

信用等级公告

联合〔2019〕2787号

福州城市建设投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的 2019 年公司债券（第二期）进行了主动评级，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_{pi}，评级展望为“稳定”

福州城市建设投资集团有限公司发行的 2019 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019 年福州城市建设投资集团有限公司 公司债券（第二期）主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：4 亿元

债券期限：5+5 年

还本付息方式：按年付息，分期还本

评级时间：2019 年 12 月 26 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,287.58	1,459.19	1,595.93
所有者权益（亿元）	605.59	779.80	851.31
长期债务（亿元）	374.72	287.09	311.90
全部债务（亿元）	430.03	393.07	432.83
营业收入（亿元）	76.47	149.35	179.44
净利润（亿元）	10.37	11.32	11.94
EBITDA（亿元）	14.33	16.72	17.83
经营性净现金流（亿元）	-73.98	-14.77	-49.90
营业利润率（%）	12.12	9.30	7.54
净资产收益率（%）	1.97	1.63	1.46
资产负债率（%）	52.97	46.56	46.66
全部债务资本化比率（%）	41.52	33.51	33.71
流动比率（倍）	2.76	2.58	1.97
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	12.24	0.98	1.15
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.58	4.18	4.46

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；4. 2016 年财务数据采用 2017 年年初数，2017 年财务数据采用 2018 年年初数

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对福州城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为福州市投资集团之一，负责福州市区内的基础设施建设、重点区域和旧屋区综合开发业务，得到外部的大力支持；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，联合评级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；安置房建设支出规模较大，经营性现金流持续净流出，未来融资压力大；部分募投项目的投资进度较计划滞后，项目未来产生收入的时间可能延迟等因素对其经营和发展带来的不利影响。

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，联合评级对公司评级展望为稳定。

综上，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，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 福州市经济发展情况稳定，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，公司承担了福州市城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发、新设产业园区、酒店餐饮业等的投资、开发、建设和运营工作，持续获得在业务和资金等方面的外部支持。

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，公司营业收入逐年增长。

4. 本期债券设置分期偿付条款，有助于

降低公司集中偿付压力。

关注

1. 公司片区改造和市政建设支出等形成的其他非流动资产规模较大，且代建市政项目暂无明确回购安排，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。

3. 截至报告出具日，部分募投项目的投资进度较计划滞后，项目未来产生收入的时间可能延迟，联合评级将持续关注募投项目进度和收入实现情况。

分析师

黄旭明

电话：010-85172818

邮箱：huangxm@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

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，初始注册资本 5,000 万人民币，是经福州市人民政府（以下简称“福州市政府”）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 2018 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 2018 年底，公司本部设有办公室、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 2018 年底，公司合并范围内一级子公司共 7 家，在职员工 5,857 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,595.93 亿元，负债合计 744.62 亿元，所有者权益合计 851.31 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 740.10 亿元。2018 年，公司实现营业收入 179.44 亿元，净利润 11.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额-49.90 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.29 亿元。

公司注册地址：福州市台江路 15 号城投大厦 17 楼。法定代表人：黄志强。

二、本期债券概况及募集资金用途

1、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），国家发展和改革委员会同意公司发行不超过 70 亿元的公司债券，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。公司已于 2019 年 4 月成功发行 3 亿元 2019 年福州城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）（债券简称：19 福州城投债 01/19 福州 01），募集资金全部用于补充营运资金。

本期 2019 年福州城市建设投资集团有限公司公司债券（第二期）（以下简称“本期债券”）发行规模 4 亿元，期限 5+5 年，附第 5 年底公司调整票面利率选择权（调整范围 0 至 300 个基点）及投资者回售选择权。本期债券按年付息，分期还本，在本期债券存续期第 3~4 年底按本期债券总额 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 年底，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项目建设。

2、本期债券募投项目概况

本期债券拟募集资金 4.00 亿元，将用于中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目、福建省宁德市蕉城区漳湾片区道路工程 PPP 项目、永泰县生态主题公园等一揽子民生工程 PPP 项目和衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程 PPP 项目（以下简称“募投项目”），上述项目拟分

别使用本期债券募集资金金额为 1.50 亿元、0.50 亿元、1.00 亿元和 1.00 亿元。

表 1 本期债券募集资金用途（单位：亿元、%）

序号	资金用途	项目总投资	拟使用本期债券资金	占项目总投资比例
1	中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目	14.12	1.50	10.62
2	福建省宁德市蕉城区漳湾片区道路工程 PPP 项目	6.28	0.50	7.96
3	永泰县生态主题公园等一揽子民生工程 PPP 项目	5.87	1.00	17.04
4	衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程 PPP 项目	4.68	1.00	21.37
合计		30.96	4.00	--

资料来源：公司提供

（1）中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目

中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目（以下简称“福州片区 PPP 项目”）建设主体为福州市琅岐建设发展有限公司（以下简称“琅岐建设”），琅岐建设由政府出资代表和社会资本方共同出资设立。其中，社会资本方为福州市城乡建设发展有限公司（以下简称“福州建总”，原福州市城乡建设发展总公司，为公司全资子公司）、福建省榕圣市政工程股份有限公司（以下简称“榕圣市政”）、福州市规划设计研究院和福州市勘测院，分别持有琅岐建设 88.35%、4.75%、1.42%和 0.48%的股权，政府出资代表为福州市琅岐路桥建设有限公司，持有琅岐建设 5%的股权。

福州片区 PPP 项目由中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施道路及园林绿化工程（以下简称“道路和绿化工程”）和中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施河道整治工程（以下简称“琅岐区块河道整治工程”）两个子项目组成。

道路和绿化工程建设内容为新建 9 条市政道路，全长合计 10.28 公里；总绿化面积 33.46 万平方米。道路和绿化工程项目总投资估算 130,399.97 万元，其中工程费用 93,034.53 万元，工程建设其他费用 31,155.92 万元，基本预备费 6,209.52 万元，相关审批见表 2。

表 2 道路和绿化工程审批情况

审批文件	批复部门	批准文号或证号
福州市经济技术开发区发展和改革局关于中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施道路及园林绿化工程可行性研究报告的批复	福州市经济技术开发区发展和改革局	榕开发改〔2016〕72 号
项目节能评估报告审查意见		
社会稳定风险评估报告审核意见		
福州市经济技术开发区环境保护局关于中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施道路及园林绿化工程环境影响报告表的批复	福州市经济技术开发区环境保护局	榕马开环评〔2017〕01 号
建设项目选址意见书	福州市城乡规划局	建字第 350105201500044 号
建设项目用地预审意见书	福州市马尾区国土资源局	榕马国土资〔2015〕027 号

