

信用等级公告

联合[2019] 789 号

联合资信评估有限公司通过对福州城市建设投资集团有限公司及其拟发行的 2019 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定福州城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，2019 年福州城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年四月十二日



2019年福州城市建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券发行规模：3 亿元

本期债券期限：5+5 年

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：补充营运资金

评级时间：2019 年 4 月 12 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	63.83	108.02	90.52
资产总额(亿元)	979.13	1287.58	1459.18
所有者权益(亿元)	448.06	605.59	779.68
短期债务(亿元)	58.11	55.31	105.97
长期债务(亿元)	242.03	374.72	287.09
全部债务(亿元)	300.13	430.03	393.07
营业收入(亿元)	47.46	76.47	149.35
利润总额(亿元)	9.04	11.97	13.05
EBITDA(亿元)	10.24	14.33	17.28
经营性净现金流（亿元）	-118.38	-73.98	-14.77
营业利润率(%)	13.89	12.12	9.30
净资产收益率(%)	1.77	1.71	1.47
资产负债率(%)	54.24	52.97	46.57
全部债务资本化比率(%)	40.11	41.52	33.52
流动比率(%)	210.78	275.71	267.24
经营现金流动负债比(%)	-46.18	-25.60	-4.40
全部债务/EBITDA(倍)	29.31	30.00	22.75
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	0.79	0.65

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. 在计算 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。

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对福州城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了福州市经济持续发展、财政收入稳步增长，公司作为福州市大型投资集团之一，负责福州市区内的基础设施建设、片区综合改造及保障房建设业务，得到福州市政府的大力支持；公司资产、所有者权益规模持续增长，营业收入不断增加。同时，联合资信也关注到公司目前资产中，代建市政工程和片区综合开发支出占比大、资产流动性偏弱；公司经营性现金流持续净流出，伴随福州市未来城市基础设施建设和片区综合改造力度的加大，公司融资压力增加等对其经营和发展可能带来不利影响。

作为福州的城市基础设施建设主体之一，随着公司片区开发规模的不断推进，公司的经营规模和盈利能力有望进一步提升，联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 福州市经济情况发展稳定、财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 作为福州市大型投资集团之一，公司负责福州市区内的基础设施建设、片区综合改造及保障房建设业务，持续获得政府在业务和资金等方面的支持。
3. 近年来，受工程施工收入增长、保障房不断竣工并结转收入影响，公司营业收入大幅增长。
4. 本期债券设置分期偿还条款，有效降低了本期债券的集中偿付压力。

关注

1. 公司资产以片区改造、市政建设支出、建筑物等其他非流动资产为主，且代建市政项目暂无回购安排，片区综合改造项目结转受城市规划和未来土地拍卖计划的制约，整体流动性较弱。
2. 公司安置房建设支出规模较大，导致经营活动现金流持续净流出，外部融资压力大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由福州城市建设投资集团有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019 年福州城市建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

福州城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为 2013 年 6 月 9 日设立的福州建设发展投资集团有限公司，注册资本 5000 万元，是经福州市人民政府批准设立的国有独资企业集团。公司于 2014 年 12 月 3 日变更为现名。后经政府多次注资，截至 2017 年底，公司实收资本与注册资本均为 20.69 亿元，福州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“福州市国资委”）为公司的唯一股东及实际控制人。

公司经营范围：城市基础设施及配套工程的投融资、建设及运营；重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）；土地一级开发和房地产综合开发；新设产业园区、酒店餐饮业、贸易业、百货业、食品业、文化创意产业等投资、开发、建设和运营管理。（以上经营范围涉及许可经营项目的，应在取得有关部门许可后方可经营）。

截至 2017 年底，公司设有办公室、法律事务部、财务部、监察审计部、战略发展部、资产管理部和人力资源部共 7 个职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 1459.18 亿元，所有者权益 779.68 亿元（其中少数股东权益 110.78 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 149.35 亿元，利润总额 13.05 亿元。

公司注册地址：福州市台江路 15 号城投大厦 17-20 层。法定代表人：林涛。

二、本期债券概况

根据《国家发展改革委关于福建省福州城市建设投资集团有限公司发行公司债券核准的批复》（文件号：发改企业债券【2019】30 号），

国家发展改革委同意公司发行公司债券不超过 70 亿元，分期发行，期限不超过 10 年，募集资金中不低于 40 亿元用于产业园区开发与运营、城市停车场、保障性安居工程、战略新兴产业、城市地下综合管廊、绿色产业、农村产业融合、社会领域产业等领域符合国家产业政策的项目，以及基础设施补短板领域的项目；不超过 30 亿元用于补充营运资金。

本期计划发行 2019 年福州城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）3 亿元，期限 5+5 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权（调整范围 0 至 300 基点）及投资者回售选择权（回售价格为 80 元/百元）。本期债券按年付息，分期还本，在本期债券存续期第 3~4 年末按本期债券总额 10% 的比例偿还债券本金，若投资者行使回售选择权，第 5~6 年和第 7~10 年末，分别按投资者行使回售权后剩余总面值的 10% 和 15% 比例偿还本金。本期债券募集资金全部用于补充营运资金。

三、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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我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，我国国内生产总值（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，我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，我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，我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，一般贸易进出口占我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，我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%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我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。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，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，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。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；受到

2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，

城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

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

表 1 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

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

	问题的通知》财金[2018]23号	债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金[2018]54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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

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

2. 建筑行业分析

（1）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，建筑业增加值保持增长态势。2017年，全社会建筑业增加值55689亿元，比上年增长4.3%；增速同比有所下降。

图1 2013~2017年中国建筑业增加值及其增长速度
(单位：亿元、%)

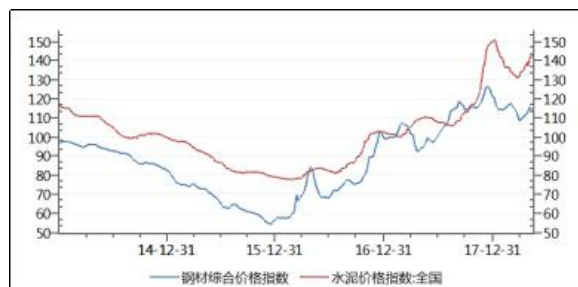


资料来源：国家统计局

（2）上游原材料供给及下游需求

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

图2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

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

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

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业2017年投资增速均在20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部

数据显示，2017年，我国企业在“一带一路”沿线的61个国家新签对外承包工程项目合同额1443.2亿美元，同比增长14.5%；完成营业额855.3亿美元，同比增长12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达10.6万亿美元。

（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。

表2 中国建筑行业市场企业竞争格局

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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之EPC、BT、BOT和PPP等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模

式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，

并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

（4）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

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

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

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

PPP项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

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

在城镇化和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP模式被大力推广。近年来，建筑施工企业PPP协议总额呈现爆发式增长。PPP项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现

金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（5）建筑行业发展趋势

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

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

3. 区域经济环境

公司经营与投资的项目主要集中在福州市，其发展直接受福州市经济增长、财政收支状况和城市建设的影響，并与该地区未来规划密切相关。

（1）福州市经济概况

福州市为福建省省会，位于闽江下游，是中国东南沿海重要城市，东濒东海，与台湾省隔海相望，其北、西、南三面分别与宁德市、南平市、三明市、泉州市、莆田市接壤，是中国东南沿海重要的贸易港口和海上丝绸之路的门户。2015年9月9日，国务院印发《关于同意设立福州新区的批复》，同意设立福州新区，这是国家实施国家区域发展总体战略、贯彻落实国家支持福建省经济社会发展一系列重大政策的重要举措。

根据《2015~2017年福州市国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017年，福州市国民

经济保持稳定增长，分别实现地区生产总值 5618.10 亿元、6197.77 亿元和 7104.02 亿元，分别增长 9.6%、8.5%和 8.7%。2017 年，第一产业增加值 492.65 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 2598.31 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 3106.81 亿元，增长 10.7%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 8.0%，第二产业增加值比重为 41.9%，第三产业增加值比重为 50.1%。2017 年，人均地区生产总值 82253 元，同比增长 7.5%。2015~2017 年，产业结构持续优化，三次产业结构由 7.7: 44.2: 48.1 调整为 7.3:41.7:51.0，第三产业为福州市的支柱产业。

