的委托代建回购款项，则差额部分由市财政代为承担，以保障公司的资金流入，公司整体偿债能力较强。

十一、担保分析

公司于 2013 年 7 月 22 日与兴业银行股份有限公司泉州分行签订了《国有土地使用权抵押担保协议》（以下简称“抵押协议”）。公司将其所持有的 8 宗国有土地使用权（具体情况如下表所示）作为抵押（以下简称“抵押资产”），为“14 泉州台商债/14 泉台商”提供担保，担保范围包括“14 泉州台商债/14 泉台商”的本金和利息。

根据抵押协议，债券存续期内，如果抵押比¹低于 1.5 倍，则抵押人应该追加抵押资产以弥补不足 1.5 倍的价值差额部分。如果抵押比超过 1.8 倍，则抵押人可以要求对超过 1.8 倍部分的抵押资产进行增值释放。经泉州名城资产评估房地产估价有限公司评估（评估文号泉州名城评报字【2015】44 号），以上 8 宗土地使用权面积合计为 43 万平方米，评估价值为人民币 22.87 亿元（评估基准日为 2015 年 6 月 12 日），有效期为 2015 年 6 月 12 日至 2016 年 6 月 11 日。

“14 泉州台商债/14 泉台商”发行 10 亿元，债券利率 7.22% 计算为 0.722 亿元，截至目前抵押比率为 2.13 倍，满足担保协议要求，对“14 泉州台商债”具有较好的保障能力。

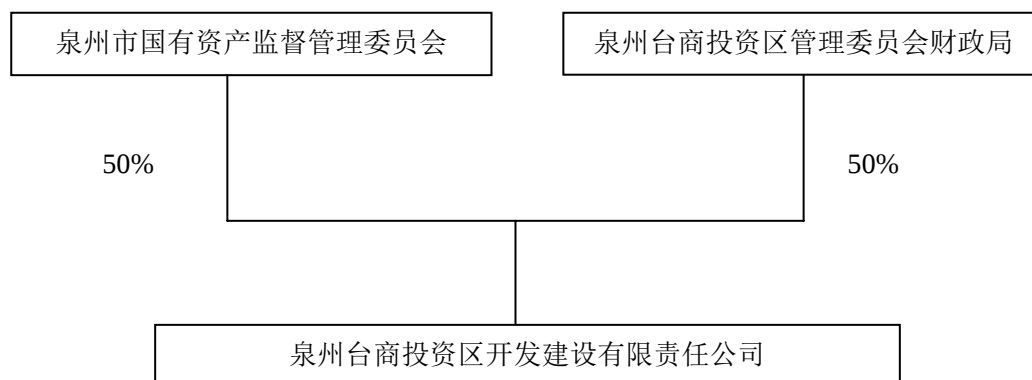
¹抵押比是指抵押资产价值总额和“14 泉州台商债/14 泉台商”债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比率。

按照《抵押资产监管协议》规定，公司将在“14泉州台商债”的本息全部清偿完毕之前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告；债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日；年度评估报告的出具时间应不迟于“14泉州台商债/14泉台商”当年付息首日后的30个工作日。“14泉州台商债/14泉台商”存续期内，当公司偿债资金专项账户资金不足以支付“14泉州台商债/14泉台商”本息，且自付息日或兑付日起20个工作日内仍不能支付当期本息时，经债券持有人会议表决通过，由受托管理人对抵押的国有土地使用权进行处置，偿还“14泉州台商债/14泉台商”本息。