资料来源：公司提供

琅岐区块河道整治工程建设内容为河道开挖、河岸堤防和景观绿化等。琅岐区块河道整治工程总投资估算 10,789.74 万元，其中工程建设费 6,785.42 万元，工程建设其它费 3,490.52 万元，基本预备费 513.80 万元，相关审批见表 3。

表 3 琅岐区块河道整治工程审批情况

审批文件	批复部门	批准文号或证号
福州市经济技术开发区发展和改革局关于中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施河道整治工程可行性研究报告的批复	福州市经济技术开发区发展和改革局	榕开发改（2016）86 号
项目节能评估报告审查意见		
社会稳定风险评估报告审核意见		
福州市经济技术开发区环境保护局关于中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施项目河道整治工程环境影响报告表的批复	福州市经济技术开发区环境保护局	榕马开环评（2017）18 号
建设项目选址意见书	福州市城乡规划局	建字第 350105201500044 号
建设项目用地预审意见书	福州市马尾区国土资源局	榕马国土资（2015）027 号

资料来源：公司提供

福州片区 PPP 项目已纳入财政部政府和社会资本合作中心 PPP 项目库，采用 PPP 模式相关批复见表 4。该项目合作期包括建设期和运营维护期，建设期（含项目前期勘察设计工作时间）约 3 年、运营维护期 7 年。付费方式方面，该项目采用政府直接购买服务方式付费，政府根据项目的可用性以及服务的质量进行付费。

表 4 福州片区 PPP 项目审批情况

批复文件名称	批复部门	批准文号或证号	印发时间
关于同意中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目资格预审文件、PPP 项目实施方案的函	琅岐经济区管委会	--	2015 年 9 月 25 日
福州市马尾财政局关于中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目物有所值评价和财政承受能力论证意见的函	福州市马尾财政局	--	2015 年 10 月 25 日

资料来源：公司提供

福州片区 PPP 项目建设期规划为 36 个月，预计自 2017 年 3 月至 2020 年 3 月。截至 2019 年 9 月底，该项目累计投资 3.05 亿元，占总投资的 21.60%。

福州片区 PPP 项目的建设将改善琅岐岛内的路网结构，完善琅岐区块基础设施建设，推动琅岐国际生态旅游岛开发。同时，琅岐岛西片经规划后，原有排涝体系已不能满足发展需要，河道整治工程可以提高片区排涝标准，改善周边自然环境及水生态环境，进而促进琅岐自贸区的开发建设。

（2）福建省宁德市蕉城区漳湾片区道路工程 PPP 项目

福建省宁德市蕉城区漳湾片区道路工程 PPP 项目（以下简称“宁德市 PPP 项目”）建设主体为宁德漳湾片道路建设投资有限公司（以下简称“漳湾建设”），漳湾建设由社会资本方和政府出资代表共同出资设立。其中，公司、福建省二建建设集团有限公司（以下简称“省二建”）、中船第九设计研究院工程有限公司和福建省禹川工程管理有限公司，分别持有漳湾建设 94.70%、0.10%、0.10%和 0.10%股权，政府出资代表宁德市蕉城宏鑫交通工程投资有限公司持有 5%股权。

宁德市 PPP 项目由宁德市主城区漳湾片区增坂路和隆兴路（东侨路至金湾路段）工程（以下简称“增坂路和隆兴路工程”）、宁德市主城区漳湾片区东侨路（疏港路至天德路段）道路工程（以下简称“东侨路工程”）、宁德市主城区漳湾片区金湾路（郑岐路至斗门路段）道路工程（以下简称“金湾路工程”）和宁德市主城区漳湾临港片区西陂塘片增坂溪河道整治工程（以下简称“漳湾临港片区河道整治工程”）等四个子项目组成。增坂路和隆兴路工程建设内容为道路，道路全长 1.391 公里。增坂路和隆兴路工程总投资估算 8,058.66 万元，相关审批见表 5。

表 5 增坂路和隆兴路工程审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
宁德市蕉城区发展和改革局关于宁德市主城区漳湾片区增坂路和隆兴路（东侨路至金湾路段）工程可行性研究报告的重新批复	宁德市蕉城区发展和改革局	宁区发改投（2017）90号	2017年11月7日
社会稳定风险评估报告审核意见			
固定资产投资节能登记表			
建设项目环境影响登记表	宁德市蕉城区环境保护局	备案号201835090200000115	2018年11月20日
宁德市城乡规划局关于东侨路、金湾路、增坂路和隆兴路道路工程建设项目规划选址意见的函	宁德市城乡规划局	宁规函（2017）460号	2017年8月14日
建设项目用地预审意见书	宁德市国土资源局蕉城分局	宁国土资蕉（2017）预039号	2017年9月28日

资料来源：公司提供

东侨路工程建设内容为道路工程、给排水工程、电器工程、交通工程和绿化工程等，该项目总投资估算 17,570.37 万元，相关审批见表 6。

表 6 东侨路工程审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
宁德市蕉城区发展和改革局关于宁德市主城区漳湾片区东侨路（疏港路至天德路段）道路工程可行性研究报告的重新批复	宁德市蕉城区发展和改革局	宁区发改投（2017）89号	2017年11月7日
社会稳定风险评估报告审核意见			
固定资产投资节能登记表			
区级环境保护行政部门审批意见	宁德市蕉城区环境保护局	宁区环监（2019）表3号	2019年1月7日
宁德市城乡规划局关于东侨路、金湾路、增坂路和隆兴路道路工程建设项目规划选址意见的函	宁德市城乡规划局	宁规函（2017）460号	2017年8月14日
建设项目用地预审意见书	宁德市国土资源局蕉城分局	宁国土资蕉（2017）预040号	2017年9月28日

资料来源：公司提供

金湾路工程建设内容为道路工程、给排水工程、电器工程、交通工程和绿化工程等，该项目总长 2.31 公里，总投资估算 29,554.93 万元，相关审批见表 7。

表 7 金湾路工程审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
宁德市蕉城区发展和改革局关于宁德市主城区漳湾片区金湾路（郑岐路至斗门路段）道路工程可行性研究报告的重新批复	宁德市蕉城区发展和改革局	宁区发改投（2017）91号	2017年11月7日
社会稳定风险评估报告审核意见			
固定资产投资节能登记表			
区级环境保护行政部门审批意见	宁德市蕉城区环境保护局	宁区环监（2019）表2号	2019年1月7日
宁德市城乡规划局关于东侨路、金湾路、增坂路和隆兴路道路工程建设项目规划选址意见的函	宁德市城乡规划局	宁规函（2017）460号	2017年8月14日
建设项目用地预审意见书	宁德市国土资源局蕉城分局	宁国土资蕉（2017）预041号	2017年9月28日