在地区经济快速增长的同时，福州市固定资产投资力度持续增强。2015~2017 年，福州市分别完成固定资产投资 4893.91 亿元、5184.36 亿元和 5823.39 亿元，分别同比增长 10.5%、6.8%和 12.3%。2017 年，从含跨区项目情况看，第一产业投资回落 3.5%；第二产业投资增长 7.3%，其中，工业投资增长 13.0%；第三产业投资回落 3.0%。基础设施投资 1641.91 亿元，增长 12.0%，占固定资产投资的比重为 31.7%。2017 年，民间投资 2677.82 亿元，增长 1.5%，占固定资产投资的比重为 51.7%；高新技术产业投资 382.82 亿元，增长 62.7%，占固定资产投资的比重为 7.4%。

（2）福州市财政情况

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。近年来，福州市财政收入增速较快，2015~2017 年，全市一般公共预算总收入分别为 848.04 亿元、934.06 亿元和 1005.73 亿元，分别同比增长 8.7%、10.1%和 7.7%，其中，地方一般公共预算收入分别为 560.46 亿元、598.91 亿元和 634.16 亿元；一般公共预算支出分别为 723.68 亿元、831.24 亿元和 940.82 亿元，分别增长 25.9%、14.5%和 13.1%。2015~2017 年，全市税收收入分别为 441.01 亿元、450.85 亿元和 483.81 亿元，分别

同比增长 3.2%、2.2%和 11.9%。

根据福州市统计局《2018 年 1~12 月主要经济指标完成情况》，2018 年 1~12 月，福州市实现地区生产总值 7856.81 亿元，同比增长 8.6%，固定资产投资同比增长 11.7%，规模以上工业增加值同比增长 9.0%。同期，福州市完成一般公共预算收入 680.38 亿元，同比增长 7.3%；完成一般公共预算支出 923.41 亿元，同比下降 1.6%。

整体看，福州市经济保持较快增长，财政实力较强，为公司发展提供良好的外部环境。

（3）发展规划

根据《福州市国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（2016~2021 年），“十三五”时期主要目标是：经济发展质量效益明显提升。福州市经济保持稳定较快增长，高于全省平均水平，综合实力迈上新台阶，提前实现地区生产总值比 2010 年翻一番。产业结构进一步优化，服务业增加值占比超过百分之五十，先进制造业加快发展，战略性新兴产业不断壮大，农业现代化取得明显进展，产业迈向中高端水平，发展的平衡性、协调性、可持续性位居全省前列；福州新区建设取得重大进展。新区地区生产总值年均增速力争高于全市两个百分点，城市框架、高端产业、基础设施及生态体系初步形成，马尾新城基本建成，重点产业园区、重要城市组团建设取得重大突破，与平潭综合实验区岛区联动、一体化发展格局基本形成，引领福州迈向滨江滨海现代化国际大都市。

在“十三五”期间，福州市发展的重点是：加快建设福州新区，打造区域发展新增长极；积极扩大有效需求，促进经济稳定较快增长；加快转型升级，打造省会产业升级版；强化创新驱动战略，创建国家级自主创新示范区；突出重点领域改革，不断增强发展活力；大力发展开放型经济，增创开放协作新优势；深化榕台交流合作，提升融合发展水平；强化全域统筹，促进城乡区域一体化发展；全面推进依法治市，着力建设法治福州。

在福州新区建设方面，“十三五”期间，福州将全面落实国家级新区发展战略。严格遵循国务院批复和新区发展总体方案的功能定位和发展方向，紧扣深化海峡两岸交流合作，致力改革创新，加快扩大开放，在落实国家重大改革发展任务和创新体制机制中发挥试验示范作用。

总体来看，福州市经济持续保持快速增长、固定资产投资稳定增长、工业现代化进程不断加速，区域经济结构良好。同时，地方财力也稳步增强，用于基础设施建设等可支配财力有所提高，财政平衡能力逐年增强。随着福州市“十三五”规划的实施，作为福州市基础设施建设和旧城改造的主体，公司面临的发展机遇较大，其业务规模和收入水平有望保持稳定快速增长。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年底，公司注册资本 20.69 亿元，福州市国资委为公司唯一股东。

2. 企业规模与竞争优势

2013 年，福州市政府对福州国资委履行出资人职责的企业进行重新调整，组建福州城市建设投资集团有限公司、福州市国有资产投资发展集团有限公司、福州交通建设投资集团有限公司和福州文化旅游投资集团有限公司。公司职能定位于城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）、新设产业园区、酒店餐饮业等的投资商、开发商、建设商和运营管理商，同时也是聚春园等老字号品牌运营管理商；福州市国有资产投资发展集团有限公司是福州市政府战略性新兴产业、重点区域和片区等综合开发、公用事业（含涉水产业、环境服务及燃气服务）及民生事业、汽车文化产业、城市能源产业、菜篮子工程的投资商、开发商、建设商和运营管理商；福州

交通建设投资集团有限公司是市区外交通物流基础设施（含高速公路、铁路和港口）及配套项目、交通物流及其相关设施开发、城市交通和城市通卡等投资商、开发商、建设商和运营管理商。福州文化旅游投资集团有限公司是福州旅游资产的经营主体，主要业务包括历史文化街区开发运营、旅游服务两大板块，同时也涉及文化影视传媒、文化创意等板块。

总体看，公司在福州市城区城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）方面，具有一定区域专营优势。

3. 人员素质

截至报告出具日，公司高管包括总经理 1 人，副总经理 5 人，总会计师 1 人。

公司于 2019 年 3 月 29 日发布《福州城市建设投资集团有限公司关于董事长变更的公告》，主要内容为：根据福州市人民政府文件《福州市人民政府关于黄建新等同志免职的通知》（榕政人【2019】14 号）：经研究决定：免去林涛同志的福州城市建设投资集团有限责任公司董事长、福州市城乡建设发展有限公司董事长职务。公司表示待上级有权部门任命后，公司将及时披露最新进展。截至报告出具日，公司董事长尚未到位。

杨飞云先生，汉族，中共党员，大学本科学历，高级工程师。曾任福州鼓楼区房管局、福州鼓楼区统建办副主任、福州鼓楼区建设投资管理中心主任、福州鼓楼区建设局局长、福州市软件园管委会副主任、福州鼓岭保护开发有限责任公司总经理、福州市三坊七巷保护开发有限公司党委委员、常务副总经理、福州市三坊七巷保护开发有限公司党委副书记、总经理，2017 年 12 月至今任公司党委副书记、总经理。

叶发强先生，党员，本科学历，会计师职称。曾任福建省建设发展总公司计财部总会计师；2007 年 5 月至今任福州市城乡建设发展总

公司总会计师，2013年5月30日至今任公司总会计师。

截至2017年底，公司从业人数5857人，高中及以下占61.19%，大专占17.69%，本科及以上占19.12%；管理人员占15.29%，专业技术人员占21.31%，生产人员占63.40%。

总体来看，公司高管人员学历较高，行业从业经历较为丰富；董事长尚未到位；公司的工种配置、员工素质符合行业特点，能基本满足公司生产经营的实际需要。

4. 外部支持

公司作为福州市国有大型投资集团之一，是福州市区内重要的基础设施建设和片区综合开发改造的投融资建设的主体，在业务支持和资金注入等方面获得政府的大力支持。

业务支持

2016年4月，根据《福州市财政局关于财政性投资建设项目建设单位管理费有关问题的通知》（榕财建【2016】85号），针对市财政预算安排直接拨款投入的建设项目，建设单位管理费由项目工程费用审结价的0.80%调至3%计算。公司将该收入列入“其他业务收入”科目中。

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“营业外收入”中，2017年计入“其他收益”。2015~2017年，公司实现片区开发收益6.08亿元、6.53亿元和4.15亿元。