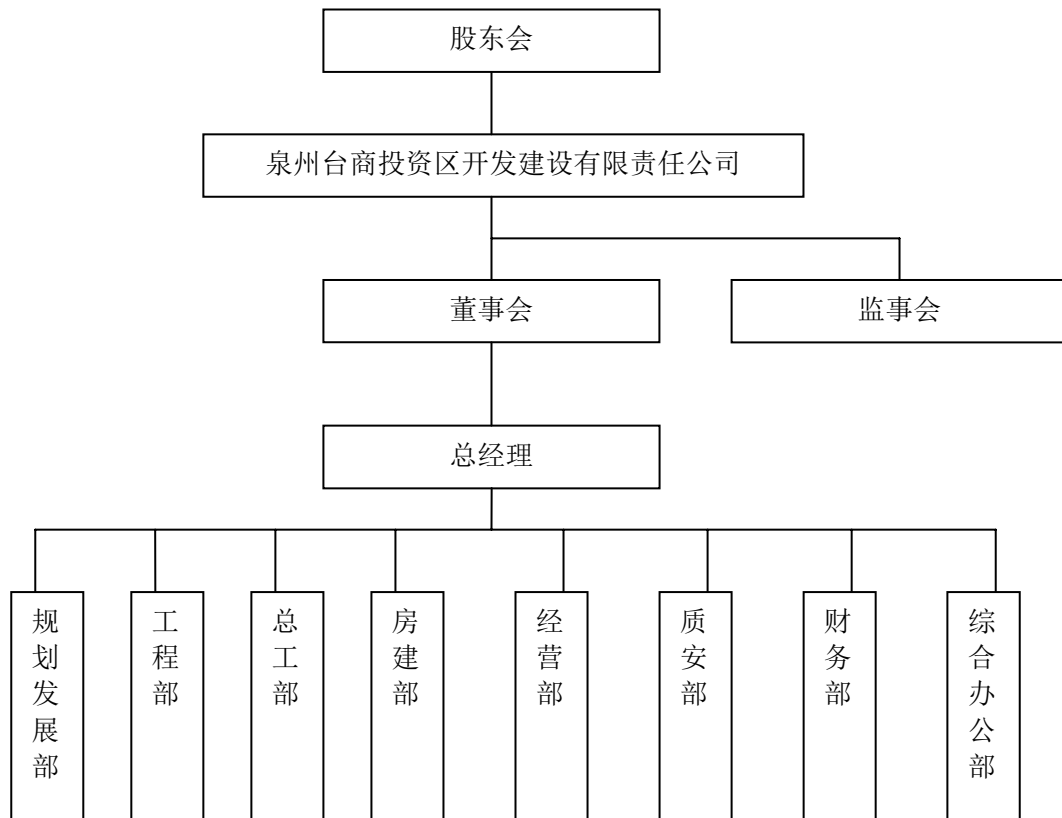
十二、 结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14泉州台商债/14泉台商”AA⁺的信用级别。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织架构图



附件 3 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.25	8.51	9.17
资产总额(亿元)	115.19	139.96	216.11
所有者权益(亿元)	77.06	86.37	151.47
短期债务(亿元)	2.60	5.52	3.85
长期债务(亿元)	16.77	25.47	39.43
全部债务(亿元)	19.37	31.00	43.28
营业收入(亿元)	15.92	14.05	10.79
利润总额(亿元)	3.50	2.60	2.26
EBITDA(亿元)	3.54	2.65	2.44
经营性净现金流(亿元)	-9.36	-5.78	-10.17
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.57	0.44	0.29
存货周转次数(次)	0.21	0.18	0.09
总资产周转次数(次)	0.14	0.11	0.06
现金收入比(%)	0.12	41.51	53.00
营业利润率(%)	10.55	11.08	11.14
总资本收益率(%)	3.26	1.92	1.14
净资产收益率(%)	4.07	2.61	1.38
长期债务资本化比率(%)	17.87	22.78	20.65
全部债务资本化比率(%)	20.08	26.41	22.22
资产负债率(%)	33.10	38.29	29.91
流动比率(%)	508.87	474.42	870.79
速动比率(%)	205.50	218.33	276.94
经营现金流动负债比(%)	-44.21	-20.76	-41.36
全部债务/EBITDA(倍)	5.48	1.62	0.84

附件 4 有关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/主营业务收入×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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级