资料来源：公司提供

漳湾临港片区河道整治工程建设内容为新建防洪堤 3,462 米，项目总投资估算 7,641.62 万元，

相关审批见表 8。

表 8 漳湾临港片区河道整治工程审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
宁德市蕉城区发展和改革局关于宁德市主城区漳湾临港片区西陂塘片增坂溪河道整治工程可行性研究报告的批复	宁德市蕉城区发展和改革局	宁区发改投〔2017〕83 号	2017 年 11 月 6 日
社会稳定风险评估报告审核意见			
固定资产投资节能登记表			
区级环境保护行政部门审批意见	宁德市蕉城区环境保护局	宁区环监〔2019〕表 4 号	2019 年 1 月 7 日
建设项目用地预审意见书	宁德市国土资源局蕉城分局	宁国土资蕉〔2017〕预 047 号	2017 年 11 月 6 日

资料来源：公司提供

宁德市 PPP 项目已纳入财政部政府和社会资本合作中心 PPP 项目库，采用 PPP 模式相关批复见表 9。该项目合作期为 11.50 年，其中建设期 1.50 年、运营期 10.00 年。付费方式方面，该项目采用“政府付费”的方式，其操作模式为“可用性付费+绩效付费”。除另有说明外，政府方不参与宁德市 PPP 项目分红。

表 9 宁德市 PPP 项目审批情况

批复文件名称	批复部门	批准文号或证号	印发时间
会议纪要（原则同意《蕉城区漳湾片区道路工程 PPP 项目实施方案》）	中共宁德市蕉城区第四届委员会	〔2017〕44 号	2017 年 11 月 21 日
宁德市蕉城区财政局关于《蕉城区漳湾片区道路工程 PPP 项目物有所值评价报告》的结论	宁德市蕉城区	宁区财建〔2017〕52 号	2017 年 11 月 30 日
宁德市蕉城区财政局关于《蕉城区漳湾片区道路工程 PPP 项目财政承受能力论证报告》的批复	宁德市蕉城区	宁区财建〔2017〕53 号	2017 年 11 月 30 日

资料来源：公司提供

宁德市 PPP 项目建设期规划为 1.50 年，预计自 2019 年 2 月至 2020 年 7 月。截至 2019 年 9 月底，该项目累计已投资 1.60 亿元，占总投资的 25.48%。

宁德市 PPP 项目建成后，一方面可以提高临海工业区防洪排涝标准，另一方面将改善宁德市路网结构，改善投资交通环境，发挥城市主干路带动区域经济、拓展港口腹地、支撑产业发展和集聚资源要素的作用。

（3）永泰县生态主题公园等一揽子民生工程 PPP 项目

永泰县生态主题公园等一揽子民生工程 PPP 项目（以下简称“永泰县 PPP 项目”）建设主体为福州永泰生态主题公园建设投资有限公司（以下简称“生态建设”），生态建设由社会资本方和政府出资代表共同出资设立。其中，社会资本方为福州建总、福州市城投建筑有限公司（以下简称“城投建筑”）、榕圣市政、福州市规划设计研究院和福州市勘测院，分别持有生态建设 51.00%、19.99%、19.00%、0.005%和 0.005%股权，政府出资代表永泰县城投实业集团有限公司持有 10%股权。

永泰县 PPP 项目由小汤山生态主题公园（塔山至小汤山）林荫休闲步道项目（以下简称“小汤山项目”）、永泰县进出城关通道节点改造提升项目（以下简称“通道节点改造项目”）、南湖路立体智能停车场项目（以下简称“智能停车场项目”）和南城区便民综合市场项目等四个子项目组成。小汤山项目总用地面积 196,797 平方米，全线长 4.5 公里，外侧铺设木栈道，内侧铺设生态透水

步道，配套建设观景平台、高架人行天桥和休闲长廊等。小汤山项目总投资 17,835.60 万元，资金来源按 PPP 模式筹集解决，相关审批见表 10。

表 10 小汤山项目审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
关于小汤山生态主题公园（塔山至小汤山）林荫休闲步道项目可行性研究报告的复函	永泰县发展和改革委员会	樟发改审批（2017）90 号	2017 年 8 月 9 日
节能评估审查			
社会稳定风险评估			
关于永泰县小汤山生态主题公园（塔山至小汤山）林荫休闲步道工程环境影响报告表的批复	永泰县环境保护局	樟环保审（2018）3 号	2018 年 2 月 9 日
建设项目选址意见书	永泰县住房和城乡建设局	樟城选字第 350125201700018 号	2017 年 7 月 31 日
建设用地预审意见书	永泰县国土资源局	樟国土资规（2017）23 号	2017 年 8 月 3 日

资料来源：公司提供

通道节点改造项目全长约 24.4 公里，改造内容包括道路改善、缆线规整、重新设置道路标识、沿线立面改造、景观绿化、违建临搭拆除和环境卫生整治等。该项目总投资 6,149.74 万元，资金来源按 PPP 模式筹集解决，相关审批见表 11。

表 11 通道节点改造项目审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
关于永泰县进出城通道节点改造提升项目可行性研究报告的复函	永泰县发展和改革委员会	樟发改审批（2017）91 号	2017 年 8 月 9 日
节能评估审查			
社会稳定风险评估			
建设项目环境影响登记表	永泰县环境保护局	备案号：201835012500000014	2018 年 5 月 17 日
建设项目选址意见书	永泰县住房和城乡建设局	樟城选字第 350125201700019 号	2017 年 7 月 31 日
建设用地预审意见书	永泰县国土资源局	樟国土资规（2017）20 号	2017 年 8 月 3 日

资料来源：公司提供

智能停车场项目建设内容为建设 1 座十层高的立体智能停车场，总用地面积 1,175 平方米，建筑面积 2,940 平方米，设置停车位 112 个，配套建设城区公共厕所 10 座。项目总投资 2,654.485 万元，资金来源按 PPP 模式筹集解决，相关审批见表 12。