资本金支持

2015年12月，福州市国资委注入资本金5000万元，并在“实收资本”中反映；2016年6月，市财政将其2013~2016年拨付公司19.69

亿元资本公积转增资本，增资后公司注册资本金变为20.69亿元。

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”；为推进片区综合改造项目建设，福州市财政每年向公司拨付一定金额的财政拨款，计入“资本公积”。2015~2017年，公司资本公积分别增加82.36亿元、57.23亿元和121.63亿元。

总体看，公司在业务支持和资本金注入等方面得到福州市政府的大力支持，有助于公司综合实力和竞争力的进一步增强。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1035010201766150Z），截至2019年2月22日，公司本部无已结清或未结清的不良信贷记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司为福州市国资委独资成立的有限责任公司。根据公司章程，公司设董事会，董事会成员5人；每届董事会任期三年，任期届满，经考核合格继续委派或连选，可以连任。董事长为公司法人代表，由福州市国资委委派。董事会行使决定企业的经营计划和投资方案，并决定企业内部机构的设置以及聘任、解聘企业中层领导干部等职权。

公司监事会成员5人。监事会设主席1人，由市国资委从监事会成员中指定。监事的任期每届为三年，任期届满，考核合格经委派或连选可以连任，非职工监事不得在同一企业连任。

截至报告出具日，福州市国资委已委派董事2名、监事会成员全部到位，其余3名董事尚未到任。公司设总经理1人，由公司董事会聘任。公司日常经营事宜由总经理办公会做出决议。

2. 内部管理

公司内设办公室、法律事务部、财务部、监察审计部、战略发展部、资产管理部和人力资源部共 7 个职能部门，各部门职责明确。

在内部控制方面，公司制定了一系列管理制度，包括项目建设管理、工程投资管理、财务管理、对子公司管理等多方面内容。

在项目管理方面，为了对工程项目建设实施“精细化”管理，明确各环节的操作程序、岗位职责和工作时效，公司制定了承包商法人代表及主要人员约谈制度，以访谈形式考核中标单位项目人员；同时，公司实行首件制度，根据首件工程的质量指标进行总结评价，以指导后续施工；在项目中后期，公司制定了工程中间验收制度等完善的项目管理流程。公司明确了各职能部门在工程进行中的权责，项目管理制度较为完善。

在工程投资管理方面，为将工程投资控制在批准的投资额之内，利用有限的投资，取得较高的投资价值，公司制定了严格的投资管理相关制度，相关负责人需审查承包单位申报的月、季度计量报表，严格按合同规定进行计量支付签证；严格执行福州市财政局和公司的变更审批制度，参照公司《市政工程项目管理手册》的变更管理规定报送变更申请材料，项目

部负责对申请材料的内容、数量和真实性进行严格把关后，报送公司合同管理部审核，若是增项工程，项目部及时牵头签订补充协议。

资金运用方面，公司资金筹集的主要来源为财政拨款和银行贷款。公司设立了内部资金结算中心，且资金的使用和支付实行审批制度，按程序办理。

在子公司管理方面，公司依照《公司法》和控股子公司章程的规定，委派管理人员和财务负责人，并对其收入、利润等指标进行考核、监督。

总体来看，公司管理制度建设整体健全，能够满足公司的发展和经营的需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担了城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）、新设产业园区、酒店餐饮业等的投资、开发、建设和运营工作。营业收入主要来源于房地产销售收入、工程收入以及住宿和餐饮类服务业收入；公司其他业务收入主要来源于贸易、房屋租赁、物业管理和代建管理费等收入。同时，公司市政和片区改造业务在公司收入中不体现，但形成资产和现金流。

表 3 2015~2017 年公司主营业务收入构成及占比情况（单位：亿元、%）

业务	2015 年			2016 年			2017 年		
	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	14.84	32.07	9.38	28.52	38.00	5.91	69.07	46.57	4.64
房地产销售	26.83	57.99	23.44	40.34	53.76	18.54	70.33	47.42	16.21
住宿餐饮服务	2.55	5.51	11.33	3.37	4.49	9.69	3.33	2.24	6.39
其他业务	2.06	4.43	13.27	2.81	3.75	23.15	5.57	3.76	21.24
合计	46.27	100.00	17.81	75.04	100.00	13.46	148.31	100.00	10.79

资料来源：公司提供

注：加总数与合计数不等系数据四舍五入所致。

公司主营业务受工程施工收入增长、保障房不断竣工并结转收入带动，收入大幅增长，2015~2017 年分别为 46.27 亿元、75.04 亿元和 148.31 亿元。2017 年，公司工程施收入 69.07

亿元，同比增长 142.18%，主要系工程量增加所致；房地产销售收入 70.33 亿元，同比增加 29.99 亿元，主要系完工保障房项目结转收入所致。

毛利率方面，由于毛利率较低的工程施工业务占比不断上升，公司主营业务毛利率不断下降，2017 年为 10.79%。2015~2017 年公司房地产销售毛利率不断下降，分别为 23.44%、18.54%和 16.21%，主要系房地产开发成本不断增长所致；工程施工毛利率逐年下降，主要系低端的价格竞争所致；近三年公司住宿餐饮服务业务毛利率不断下降，主要系高端餐饮业务的收入下降明显，导致毛利率也受到影响。

2. 业务经营分析

(1) 项目建设

公司项目建设分为市政基础设施建设和片区综合改造业务两种模式。其中，市政基础设施建设主要由公司子公司福州市城乡建设发展有限公司（以下简称“福州城建”）负责，片区综合改造业务主要由公司子公司福州城建和福州市建设发展集团有限公司（以下简称“福州建发”）负责。

市政基础设施建设方面，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。市政项目建设资金由福州市财政全额拨付，在“资本公积-市政项目建设划入资金”科目核算。2016年起，公司管理费收益由项目工程费用审结价的0.8%调整至3%核算，并在“其他业务收入”中反映，近三年分别为741.77万元、393.19万元和1198.80万元。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拨付，目前只有两个市政项目财务决算完结转至“固定资产”科目，其余投入在“其他非流动资产”中核算，政府暂无回购计划。

截至 2018年3月底，根据福州市委、市政府的建设部署，公司累计承接市政项目共184项；项目总投资约775.42 亿元，已完成投资约273.34亿元；其中已竣工96 项、在建88项；考虑到2011年后的市政代建项目均由财政全额拨款，公司未来投资压力一般。伴随福州市经济的稳步发展及政府对公司的持续支持，公司该业务经营持续性强。

片区改造方面，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。

片区开发收益按季以当期投资额的 8%，在“营业外收入”中列支，2017 年计入“其他收益”。2015~2017 年，公司分别实现片区项目回报 6.08 亿元、6.53 亿元和 4.15 亿元。2015~2017 年，公司出让土地分别为 414.96 亩、118.29 亩和 126.00 亩，实际收到土地出让返还金额为 56.39 亿元、72.32 亿元和 144.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司主要片区改造项目总投资 1090.30 亿元，已完成投资 528.63 亿元，尚需投资 561.67 亿元。总体看，公司未来片区综合开发板块融资压力大。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司主要片区综合改造项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投入额	确认收益金额
火车北站片区开发	289.00	149.40	11.95
北江滨商务中心片区开发	103.00	52.42	4.19
北江滨二期片区开发		28.48	2.28
鹤林组团横屿片区开发	169.45	118.39	9.47
金鸡山溪口组团南片区（一期）棚改	71.12	9.16	0.62
排尾红星地块旧屋区改造	229.08	34.58	0.30
连潘棚户区改造	138.07	116.93	2.97
益凤片区土地整治项目	12.62	6.83	--
鼓楼区义井村旧屋区改造项目二	77.96	12.45	--
合计	1090.30	528.63	31.78

资料来源：公司提供

注：片区开发收益按 8% 计算；各项求和数与合计数不等系四舍五入所致。

（2）工程施工

公司工程施工业务经营主体是福建省二建建设集团有限公司（以下简称“省二建”）和福州城建子公司福州市城投建筑有限公司（以下简称“福州建筑”）、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”）。施工子公司收入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。

2015~2017 年，公司工程施工板块收入分别为 14.84 亿元、28.25 亿元和 69.07 亿元，在主营业务收入的比重不断上升，毛利率呈现逐年下降趋势，分别为 9.38%、5.91%、4.64%，主要是由于工程施工行业集中度低、竞争激烈，在传统的施工承包方式下，低端的价格竞争所致。

福州建筑原名福州三桥建筑工程有限公司，注册资本人民币 36068 万元，具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，主要承担房屋建筑施工业务，自成立以来相继承建了多项房地产建筑施工项目，其中公司项目约占其全部项目来源的 93%。截至 2017 年底，福州建筑总资产合计 9.00 亿元、所有者权益合计 2.001 亿元；2017 年，福州建筑实现收入 15.24 亿元、净利润 0.13 亿元。

榕圣市政注册资本人民币 10000 万元。榕圣市政具有国家市政公用工程施工总承包一级、土石方工程专业承包一级、公路工程施工总承包二级及房屋建筑工程施工总承包三级等资质，主要从事福州市及周边的市政公用工程施工业务，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鹤林片区组团市政路网工程、江北水系 5、8、11 标、牛港山公园改造项目、福州市片区琅岐区块基础设施 PPP 项目。截至 2017 年底，榕圣

市政总资产合计 4.97 亿元、净资产合计 0.58 亿元；2017 年，榕圣市政实现收入 8.51 亿元、净利润 342.67 万元。

三桥市政成立于 1997 年 10 月，注册资本人民币 2000 万元，主要从事市政工程施工业务，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，主要从事小规模的城市项目建设。截至 2017 年底，三桥市政总资产合计 1981.19 万元、净资产合计 1715.89 万元；2017 年三桥市政实现收入 2936.95 万元，净利润 17.02 万元。

省二建成立于 1987 年 1 月，注册资本为 30000 万元人民币，并于 2016 年纳入财务报表合并范围。省二建集团拥有房建、市政工程总承包一级资质；地基与基础、装修、幕墙、钢结构、机电施工专业总承包一级资质；起重设备安装工程一级资质等资质主要从事房建、市政工程业务。截至 2017 年底，该公司资产总额 24.34 亿元，所有者权益 3.82 亿元。2017 年，该公司实现营业收入 48.90 亿元，净利润 1494.09 万元。

（3）房地产开发

公司拥有房地产开发一级资质。公司子公司福州城建和福州建发均涉及公司房地产销售板块业务，主要以福州建发为主。2015~2017 年，该板块营业收入分别为 26.83 亿元、40.34 亿元和 70.33 亿元，占同期主营业务收入的比重分别为 57.99%、53.76%和 47.42%；近三年公司房地产开发毛利率不断下降，分别为 23.44%、18.54%和 16.21%。

商品房销售方面，该部分业务主要由福州城建和福州建发负责，2015~2017 年，商品房的销售均为前期项目尾盘。2017 年公司确认商品房销售收入 28.55 万元，主要来自建华公寓二期。截至 2017 年底，公司在建商品房项目包括祥浦居花园和祥浦苑，已投资 5.04 亿元，尚需投资 9.77 亿元。

保障房业务方面，该部分业务主要由福州城建及福州建发负责，保障房项目建设资金的主要来源为自筹资金，由政府相关单位统购。公司保障房建设项目投资规模较大，为保证公司保障房建设的顺利推进，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，结合土地取得成本，综合考虑其他成本因素，确定房屋销售价格。2011年之前，政府确定的指导价主要参考销售当年市场整体情况确定销售价格，之后改为以

成本加成为定价基础。

截至2018年3月底，公司累计开发的保障房244754套，总投资额约650亿元，开工总面积2195.02万平方米，竣工面积1332.78万平方米，累计销售面积为791.00万平方米，销售收入达469亿元。截至2018年3月底，公司主要保障房项目18项，其中在建项目13项，拟建项目5项，项目总投资190.35亿元，已投资89.04亿元，尚需投资101.32亿元，公司未来保障房项目资金需求较大。

表5 截至2018年3月底公司主要保障房在建及拟建项目（单位：亿元、%）

项目名称	总投资	已完成投资	销售进度
在建	华屏苑	7.87	5.07
	金凤新苑	13.00	10.33
	霞镜新城	35.20	5.22
	上渡新苑（三区）	1.80	1.52
	柔远雅苑	8.60	2.38
	狮峰新苑	7.24	3.72
	盖山新苑	10.70	1.96
	潘墩新城	25.00	24.23
	东升新城	2.32	7.94
	秀峰雅苑	5.51	4.73
	浮村新城二区	9.58	7.37
	浮村新城一区	11.50	11.32
	东山丽园	10.01	3.24
拟建	东部2#地	5.99	--
	奥体11#地块	5.00	--
	旧西客站	6.00	--
	庐峰雅苑	9.00	--
	筑路机械厂地块一	16.03	--
合计		190.35	89.04

资料来源：根据公司财务报表整理

（4）住宿餐饮服务

公司子公司福州聚春园是根据市政府国有商业改革的部署，于2002年5月组建，2006年划归福州市国资委监管，2007年接管市政府部分市属国有同业企业，并于2013年6月并入公司。福州聚春园以饭店、餐饮、温泉洗浴业为三大主业的经营管理体系，并向商业地产、文化旅游业发展。2015~2017年，公司住宿餐饮板块收入分别为2.55亿元、3.37亿元和3.33亿元，占主营业务收入比重分别为5.51%、4.49%和2.24%。

（5）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，经营主体主要为子公司福州城建下属4家子公司。

2015~2017年，公司其他业务板块收入持续增加，分别为2.06亿元、2.35亿元和5.57亿元。

3. 未来发展

根据福州市规划，公司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，公司将继续推进片区综合改造业务和市政代建业务，发展施工、房地产开发、

建材生产和销售、物业管理等业务,预计到2020年,完成旧城改造投资390.24亿元,实现片区收益31.22亿元,公司通过外部融资所需项目资金,以片区开发的土地出让收入平衡借款;完成施工产值100亿元,收益4.23亿元;建材生产和销售10亿元,收益8000万元;计划新建停车场40余个,预计全部建成使用后,每年可实现收益4亿元。

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,公司未来投资规模较大。作为福州市市政基础设施和旧城改造的建投主体,随着公司建设规模不断扩大,公司未来融资需求大。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年三年连审财务报表和2017年财务报表,立信中联会计师事务所(特殊普通合伙)对2014~2016年报表进行了审计,致同会计师事务所(特殊普通合伙)对2017年财务报表进行了审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。

由于2016年审计报告存在重大会计差错(公司控股子公司省二建于2016年投资设立了福州恒强伟业工程构件有限公司,持股比例为53%,2016年末将其纳入合并报表范围,2017年将其纳入合并报表范围),审计机构在出具2017年财务报表时,追溯调整了2016年的合并

报表的相关项目。为提高财务数据的可比性,本报告将以2017年财务报告期初数替换2016年财务数据进行财务分析。从合并范围来看,2016年,福州市国资委将省二建和福州市城乡规划设计院有限公司无偿划拨给公司。同期,公司投资设立福州城投京东方投资有限公司(持股55.00%,以下简称“福州京东方”)。2016年度合并范围变化较大,合并范围变动导致公司存货、少数股东权益等科目均有较大增幅。2017年,公司合并范围未发生变化。截至2017年底,公司报表合并范围的一级子公司为6家。

2017年底,公司资产总额1459.18亿元,所有者权益779.68亿元(其中少数股东权益110.78亿元);2017年,公司实现营业收入149.35亿元,利润总额13.05亿元。

2017年底,公司母公司资产总额258.58亿元,所有者权益174.64亿元;2017年,公司母公司实现营业收入0.12亿元,利润总额0.72亿元。

2. 资产质量

2015~2017年底公司资产规模快速增长,年均复合增长22.08%,主要由于其他应收款和存货大幅增长所致;2017年底,公司资产总额1459.18亿元,同比增长13.33%。在资产结构方面,2017年底公司流动资产与非流动资产在资产总额占比分别为61.50%及38.50%。