表 12 智能停车场项目审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
关于南湖路立体智能停车场项目可行性研究报告的复函	永泰县发展和改革委员会	樟发改审批（2017）92 号	2017 年 8 月 10 日
节能评估审查			
社会稳定风险评估			
建设项目环境影响登记表	永泰县环境保护局	备案号：201835012500000015	2018 年 5 月 17 日
建设项目选址意见书	永泰县住房和城乡建设局	樟城选字第 350125201700016 号	2017 年 7 月 28 日
建设用地预审意见书	永泰县国土资源局	樟国土资规（2017）22 号	2017 年 8 月 3 日

资料来源：公司提供

南城区便民综合市场项目总用地 19,881 面积平方米，总建筑面积 90,200 平方米，建设内容包括便民综合市场 1 座和安置房 2 座。该项目总投资 32,097.81 万元，相关审批见表 13。

表 13 南城区便民综合市场项目审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
关于南城区便民综合市场项目可行性研究报告的复函	永泰县发展和改革委员会	樟发改审批〔2017〕93 号	2017 年 8 月 10 日
节能评估审查			
社会稳定风险评估			
建设项目环境影响登记表	永泰县环境保护局	备案号：201835012500000010	2018 年 5 月 7 日
建设项目选址意见书	永泰县住房和城乡建设局	樟城选字第 350125201700017 号	2017 年 7 月 28 日
建设用地预审意见书	永泰县国土资源局	樟国土资规〔2017〕21 号	2017 年 8 月 3 日

资料来源：公司提供

永泰县 PPP 项目已纳入财政部政府和社会资本合作中心 PPP 项目库，采用 PPP 模式相关批复见表 14。该项目的合作期包含建设期与运营期，按各子项目建设期及运营期分别设定，项目整体合作期为 25 年。付费方式方面，永泰县 PPP 项目为经营性项目和准经营性项目捆绑实施，对经营性项目采用“使用者付费”形式，对准经营项目采用“可行性缺口补助”的形式。

表 14 永泰县 PPP 项目审批情况

批复文件名称	批复部门	批准文号或证号	印发时间
常务会议纪要（原则同意小汤山生态主题公园等一揽子民生工程 PPP 项目实施方案）	永泰县人民政府	〔2017〕10 号	2017 年 8 月 10 日
关于永泰县生态主题公园等一揽子民生工程 PPP 项目物有所值评价及财政承受能力论证验证意见的函	永泰县财政局	樟财〔2017〕148 号	2017 年 8 月 4 日

资料来源：公司提供

永泰县 PPP 项目建设期规划为 2 年，预计自 2019 年 3 月至 2021 年 3 月。截至 2019 年 9 月底，该项目累计已投资 0.91 亿元，占总投资的 15.50%。

永泰县 PPP 项目包括四个子项目，该项目建成后不仅可以改变永泰县城镇整体环境面貌，使永泰县的居住品质得到提升，而且有利于解决城区停车难问题，改善城市公共卫生形象。

（4）衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程 PPP 项目

衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程 PPP 项目（以下简称“衢宁铁路 PPP 项目”）建设主体为屏南县路网建设投资有限公司（以下简称“屏南建设”），屏南建设由社会资本方和政府出资代表共同出资设立。其中，社会资本方中公司和榕圣市政持有屏南建设的股权分别为 89%和 1%，政府出资代表方屏南县天宇城市建设投资有限责任公司持有 10%股权。

衢宁铁路 PPP 项目主要建设内容包括衢宁铁路屏南站站前路及站前广场。该项目总投资 46,819.17 万元，其中衢宁铁路屏南站站前路估算投资为 23,854.45 万元，站前广场估算投资为 22,964.72 万元，相关审批见表 15。截至报告出具日，衢宁铁路 PPP 项目项目合同尚未正式签订，联合评级将持续关注后续进展情况。

表 15 衢宁铁路 PPP 项目审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
屏南县发展和改革局关于衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程可行性研究报告的批复	屏南县发展和改革局	屏发改投资〔2018〕55号	2018年10月16日
项目节能评估报告审查意见			
屏南县重大固定资产投资社会稳定风险评估审核意见表	屏南县人民政府	-	-
宁德市屏南生态环境局关于衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程环境影响报告表的批复	宁德市屏南生态环境局	宁屏环监审〔2019〕4号	2019年7月17日
建设项目选址意见书	屏南县住房和城乡建设局	选字第350923201800005号	2018年8月7日
建设项目用地预审意见书	屏南县国土资源局	屏国土预〔2018〕第13号	2018年9月20日

资料来源：公司提供

衢宁铁路 PPP 项目已纳入财政部政府和社会资本合作中心 PPP 项目库，采用 PPP 模式相关批复见表 16。该项目合作期分为建设期和运营期，项目建设期约 15 个月，运营期为 15 年。付费方式方面，衢宁铁路 PPP 项目通过使用者付费和可行性缺口补助弥补建设运营成本并获得合理回报。

表 16 衢宁铁路 PPP 项目审批情况

批复文件名称	批复部门	批准文号或证号	印发时间
屏南县人民政府关于同意衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程 PPP 项目实施方案的批复	屏南县人民政府	屏政综〔2018〕253号	2018年11月23日
屏南县财政局关于衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程 PPP 项目《物有所值评价报告》及《财政承受能力论证报告》的批复	屏南县财政局	屏财建〔2018〕9号	2018年10月19日

资料来源：公司提供

衢宁铁路 PPP 项目建设期规划为 15 个月，预计自 2019 年 10 月至 2020 年 12 月。截至 2019 年 9 月底，该项目尚未投资。

根据屏南县总体规划，屏南县将通过衢宁铁路的修建来完善城市功能。受地理条件约束，现有国道 G237 线道路等级、标准等均较低，已完全不能适应衢宁铁路建设开通的需要，衢宁铁路 PPP 项目的建设有助于解决这一问题。

三、行业及区域经济分析

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。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

(2) 行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 17 2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号）	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101 号）	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求

2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6 号）	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体

部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 福州市区域经济与财政情况

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《2016—2018年福州市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，福州市国民经济保持稳定增长，分别实现地区生产总值6,197.77亿元、7,104.02亿元和7,856.81亿元，分别增长8.5%、8.7%和8.6%。2018年，福州市第一产业增加值494.66亿元，增长4.3%；第二产业增加值3,204.90亿元，增长8.4%；第三产业增加值4,157.26亿元，增长9.2%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为6.3%，第二产业增加值比重为40.8%，第三产业增加值比重为52.9%。2018年，福州市人均地区生产总值102,037元，较上年增长7.4%。2016—2018年，福州市地产产业占比逐渐提升，三次产业结构由8.0:41.9:50.1调整为6.3:40.8:52.9，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。2016—2018年，福州市固定资产投资分别同比增长6.8%、12.3%和11.7%。2018年，第一产业投资增长366.6%；第二产业投资增长24.3%，其中，工业投资增长25.0%；第三产业投资增长7.2%。基础设施投资增长14.7%，占固定资产投资的比重为29.8%；民间投资增长29.9%，占固定资产投资的比重为60.2%。

近年来，福州市财政收入增速较快，2016—2018年，全市一般公共预算总收入分别为934.06亿元、1,005.73亿元和1,118.11亿元，分别同比增长10.1%、7.7%和8.7%，其中，地方一般公共预算收入分别为598.91亿元、634.16亿元和680.38亿元，其中税收收入分别为450.85亿元、483.81亿元和503.74亿元，分别同比增长2.2%、11.9%和4.1%；同期，一般公共预算支出分别为831.24亿元、940.82亿元和923.41亿元。2016—2018年，福州市政府性基金收入615.14亿元、674.01亿元和1,045.46亿元，分别同比增长53.0%、9.6%和55.1%；政府性基金支出501.06亿元、693.78亿元和1,090.05亿元。2018年，福州市政府债务限额999.63亿元，其中市本级509.39亿元、县（市）区490.24亿元；福州市政府债务余额858.89亿元，其中市本级429.19亿元、县（市）区429.70亿元，地方政府债务余额控制在限额范围内，债务风险总体可控。

整体看，福州市经济保持较快增长，固定资产投资快速增长，财政实力较强，作为福州市基础设施建设和片区改造的主体，公司面临的发展机遇较大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

2013年，福州市对由福州市国资委履行出资人职责的企业布局进行重新调整，组建公司、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。

公司是福州市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；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。四大公司定位清晰，业务重叠少。

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。

2. 人员素质

公司设董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 4 人，总会计师 1 人。

黄志强先生，本科学历，高级工程师。曾任福州建总开发部副经理、策划部经理、总经理助理、副总经理，公司党委委员、副总经理。现任公司董事长。

杨飞云先生，大学本科学历，高级工程师。曾任福州鼓楼区住房保障和房产管理局、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，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。2013 年 5 月至今任公司总会计师，兼任福州建总总会计师。

截至 2018 年底，公司从业人数 5,857 人，从文化素质看，高中及以下占 61.19%，大专占 17.69%，本科及以上占 21.12%；从岗位构成看，管理人员占 15.29%，专业技术人员占 21.31%，生产人员占 63.40%。

总体看，公司高管人员学历较高，行业从业经历较为丰富；公司员工素质能满足公司生产经营的实际需要。

3. 外部支持

（1）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 3.00%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，福州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 年起计入“其他收益”。2016—2018 年，公司实现片区开发收益 6.53 亿元、4.15 亿元和 7.08 亿元。

（2）资本金支持

2016年6月，福州市财政局将其2013—2016年拨付公司的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，福州市财政局每年向公司拨付一定金额的财政拨款，计入“资本公积”。2016—2018年，公司资本公积分别增加57.23亿元、121.91亿元和65.05亿元。

总体看，公司在业务支持和资本金注入等方面得到外部的大力支持，公司综合实力和竞争力进一步增强。

五、公司管理

1. 治理结构

根据公司章程，公司设董事会，董事成员5人；董事每届任期三年，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，由福州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。

目前，福州市国资委已委派董事3名、监事2名，其余2名董事、3名监事尚未到任。在剩余董事、监事到任前，福州市国资委安排由已到任的3名董事组成董事会，就公司经营事宜做出董事会决议。公司设总经理1人，由公司董事会聘任。

总体看，公司法人治理结构完善，能够满足公司的发展和经营的需要。

2. 管理体制

公司设办公室、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。

总体看，公司管理制度建设整体健全，整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司营业收入为 179.44 亿元，较上年增长 20.14%。近三年，公司主营业务收入占营业收入的比重均超过 90%，公司主营业务突出。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，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。

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，2016—2018 年，年均复合增长 53.18%。2016—2018 年，公司工程施工收入连续增长，年均复合增长 59.53%。2018 年，公司工程施工收入 72.58 亿元，较上年增长 5.08%，主要系工程量增加所致。2016—2018 年，公司房地产销售收入连续增长，年均复合增长 53.56%。2018 年，公司房地产销售收入 95.12 亿元，较上年增长 35.25%，主要系完工保障房项目结转收入所致。同时，公司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 18 2016—2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 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	28.52	37.30	5.91	69.07	46.25	4.64	72.58	40.45	4.89
房地产销售	40.34	52.75	18.54	70.33	47.09	16.21	95.12	53.01	9.30
住宿餐饮服务	3.37	4.41	9.69	3.33	2.23	6.39	3.51	1.96	18.87
其他业务	4.25	5.56	30.06	6.62	4.43	24.48	8.23	4.59	26.36
合计	76.47	100.00	14.83	149.35	100.00	11.00	179.44	100.00	8.49

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018 年，公司工程施工业务受价格竞争影响，毛利率波动下降；房地产销售业务受安置房双评估政策¹影响，毛利率持续下降。同期，公司住宿餐饮服务业务毛利率波动提高，2017 年，公司高端餐饮业务的收入下降明显，导致当年住宿餐饮服务毛利率受到影响。综合上述因素影响，公司主营业务毛利率不断下降，2018 年为 8.49%。

总体看，公司营业收入大幅增长，但受到安置房双评估政策以及工程施工业务价格竞争等因素影响，毛利率水平逐年下降。

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子公司福州市城乡建设发展有限公司（原名为“福州市城乡建设发展总公司”，以下简称“福州城建”）负责，片区综合改造业务主要由子公司福州城建和福州市建设发展集团有限公司（以下

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

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。市政项目资金来源方面，2011 年以前，福州市财政局出资 20%作为项目资本金，剩余 80%项目资金由公司对外融资解决，对外融资本息由财政划入资金覆盖，财政划入资金在“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 3.00%核算，并在“其他业务收入”中反映，2016—2018 年管理费收益分别为 393.19 万元、1,198.80 万元和 4,455.90 万元。公司代建的市政项目均由福州市财政局根据项目进度或还款期限安排资金拨付，投入在“其他非流动资产”中核算。