表6 2015~2017年底公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	63.82	6.52	108.02	8.39	90.20	6.18
预付款项	127.21	12.99	145.56	11.31	144.34	9.89
其他应收款	27.64	2.82	91.18	7.08	145.40	9.96
存货	316.22	32.30	436.13	33.87	497.51	34.10
流动资产	540.03	55.18	796.59	61.87	897.37	61.50
其他非流动资产	373.29	38.12	408.31	31.71	476.48	32.65
非流动资产	438.83	44.82	490.98	38.13	561.80	38.50
资产	979.13	100.00	1287.58	100.00	1459.18	100.00

资料来源:根据公司审计报告整理

注:合计数与各项加总数不一致系四舍五入所致。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率 28.87%。2017 年底，公司流动资产 897.37 亿元，同比增长 12.65%，主要系其他应收款和存货增长较多所致。

2015~2017 年，公司货币资金有所波动，年均复合增长 18.89%。2017 年底，公司货币资金 90.20 亿元，同比下降 16.49%，主要系随着在建工程的推进，货币资金需求不断增加和偿还部分借款所致，其中银行存款占 99.38%。受限资金 0.55 亿元，主要是用于质押和担保的存款、信用保证和汇票保证金。

2015~2017 年，公司应收账款年均复合增长 132.18%。2016 年底，公司应收账款 12.56 亿元，同比大幅增长 311.20%，主要系新纳入合并范围的二建集团应收账款计入所致。2017 年底，公司应收账款 16.47 亿元，同比增长 31.10%，主要系年底保障房项目集中交房进而导致应收房款增加，欠款前五名单位合计占应收账款总额的 15.80%，集中度较低。公司应收账款中按账龄分析法计提了坏账准备，共计提坏账准备 1.13 亿元。

2015~2017 年，公司预付款项有所波动，年均复合增长率为 6.52%，主要是预付的片区开发拆迁补偿款。2017 年底，公司预付款项为 144.34 亿元，同比变化不大。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，主要是对外借款、往来款和保证金，年均复合增长 129.37%。2016 年底公司其他应收款为 91.17 亿元，同比增长 229.86%，主要是子公司福州京东方对京东方科技集团有限公司（以下简称“京东方”）的无息借款增加所致；2017 年底为 145.40 亿元，同比增长 59.47%，主要由于对京东方的无息借款继续增加。按账龄计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内 37.39%，1~2 年占 2.51%，2~3 年占 2.67%，3 年以上占 57.43%，账龄较长。从欠款单位来看，其他应收款前 5 名占其他应收款的比例为 78.95%，集中度较高。

表 7 2017 年底公司其他应收款前 5 名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	性质
京东方科技集团股份有限公司	129.33	74.17	借款
福州市民用建筑统建办公室	4.65	2.67	借款
福州市晋安区建设投资发展中心	2.13	1.22	往来款
福建省招标股份有限公司	0.85	0.49	保证金
福州市国土资源局	0.70	0.40	保证金
合计	137.66	78.95	--

资料来源：审计报告

京东方于 2018 年 1 月发布的《京东方科技集团股份有限公司关于获得债务豁免的公告》，鉴于对国家重点产业的培养与扶持，福州市政府、公司、福州城投京东方投资有限公司（以下简称“福州京东方”）与京东方签订了《福州第 8.5 代新型半导体显示器件生产线项目投资框架协议之债务豁免协议》，豁免京东方用于项目建设贷款 63 亿元。

2016 年 3 月，公司与建信（宁波）投资管理有限公司（以下简称“建信投资”）共同设立福州京东方，公司持有福州京东方 52.63%的股权。根据公司与建信投资签订的《增资扩股协议》，由建信投资设立“建信海丝 1 号福州城投投资基金”（基金全部份额共计 150 亿元，其中中国建设银行股份有限公司福建省分行出资设立的福州城投投资基金专项资产管理计划认购 140 亿元优先级份额，公司出资认购 10 亿元劣后级份额），基金资金投资于福州京东方，福州京东方以委托贷款的形式向京东方提供无息贷款。建信投资所持有的福州京东方的股权未来由公司进行回购。截至 2018 年 1 月底，福州京东方已向京东方提供资金 109.33 亿元。此次债务豁免后，京东方对福州京东方的借款余额为 46.33 亿元。

经与公司沟通，本次债务豁免事件在福州市政府的主导下开展。2018 年 2 月 27 日，福清市财政局出具《关于福州京东方项目债务豁免相关问题的确认函》（融财库【2018】129 号），确认根据福州市政府有关规定，上述贷款 63 亿

元本息由福清市政府偿还，福清市财政局已通过福州市财政局向上级财政部门上报确认将其纳入福清市隐性债务，该笔债务豁免将不会对公司造成财务损失。在会计处理方面，公司计划将该笔债务原应收京东方的其他应收款转为应收福清市财政局。根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“会计事务所”）出具的《关于福州城市建设投资集团有限公司豁免京东方科技集团有限公司 63 亿元债务的相关会计处理的专项意见》，会计事务所认为公司对本次债务豁免的会计处理依据充分，符合该项业务的实质。

联合资信认为福清市政府对本次豁免债务本息偿付并未作出具体的偿还计划，偿付时间具有一定不确定性。同时福清市政府代偿京东方债务存在一定政策风险。联合资信将持续关注本次债务豁免事件的进展及该事件对公司生产经营及财务状况产生的影响。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长率 25.43%；2017 年底，公司存货为 497.51 亿元，同比增长 14.07%，主要为保障房开发成本增加所致。2017 年底，公司存货主要为开发成本（413.67 亿元）和开发产品（74.75 亿元，已完工安置房）。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长 13.15%，主要来自其他非流动资产增长。2017 年底，公司非流动资产 561.80 亿元，主要由其他非流动资产（占 84.81%）和投资性房地产（占 5.43%）构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产维持稳定；2017 年底，公司可供出售金融资产 14.25 亿元，同比增长 2.33%，全部为非控股联营公司的股权投资。

2015~2017 年，公司长期股权投资年均复合增长 27.83%；2017 年底，公司长期股权投资 14.06 亿元，同比增长 5.59%，主要系权益法下确认的投资收益增加所致。根据公司 2018 年 5 月发布的《关于签订〈新区集团移交协议〉的公

告》，公司将持有的福州新区开发投资集团有限公司（以下简称“新区集团”）股权无偿划转（行政性划拨）给福州新区管委会，2017 年底，公司长期股权投资中新区集团股权的账面价值为 13.85 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产年均复合增长 12.32%；2017 年底，公司投资性房地产 30.50 亿元，同比增长 8.40%，主要系出租性房地产项目完工后由存货转入该科目所致。

2015~2017 年，公司固定资产年均复合增长 68.29%；2017 年底，公司固定资产 15.84 亿元，主要由房屋及建筑物（占 91.85%）构成。其中未办妥产权证书的固定资产为 1.78 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程年均复合下降 19.00%；2016 年底，公司在建工程 5.83 亿元，同比减少 34.67%，主要系国际会展中心配套酒店（海峡会展中心酒店）及连江工业园厂区工程完工后转出所致；2017 年底，公司在建工程同比变化不大。

2015~2017 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 12.98%；2017 年底，公司其他非流动资产 476.48 亿元，同比增长 16.70%，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。公司代建的市政项目均由市财政局根据项目进度或还款期限安排还本付息，目前仅有两个旧市政项目财务决算完结转至固定资产科目，其余投入在其他非流动资产中核算，政府暂无接收机构。片区综合改造项目建设成本也进入该科目核算，后续由政府将整理后的片区土地拍卖后归还公司，土地拍卖成本会和其他非流动资产进行对冲。此部分资产受还款期限和未来土地拍卖的制约，其变现能力弱。由于代建市政项目部分并未结转，片区综合改造项目结转受未来土地拍卖的制约，公司其他非流动资产规模较大，流动性较差，公司资产质量较差。

总体看，近几年公司资产规模扩张迅速。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形成的其他非流动资产为主，其变现能力受土地出让计划及政府资金到位情况影响较大，公司整体资产流动性弱。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 31.91%，主要为资本公积和实收资本的增长。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 3.09%、90.65%、0.05%和 5.58%。公司所有者权益中资本公积占比大，主要为市财政局持续划拨的市政项目建设资金。

2015~2017 年，公司实收资本年分别为 1.00 亿元、20.69 亿元和 20.69 亿元，2016 年较上年底大幅增长 19.69 亿元，主要系资本公积转增资本所致。

2015~2017 年，公司资本公积持续增长，年均复合增长 19.10%；2016 年底为 484.85 亿元，同比增长 13.42%，除新增财政拨付的片区土地收储及市政项目建设资金 57.54 亿元外，其他系光电项目投资拨款 11.42 亿元以及政府划拨福州市城乡规划设计院有限公司、省二建为公司全资子公司（净资产合计 3.51 亿元）；2017 年底，公司资本公积为 606.36 亿元，同比增长 25.09%，主要为市财政局持续划拨的片区改造、保障房建设和市政项目建设资金。

截至 2017 年底，公司少数股东权益 110.78 亿元，较上年底增加 43.16 亿元，主要系建信投资作为基金管理人将“建信海丝 1 号福州城投投资基金”资金陆续注入福州京东方所致。

总体看，公司所有者权益以资本公积为主，资本公积多为项目对应财政拨款，稳定性一般；同时考虑到少数股东权益实为“明股实债”，所有者权益质量一般。

负债

2015~2017 年，公司负债总额较快增长，年均复合增长率为 13.11%，主要是短期借款、

应付账款、预收款项、和长期借款的增加。2017 年底，公司负债总额 679.49 亿元，基本与上年持平，其中流动负债和非流动负债分别占 49.42%和 50.58%。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 14.45%；2017 年底，公司流动负债 335.79 亿元，同比增长 16.22%，主要由短期借款（占 16.36%）、应付账款（占 23.82%）、预收款项（占 26.86%）、其他应付款（占 15.91%）和一年内到期的非流动负债（14.24%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款有所波动，年均复合增长 30.25%，主要为信用借款。2017 年底，公司短期借款 54.95 亿元，同比增长 91.56%，主要以信用借款为主。

2015~2017 年，公司应付账款有所波动，年均复合增长 31.95%；2017 年底，公司应付账款 80.00 亿元，同比增长 75.37%，主要系公司工程施工和保障房建设进度加快所致，大多为应付施工方工程款、材料款以及土地款。

2015~2017 年，公司预收账款较快增长，年均增长 43.84%；2017 年底，公司预收账款 90.21 亿元，同比增长 18.96%，主要由于预收售房款增加。

2015~2017 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 27.90%，主要为政府部门保障房统购款；截至 2017 年底，公司其他应付款 53.41 亿元，同比下降 45.45%，主要是收到政府集中购买保障房的统购款。在保障房项目完工并取得产权证后，计入其他应付款的对应余额会转入预收账款。

2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 47.83 亿元，同比增加 33.74 亿元，为一年内到期的长期借款和应付债券。

2017 年底，公司其他流动负债 2.00 亿元，为公司发行的短期融资券，已调整至短期债务及相关指标核算。

2015~2017 年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长 11.85%，主要是长期借款及长期应付款的大幅增加所致。2017 年底，公司非流

动负债 343.70 亿元，同比下降 12.56%，主要系长期借款及应付债券减少所致。2017 年底，公司非流动负债由长期借款（占比 65.03%）、应付债券（占比 18.50%）、专项应付款（占比 3.91%）及长期应付款（占比 12.56%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款有所波动，年均复合增长率为 17.26%，主要是公司代建市政和片区综合改造项目增加导致借款增多。2017 年底，公司长期借款为 223.49 亿元，同比下降 11.91%，主要是调整至一年内到期的非流动负债所致。

2015~2017 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 10.56%；2017 年底，公司应付债券 63.60 亿元，同比下降 47.44%，主要系到期偿付或调整至一年内到期的非流动负债所致。

2015~2017 年，公司长期应付款增长较快，年均复合增长 26.39%，主要是应付福州市财政局和福州市国有资产营运公司项目建设资金。2016 年底，公司长期应付款减少至 9.63 亿元，主要系公司归还市财政局长期应付款 17.40 亿元所致。2017 年底，公司长期应付款 43.18 亿元，较上年底增加 33.55 亿元，主要系增加应付福州市国有资产营运公司 35.70 亿元市政项目建设资金。

2015~2017 年，公司专项应付款持续增长，年均复合增长 53.80%；2017 年底，公司专项应付款 13.42 亿元，同比增长 54.28%，主要系市政府为加快工程进度，福州市财政直接将市政施工成本款拨付给施工方，并通知公司记账所致。

从有息债务看，2015~2017 年，受长期借款及应付债券不断变动影响，公司全部债务规模有所波动，分别为 300.13 亿元、430.03 亿元和 393.07，年均复合增长率为 14.44%。从债务结构来看，公司主要以长期债务为主，近三年长期债务的占比分别为 80.64%、87.14%和 73.04%；债务指标方面，2015~2017 年，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均波动下降，2017 年底上述指标分别为 33.52%和

26.91%；资产负债率持续下降，2017 年底为 46.79%。若将计入少数股东权益中的“明股实债”部分计入有息债务，公司的实际债务负担将有所加重。

表 8 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
短期债务	58.11	55.31	105.97
长期债务	242.03	374.72	287.09
全部债务	300.13	430.03	393.07
长期债务资本化比率	35.07	38.22	26.91
全部债务资本化比率	40.11	41.52	33.52
资产负债率	54.24	52.97	46.57

资料来源：根据公司审计报告整理

注：报告将其他流动负债中的有息部分调整至短期债务核算

总体看，受益于政府财政资金的注入，公司所有者权益规模较大，由于承担代建市政项目和片区综合改造项目，公司有息债务规模较大，考虑到市政代建项目借款由财政负责偿还，公司债务负担一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，受工程施工业务快速增长带动，公司营业收入快速增长，年均复合变动率 77.40%。2017 年，公司实现营业收入 149.35 亿元，主要为工程施工、房地产销售和住宿餐饮服务性收入。随着营业收入的增加，2015~2017 年，公司营业成本年均复合增长 85.90%，2017 年公司营业成本 132.92 亿元，主要为工程施工成本和房地产销售成本。

表 9 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	47.46	76.47	149.35
其他收益	--	--	4.16
营业利润	2.73	5.37	13.03
营业外收入	6.35	6.65	0.09
利润总额	10.85	11.97	13.05
营业利润率	13.89	12.12	9.30
总资本收益率	1.17	1.11	1.15
净资产收益率	1.77	1.71	1.47

资料来源：根据公司审计报告整理

2015~2017 年，公司期间费用分别为 3.85 亿元、4.25 亿元和 5.61 亿元，占营业收入比重分别

为8.11%、5.56%和3.76%，期间费用以管理费用为主。2017年，公司管理费用3.80亿元，同比增长33.35%，主要源于职工薪酬的增加。由于公司大部分利息支出资本化，公司财务费用相对较低。

受营业外收入（主要为政府补贴片区开发收益）影响，2015~2016年，公司利润总额分别为9.04亿元和11.83亿元，其中营业外收入分别为6.35亿元和6.65亿元。2017年，公司利润总额为13.05亿元，受政府补贴片区开发收益计入其他收益影响，公司实现其他收益4.16亿元。片区开发收益对公司利润的贡献较大。

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率持续下降，2017年为9.30%。2015~2017年，公司总资本收益率有所波动，总资本收益率分别为1.17%、1.11%和1.15%；公司净资产收益率持续下降，分别为1.77%、1.72%和1.47%，公司整体盈利能力弱。