截至 2019 年 3 月底，根据福州市委、市政府的建设部署，公司主要承接市政项目包括 169 项；项目总投资约 857.03 亿元，已完成投资约 311.70 亿元；其中已竣工 99 项、在建 70 项；考虑到 2011 年后的市政代建项目均由财政全额拨款，公司未来投资压力尚可。2016—2018 年，公司收到市政工程政府财政拨款 27.51 亿元、25.36 亿元和 60.58 亿元。

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，项目资金均为公司自筹。在片区土地出让后，政府按照片区开发成本的 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“营业外收入”中反映，2017 年计入“其他收益”。2016—2018 年，公司分别实现片区项目回报 6.53 亿元、4.15 亿元和 7.08 亿元。土地出让后，土地出让收益返还先进入“资本公积-财政拨付款”科目核算，年底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，2016—2018 年，公司出让土地分别为 118.29 亩、126.00 亩和 355.40 亩，实际收到土地出让返还金额为 72.32 亿元、144.31 亿元和 72.01 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司主要片区改造项目总投资 1,101.23 亿元，已完成投资 601.39 亿元，尚需投资 499.84 亿元。总体看，公司未来片区综合开发板块融资压力大。

表 19 截至 2019 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	159.61	12.77
北江滨商务中心片区开发	116.10	52.71	4.21
北江滨二期片区开发		29.23	2.34
鹤林组团横屿片区开发	169.45	129.61	10.36
金鸡山溪口组团南片区（一期）棚改	71.12	18.67	0.71
排尾红星地块旧屋区改造	229.08	49.95	0.46
连潘棚户区改造	138.07	121.60	7.97
鼓楼区义井村旧屋区改造项目二	77.96	29.57	--
连江新玉荷路周边棚户区改造项目	10.45	10.44	--
合计	1,101.23	601.39	--

注：1.各项求和数与合计数不等系四舍五入所致；2.鼓楼区义井村旧屋区改造项目二采用政府购买服务；3.福州市政府明确益凤片区土地整治项目建设资金改为由财政直接拨款，之前已投入的融资性资金全部偿还，截至 2019 年 3 月底该项目开发成本余额仅为 1.39 亿元，后续公司不再投入资金

资料来源：公司提供

总体看，公司项目建设经营持续性强，但政府回购计划和成本返还进度的不确定性将使公司面临一定的流动性压力，公司未来项目投资规模较大，面临一定融资压力。

（2）工程施工

公司工程施工业务经营主体是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”）、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。

2016—2018 年，公司工程施工板块收入分别为 28.52 亿元、69.07 亿元和 72.58 亿元，毛利率呈现波动下降趋势，分别为 5.91%、4.64%和 4.89%，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 36,068.73 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 70%；截至 2018 年底，福州建筑总资产合计 33.79 亿元、所有者权益合计 4.54 亿元；2018 年，福州建筑实现收入 13.86 亿元、净利润 0.27 亿元。

榕圣市政注册资本人民币 10,000.00 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建筑施工业务，其中福州市项目占比较多。榕圣市政技术力量雄厚，施工经验丰富，综合实力较强；目前，榕圣市政承接的重点项目主要为泉惠石化基地基础设施建设项目。截至 2018 年底，榕圣市政总资产合计 4.75 亿元、净资产合计 0.69 亿元；2018 年，榕圣市政实现收入 8.42 亿元、净利润 1,059.52 万元。

三桥市政成立于 1997 年 10 月，注册资本人民币 2,000.00 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，主要从事小规模市政项目建设。截至 2018 年底，三桥市政总资产合计 2,247.48 万元、净资产合计 1734.10 万元；2018 年，三桥市政实现收入 3,224.12 万元，净利润 18.21 万元。

省二建成立于 1987 年 1 月，注册资本为 30,000.00 万元人民币。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 2018 年底，省二建资产总额 25.13 亿元，所有者权益 4.00 亿元。2018 年，省二建实现营业收入 51.53 亿元，净利润 2,161.08 万元。

总体看，公司工程施工板块资质较为齐全，综合实力较强，2016—2018 年工程施工业务收入快速增长，但受行业集中度低、竞争激烈因素影响，毛利率水平有所降低。

（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。2016—2018 年，该板块营业收入分别为 40.34 亿元、70.33 亿元和 95.12 亿元；毛利率不断下降，分别为 18.54%、16.21%和 9.30%。

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。2016—2018 年，公司分别确认商品房销售收入 1,643.13 万元、28.55 万元和 1,374.13 万元。截至 2019 年 3 月底，公司在建商品房项目为祥浦居花园和祥浦苑，已投资 9.37 亿元，尚需投资 6.05 亿元；拟建商品房项目为观湖郡和翰林壹号项目，预计总投资额 66.96 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。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，即公司通过公开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。

截至2019年3月底，公司主要保障房项目24项，其中在建项目19项，拟建项目6项，项目总投资280.68亿元，已投资157.75亿元，尚需投资122.93亿元，公司未来保障房项目资金需求较大。

表20 截至2019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	项目类型	总投资	已完成投资	销售进度
在建	华屏苑	拆迁安置房	7.87	5.50	--
	金凤新苑	拆迁安置房	13.00	11.83	83.00
	霞镜新城	拆迁安置房	35.20	10.08	62.00
	上渡新苑（三区）	拆迁安置房	2.62	1.83	--
	柔远雅苑	拆迁安置房	11.43	8.88	--
	狮峰新苑	拆迁安置房	7.24	4.04	79.30
	盖山新苑	拆迁安置房	10.70	6.86	84.00
	潘墩新城	拆迁安置房	37.08	26.22	97.27
	东升新城	拆迁安置房	9.90	8.62	19.00
	秀峰雅苑	拆迁安置房	5.51	5.24	71.00
	浮村新城二区	拆迁安置房	9.58	9.63	87.00
	浮村新城一区	拆迁安置房	11.50	12.81	90.85
	东山丽园	公租房	10.01	6.57	--
	榕发乌山郡	安置型商品房	19.94	13.55	--
	奥体11#地	拆迁安置房	7.74	0.27	--
	坤鸿美域	安置型商品房	5.80	2.10	--
	福州地铁2号线竹岐	安置型商品房	11.24	3.09	--
	景湖佳园	拆迁安置房	16.00	11.28	--
	凤翔佳园	拆迁安置房	7.29	9.35	--
拟建	东部2#地	拆迁安置房	5.99	--	--
	旧西客站	拆迁安置房	6.00	--	--
	胪峰雅苑	拆迁安置房	9.00	--	--
	坤鸿滨江	安置型商品房	10.04	--	--
	红墙新村	拆迁安置房	5.00	--	--
	火车站A地块	拆迁安置房	5.00	--	--
合计		--	280.68	157.75	--

资料来源：公司提供

总体看，2016—2018年，公司房地产开发收入逐年大幅增长，但毛利率水平有所下滑；公司保障房项目尚需投资额较大，面临一定资金支出压力。

（4）住宿餐饮服务

公司子公司福州聚春园集团有限公司（以下简称“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。2016—2018年，公司住宿餐饮板块收入分别为3.37亿元、

3.33 亿元和 3.51 亿元，占主营业务收入比重分别为 4.40%、2.24%和 1.97%。

总体看，2016—2018 年，公司住宿餐饮服务收入波动增长，在主营业务中占比逐年下降。

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，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 100.00 亿元，收益 4.23 亿元；建材生产和销售 10.00 亿元，收益 8,000.00 万元。

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片区改造的建设投资主体，随着公司建设规模不断扩大，公司未来融资需求大。

总体看，公司业务稳定，发展思路明确合理。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年合并财务报表由立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，提供的 2017 年及 2018 年财务报表由致同会计师事务所（特殊普通合伙）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²，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；审计机构在出具 2018 年财务报表时对 2017 年财务数据再次进行了重要差错更正。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，以 2018 年财务报告期初数替换 2017 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。2018 年，公司合并范围内新增子公司宁德漳湾片道路建设投资有限公司。截至 2018 年底，公司合并范围的一级子公司 7 家。

总体看，由于公司财务报表差错更正较多，本报告中 2016 年财务数据采用 2017 年期初数，2017 年财务数据采用 2018 年期初数，财务数据可比性尚可。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 11.33%，主要系非流动资产增长所致；截至 2018 年底，公司资产总额 1,595.93 亿元，较年初增长 9.37%。在资产结构方面，截至 2018 年底，公司流动资产与非流动资产在资产总额占比分别为 50.51%和 49.49%，公司资产结构较为均衡。

² 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，同时将其作为重大会计差错，追溯调整了 2016 年的合并报表的相关项目。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 0.60%。截至 2018 年底，公司流动资产 806.13 亿元，较年初下降 6.76%，主要系货币资金、预付款项减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 9.30%）、其他应收款（占 20.01%）和存货（占 62.47%）等构成。

2016—2018 年，公司货币资金持续下降，年均复合下降 16.69%。截至 2018 年底，公司货币资金 74.98 亿元，较年初下降 16.88%，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 99.26%。期末受限资金 1.61 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。

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 33.01%，主要系子公司福州京东方对京东方科技集团股份有限公司（以下简称“京东方”）的无息借款持续增加所致。截至 2018 年底，公司其他应收款 161.30 亿元，较年初增长 10.92%，主要系对京东方的无息借款继续增加所致。按账龄计提坏账准备的其他应收款共 3.11 亿元。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 91.79%，集中度较高，账龄主要在 3 年以内。公司与建信（宁波）投资管理有限责任公司（以下简称“建信投资”）签订《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。2018 年，福州市政府、公司、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，豁免部分由福州市政府负责偿还。截至 2018 年底，福州京东方累计向京东方放款 142.96 亿元，其中京东方需偿还 76.00 亿元，福州市财政局负责偿还 66.96 亿元。

表 21 截至 2018 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	76.00	46.53	借款
福州市财政局	66.96	41.00	政府部门往来款
福州市民用建筑统建办公室	2.70	1.66	借款
福州市晋安区建设投资发展中心	2.13	1.30	往来款
福州市土地发展中心	2.11	1.29	代垫款
合计	149.91	91.79	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货持续增长，年均复合增长 7.45%。截至 2018 年底，公司存货为 503.58 亿元，较年初增长 8.39%，主要为未结转的完工及在建的保障房开发成本增加所致。截至 2018 年底，公司存货主要为开发成本（396.03 亿元）和开发产品（96.24 亿元，已完工安置房），共计提跌价准备 0.07 亿元。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 26.83%。截至 2018 年底，公司非流动资产 789.80 亿元，较年初增长 32.82%，主要系其他非流动资产增长所致。非流动资产主要由长期应收款（占 5.96%）和其他非流动资产（占 84.94%）构成。

2016 年，公司无长期应收款。截至 2018 年底，公司长期应收款 47.06 亿元，较年初增长 42.99%，主要系土地整治、棚户区改造项目应收款项增加所致。长期应收款全部为土地整治、棚户区改造项目应收款项。

2016—2018 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 28.18%。截至 2018 年底，公司

其他非流动资产 670.89 亿元，较年初增长 40.80%，主要系连潘项目成本由预付款项结转至其他非流动资产所致。公司其他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。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产总计 49.41 亿元，主要为受限货币资金 1.61 亿元、抵押的委托代建合同和政府购买服务协议项下的应收账款、在建工程、土地使用权、子公司福州城建与福州市房屋征收办公室签署的政府购买服务协议项下享有的全部权益与收益等 47.80 亿元；公司受限资产占资产总额的比例为 3.10%，受限比例低。

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，同时福清市政府代偿京东方债务存在一定政策风险，公司整体资产流动性弱。公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长率为 4.49%。截至 2018 年底，公司负债总额 744.62 亿元，较年初增长 9.60%，主要系流动负债增长所致，其中流动负债和非流动负债分别占 54.83%和 45.17%，负债结构较为均衡。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 18.87%。截至 2018 年底，公司流动负债 408.28 亿元，较年初增长 21.62%，主要系预收款项增加所致。流动负债主要由短期借款（占 13.15%）、应付账款（占 17.73%）、预收款项（占 36.01%）、其他应付款（占 15.52%）和一年内到期的非流动负债（占 13.51%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 36.81%。截至 2018 年底，公司短期借款 53.69 亿元，较年初下降 2.29%。短期借款以保证借款（占 50.55%）和信用借款（占 49.34%）为主。

2016—2018 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 25.46%。截至 2018 年底，公司应付账款 72.38 亿元，较年初下降 10.86%，主要系部分工程款结算所致。应付账款主要为应付施工方工程款、材料款以及土地款。