总体看，公司营业收入受工程施工和房地产销售收入影响较大，片区开发收益对公司利润有较大支撑，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金不断上升，分别为78.92亿元、101.61亿元和131.44亿元，主要是因为公司工程业务施工收入不断增加所致。公司现金收入比持续下降，分别为166.30%、132.87%和92.02%。2015~2017年，公司收到其他与经营活动有关现金分别为60.80亿元、30.59亿元和72.62亿元，其中，2016年变动幅度较大主要是因为暂列在其他应付款中的新增保障房统购款项减少所致；经营活动现金流入量分别为139.72亿元、132.20亿元和210.06亿元。2015~2017年，公司经营活动现金流出分别为258.10亿元、206.17亿元和224.83亿元，流出规模波动下降，主要是因为公司购买商品接受劳务支付的现金（公司安置房、工程施工等项目）以及支付其他与经营活动有关的现金

（业务往来款、保证金、押金等）波动下降所致。2015~2017年经营活动产生的现金流量净额分别为-118.38亿元、-73.98亿元和-14.77亿元。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	139.73	132.20	210.06
经营活动现金流出量	258.10	206.17	224.83
经营活动现金流净额	-118.38	-73.98	-14.77
投资活动现金流净额	5.98	-95.87	-3.55
筹资活动现金流净额	140.63	214.77	1.42
现金收入比	166.30	132.87	92.02

资料来源：根据公司审计报告整理

从投资活动看，2015~2017年公司投资活动现金流入分别为113.49亿元、105.15亿元和153.51亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金，为收到市财政局拨付市政项目及片区综合开发项目收益款项。近三年，投资活动现金流出分别为107.51亿元、201.02亿元和157.06亿元，主要为支付其他与投资活动有关的现金，为市政项目及片区开发项目款项（支付给施工方，计入支付其他与投资活动有关现金）。近三年投资活动流出金额波动增加，主要是因为政府下达的投资任务的增加，导致公司市政项目投资有所增加。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为5.98亿元、-95.87亿元和-3.55亿元。

2015~2017年，公司筹资活动产生的现金净流量分别为140.63亿元、214.77亿元和1.42亿元，公司筹资活动主要为银行借款、市财政局拨付贷款利息（收到其他与筹资活动有关的现金）以及发行债券等。其中，2016年，公司吸收投资收到的现金77.97亿元，主要由福州京东方吸收少数股东投资66.38亿元以及公司收到财政拨款11.44亿元构成。

总体看，公司经营活动现金流量持续净流出，投资支出全部为市政项目和片区综合改造工程，对外融资需求较大。未来几年公司仍有较大规模的资本性支出，公司依靠自身的收入水平不能满足资金需求，预计未来仍将保持较大的融资规模。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2017 年底分别为 267.24%和 119.08%，公司速动比率较低主要是由于公司流动资产中存货比例较高所致。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比快速下降，2017 年为-4.40%；同期，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数波动下降，2017 年底为 0.85 倍。总体看，公司短期债务快速上升，但考虑到现金类资产规模较大，公司短期支付压力一般。

从长期偿债指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 10.24 亿元、14.33 亿元和 17.28 亿元；全部债务/EBITDA 波动下降，分别为 29.31 倍、30.00 倍和 22.75 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较弱，但考虑到公司代建市政建设项目债务由政府偿还，公司实际债务偿还能力要高于账面指标值。总体而言，公司整体偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司对外担保总额为 25.94 亿元，担保比率 3.33%；被担保单位罗源县城市建设发展有限公司和福州新区开发投资集团有限公司为国有独资公司，科立视材料科技有限公司为民营企业（与公司有业务往来），上述公司经营情况良好，公司或有负债风险较小。

表 11 截至 2017 年底对外担保情况(单位: 万元)

被担保单位	担保金额
罗源县城市建设发展有限公司	139400.00
福州新区开发投资集团有限公司	100000.00
科立视材料科技有限公司	20000.00
合计	259400.00

资料来源：公司提供

2018 年 3 月底，公司共获得银行授信总额为 729.80 亿元，已使用额度 436.71 亿元，未使用额度 293.09 亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

2017 年底，公司全部债务和长期债务分别

为 393.07 亿元和 287.09 亿元。本期债券拟发行总规模（3 亿元）分别相当于 2017 年底公司全部债务和长期债务的 0.76%和 1.04%，本期债券的发行对公司现有债务规模及结构影响不大。

2017 年底，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分别为 46.57%、33.52%和 26.91%，以公司 2017 年底财务数据为基础，同时将公司已发行的 6 亿元“18 榕城停车偿债 01 /18 榕城 01”、8 亿元“18 榕城停车偿债 02 /18 榕城 02”和 6 亿元“19 榕城停车偿债 01 /19 榕城 01”考虑在内，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 47.40%、34.80%和 28.45%。公司有息债务规模将上升，但整体债务负担一般。

2. 本期债券偿债能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 10.24 亿元、14.33 亿元和 17.28 亿元，为本期债券拟发行总规模的 3.41 倍、4.78 倍和 5.76 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保障程度较强。同期，公司经营活动的现金流入量分别为 139.72 亿元、132.20 亿元和 210.06 亿元，分别为本期债券拟发行总规模的 46.57 倍、44.07 倍和 70.02 倍，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很强；经营活动产生的现金流量持续净流出，对本期债券无保障能力。本期债券设置分期偿还条款，有效降低了本期债券的集中偿付压力。

假设本期债券于 2019 年成功发行，考虑到“18 榕城停车偿债 01 /18 榕城 01”、“18 榕城停车偿债 02 /18 榕城 02”和“19 榕城停车偿债 01 /19 榕城 01”已发行成功，且投资者均于第五年回售全部剩余本金，则公司将于 2023 年偿付四期债券待偿还金额 11.50 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 2023 年四期债券待偿还金额的 0.89 倍、1.25 倍和 1.50 倍；同期，经营活动现金流入量分别为待偿还金额的 12.15 倍、11.50 倍和 18.27 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很强，同时分期偿还条款的设

置有效降低了本期债券的集中偿付压力。

3. 债权保护条款分析

为保证本期债券募集资金合理使用，公司与国家开发银行股份有限公司福建省分行（以下简称“监管银行”）签订了《2018年福州城市建设投资集团有限公司公司债券募集资金监管协议》（以下简称“《募集资金账户监管协议》”）和《2018年福州城市建设投资集团有限公司公司债券偿债基金专项账户监管协议》（以下简称“《偿债账户监管协议》”）。

根据《偿债账户监管协议》，在本期债券发行结束后二十个工作日内，公司应在监管银行设立唯一偿债账户，用于偿债资金的接收、划转及存储。公司应在本期债券的每个还本付息日前五个工作日内向偿债账户中划入偿债资金，保证在本期债券的每个还本付息日前五个工作日偿债专户有足额的资金支付债券当期本息。监管银行应依据协议的约定保管偿债专户内的资金，并监督公司对该资金的使用。监管银行应根据公司的指令，于债券每一付息日或兑付日（即G日）前三个工作日（即G-3日）将当期应付本金和利息划转至本期债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。截至债券每一付息日或兑付日（即G日）前三个工作日（即G-3日）14:00前，监管银行如仍未收到公司的指令视同公司授权监管银行于债券每一付息日或兑付日（即G日）前三个工作日（即G-3日）将当期应付本金和利息划转至本期债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。根据《募集资金账户监管协议》，公司在监管银行开设募集资金专项账户，用于公司债券募集资金的存储和使用。监管银行对公司提交的支付指令上载明的款项用途是否符合《募集说明书》及《募集资金账户监管协议》约定进行表面相符性的形式审查，若发现公司的支付指令违反法律法规有关规定、《募集说明书》及《募集资金账户监管协议》约定，监管银行应要求公司改正并有权不执行公司的支付指

令。总体来看，偿债账户监管协议和募集资金账户监管协议有助于本期债券资金的合规使用与归集，减少并降低了操作风险。

公司与国开证券股份有限公司签订了《2018年福州城市建设投资集团有限公司公司债券债权代理协议》，在本期债券存续期限内，债权代理人将代表债券持有人，依照协议的约定维护债券持有人的最大利益。

十、结论

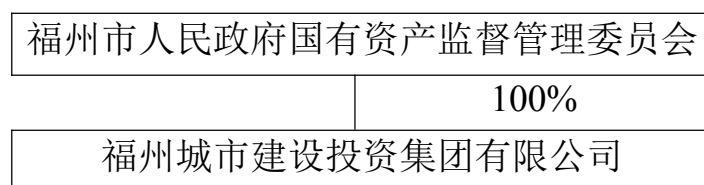
公司作为福州市大型投资集团之一，是城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）、新设产业园区、酒店餐饮业等的投资商、开发商、建设商和运营管理商。近年来，福州市经济情况发展稳定、财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。受工程施工收入增长、保障房不断竣工并结转收入影响，公司营业收入大幅增长。

近年来，公司以工程施工和房地产销售业务为主，资产以存货和其他非流动性资产等流动性较差的资产为主，整体流动性较弱，盈利能力较弱，政府补贴对公司盈利能力影响较大。公司安置房建设支出规模较大，导致经营活动现金流持续净流出，外部融资压力大。公司资本公积多为项目对应财政拨款，稳定性一般，同时考虑到少数股东权益实为“明股实债”，所有者权益质量一般。考虑到公司为福州市的大型投资集团之一，福州市政府对公司的持续支持进一步支撑公司整体偿债能力。

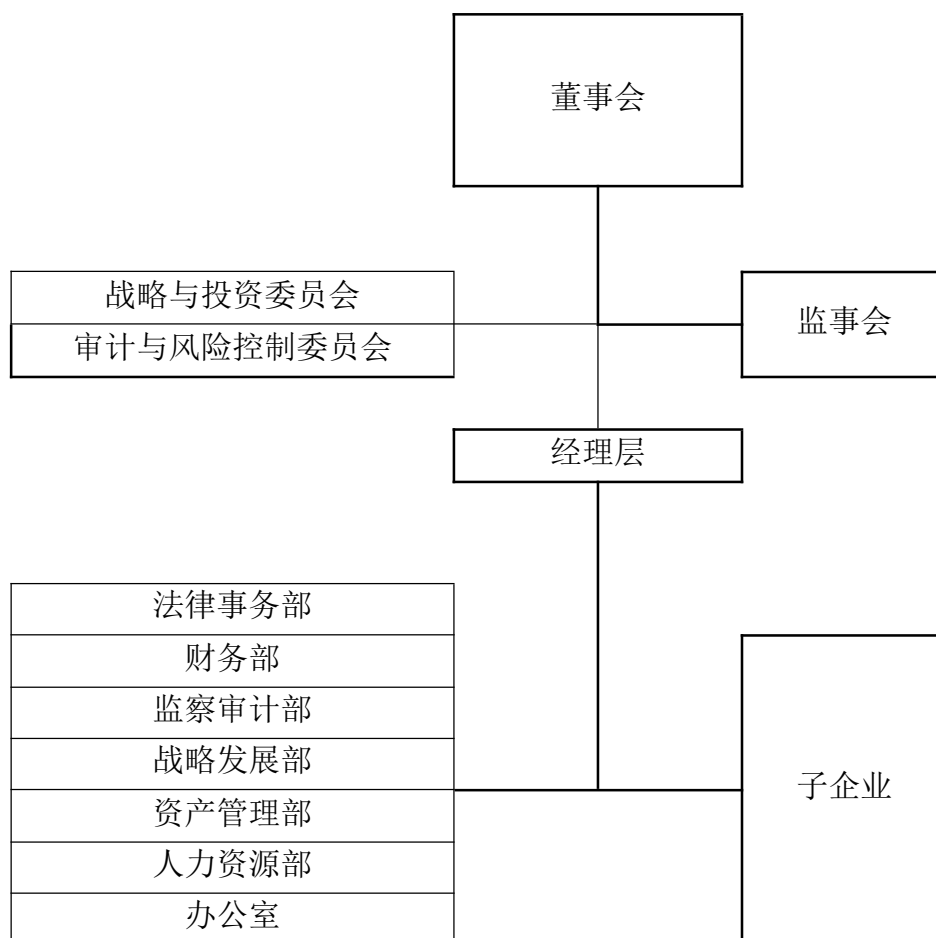
本期债券设置分期偿还条款，降低了到期集中兑付压力，有利于提高本期债券偿付的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 2017 年底公司股权及组织结构图



附件 1-2 2017 年底公司组织结构图



附件 2 2017 年底公司合并范围内一级子公司情况

企业名称	注册资本	持股比例	经营范围
福州市城乡建设发展总公司	1.78 亿元	100.00%	兴办国内大、中型桥梁，中高等级公路，隧道及配套工程的实业，建设管理及建后的经营管理，利用国内外贷款，开展中外合作，中外合资及房地产开发等。
福州市建设发展集团有限公司	5.00 亿元	100.00%	房屋、基础设施和配套设施的开发、销售和租赁；拆迁、装修及物业管理服务。
福州聚春园集团有限公司	0.52 亿元	100.00%	主食、热菜、自助餐、客房、咖啡厅、电影放映、美容美发厅，酒烟、日用百货零售（以上经营范围仅限分支机构经营）；自由房屋租赁；提供烹调基数咨询服务。
福建省二建建设集团有限公司	3.00 亿元	100.00%	房建、市政工程总承包一级资质；地基与基础、装修、幕墙、钢结构、机电施工专业总承包一级资质；起重设备安装工程一级资质；金属门窗工程专业承包；消防设施工程设计与施工；建筑智能化工程设计与施工；房地产开发；设备安装；水泥混凝土制品、水泥预制构件、碎石、沙的生产，销售；建筑工程机械和钻探机械以及模、板、架、构件的租赁；汽车维修（二保）（另设分支机构经营）；建筑幕墙、室内外建筑装饰工程设计；建筑外窗及幕墙制作、安装。承包与其实力、规模、业绩相适应的国外工程项目；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；自有房产租赁。
福州市城乡规划设计院有限公司	0.05 亿万元	100.00%	丙级城市规划设计，城市规划设计技术咨询技术服务；模型制作，零售文化用品。
福州城投京东方投资有限公司	0.95 亿元	55.00%	对光电行业的投资。

附件 3 主要财务数据及计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	63.83	108.02	90.52
资产总额(亿元)	979.13	1287.58	1459.18
所有者权益(亿元)	448.06	605.59	779.68
短期债务(亿元)	58.11	55.31	105.97
长期债务(亿元)	242.03	374.72	287.09
全部债务(亿元)	300.13	430.03	393.07
营业收入(亿元)	47.46	76.47	149.35
利润总额(亿元)	9.04	11.97	13.05
EBITDA(亿元)	10.24	14.33	17.28
经营性净现金流(亿元)	-118.38	-73.98	-14.77
财务指标			
销售债权周转次数(次)	15.65	9.78	10.18
存货周转次数(次)	0.14	0.17	0.28
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.11
现金收入比(%)	166.30	132.87	92.02
营业利润率(%)	13.89	12.12	9.30
总资本收益率(%)	1.06	1.11	1.15
净资产收益率(%)	1.77	1.71	1.47
长期债务资本化比率(%)	35.07	38.22	26.91
全部债务资本化比率(%)	40.11	41.52	33.52
资产负债率(%)	54.24	52.97	46.57
流动比率(%)	210.78	275.71	267.24
速动比率(%)	87.42	124.76	119.08
经营现金流动负债比(%)	-46.18	-25.60	-4.40
全部债务/EBITDA(倍)	29.31	30.00	22.75
EBITDA 利息倍数(倍)	0.71	0.79	0.65

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.在计算 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 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	
净资产年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年均复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年均复合增长率	
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	营业利润 / 营业收入净额×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	
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

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 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。

联合资信评估有限公司关于 2019 年福州城市建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

福州城市建设投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

福州城市建设投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对福州城市建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，福州城市建设投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注福州城市建设投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现福州城市建设投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对福州城市建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如福州城市建设投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对福州城市建设投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与福州城市建设投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。