2016—2018 年，公司预收款项连续增长，年均复合增长 39.24%。截至 2018 年底，公司预收款项 147.01 亿元，较年初增长 62.97%，主要系预收统购房款增加所致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 23.85%。截至 2018 年底，公司其他应付款 63.35 亿元，较年初增长 14.48%，主要系应付合作方往来款增长所致。其他应付款主要为政府部门保障房统购房款。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 97.86%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 55.15 亿元，较年初增长 15.32%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券转入所致。其中，一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 41.92 亿元、10.40 亿元和 3.83 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债持续下降，年均复合下降 7.50%，主要系长期借款及应付债券的减少所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 336.34 亿元，较年初下降 2.14%。公司非流动负债主要由长期借款（占 59.44%）、应付债券（占 31.34%）和长期应付款（占 9.22%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款持续下降，年均复合下降 11.23%。截至 2018 年底，公司长期借

款为 199.92 亿元，较年初下降 10.55%，主要系调整至一年内到期的非流动负债所致。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 6.67%。截至 2018 年底，公司应付债券 105.40 亿元，较年初增长 65.72%，主要系 2018 年新发行“18 榕建 01”20.00 亿元、“18 榕建 02”18.20 亿元、“18 榕城停车场债 01/18 榕城 01”6.00 亿元和“18 榕城停车场债 02/18 榕城 02”8.00 亿元所致。

2016—2018 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 30.08%。截至 2018 年底，公司长期应付款 31.02 亿元，较年初下降 45.20%。其中长期应付款 20.94 亿元，较年初减少 22.24 亿元，主要系应付福州市国有资产营运公司市政项目建设资金减少所致；公司专项应付款 10.08 亿元，较上年减少 3.34 亿元，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，2016—2018 年，公司全部债务规模波动增长，分别为 430.03 亿元、393.07 亿元和 432.83 亿元，年均复合增长 0.32%。从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，2016—2018 年长期债务的占比分别为 87.14%、73.04%和 72.06%。债务指标方面，2016—2018 年，公司全部债务资本化比率和资产负债率均波动下降，截至 2018 年底，上述指标分别为 33.71%和 46.66%；公司长期债务资本化比率持续下降，截至 2018 年底为 26.81%。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。

总体看，由于承担代建市政项目和片区综合改造项目，公司债务规模较大，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。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 18.56%，主要为资本公积和未分配利润的增长。截至 2018 年底，公司所有者权益 851.31 亿元，较年初增长 9.17%，主要系资本公积增长所致。截至 2018 年底，公司归属于母公司所有者权益 740.10 亿元，占 86.94%。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 2.79%、90.76%、0.04%和 6.41%。公司所有者权益中资本公积占比高，主要为福州市财政局持续划拨的市政项目建设资金。所有者权益稳定性一般。

2016—2018 年，公司实收资本保持稳定；2018 年底为 20.69 亿元。同期，公司资本公积持续增长，年均复合增长 17.72%，主要为福州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；2018 年底为 671.69 亿元，较年初增长 10.72%。2016—2018 年，公司其他综合收益分别为 4.22 亿元、4.22 亿元和 0 元，系福州新区开发投资集团有限公司无偿划出导致因持有股权而产生的利得冲销所致。

2016—2018 年，公司少数股东权益分别为 67.61 亿元、110.78 亿元和 111.21 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。2016 年 3 月，公司与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 150.00 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 140.00 亿元优先级份额，公司出资认购 10.00 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。

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。

4. 盈利能力

2016—2018 年，受工程施工和房地产销售业务快速增长带动，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 53.18%。2018 年，公司实现营业收入 179.44 亿元，较上年增长 20.14%。随着营业收入的增加，2016—2018 年，公司营业成本年均复合增长 58.78%，2018 年公司营业成本 164.21 亿元，较上年增长 23.54%。

2016—2018 年，公司期间费用分别为 4.25 亿元、5.61 亿元和 6.28 亿元，主要以管理费用为主。2018 年，公司管理费用 4.32 亿元，较上年增长 24.24%，主要系员工薪酬增长所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 5.56%、3.54%和 3.31%，费用控制能力较强。

2016—2018 年，公司利润总额分别为 11.97 亿元、13.05 亿元和 13.97 亿元；其中片区开发收益分别为 6.53 亿元、4.15 亿元和 7.08 亿元（体现在“营业外收入”或“其他收益”）。公司利润主要为政府返还的片区开发收益，利润规模较大。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均持续下降，2018 年分别为 7.54%、1.07%、1.00%和 1.46%，分别较上年下降 1.77 个、0.08 个、0.06 个和 0.17 个百分点。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，但因公司片区开发业务持续时间久，尚需投资额较大，片区开发收益具有持续性。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金不断上升，分别为 101.61 亿元、137.44 亿元和 168.48 亿元，主要是公司工程业务施工收入不断增加所致。2016—2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 30.59 亿元、72.62 亿元和 104.73 亿元，主要系预收的保障房统购款项和往来款增加所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 132.20 亿元、210.06 亿元和 273.21 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金流出持续上升，分别为 206.17 亿元、224.83 亿元和 323.11 亿元，主要系公司购买商品、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）增长所致。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额呈现流出状态，分别为-73.98 亿元、-14.77 亿元和-49.90 亿元。2016—2018 年，公司现金收入比呈下降趋势，分别为 132.87%、92.02%和 93.89%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2016—2018 年公司投资活动现金流入分别为 105.15 亿元、153.51 亿元和 175.99 亿元，以收到其他与投资活动有关的现金（主要为福州市财政局拨付市政项目及片区综合开发项目收益款项）为主。2016—2018 年投资活动现金流出分别为 201.02 亿元、157.06 亿元和 173.42 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）。2016—2018 年投资活动流出金额波动下降，主要系政府下达的投资任务波动所致。2016—2018 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-95.87 亿元、-3.55 亿元和 2.45 亿元。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流入量分别为 315.83 亿元、261.49 亿元和 218.57 亿元，主要为银行借款、财政资金拨付贷款利息（收到其他与筹资活动有关的现金）以及发行债券收到的资金等。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。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流出量分别为 101.06 亿元、260.08 亿元和 187.53 亿元，主要以偿还债务支付的现金为

主。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金净流量分别为 214.77 亿元、1.42 亿元和 31.04 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量持续净流出，投资支出主要用于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，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均持续下降，2018 年底分别由上年底的 2.58 倍和 1.19 倍下降至 1.97 倍和 0.74 倍，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。2016—2018 年，公司经营现金流流动负债比均为负值。2018 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.85 倍下降至 0.62 倍。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 14.33 亿元、16.72 亿元和 17.83 亿元；2018 年公司 EBITDA 主要由折旧（占 10.54%）、计入财务费用的利息支出（占 6.97%）和利润总额（占 78.36%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.04 倍和 0.04 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 12.24 倍、0.98 倍和 1.15 倍。公司 EBITDA 对全部债务本息保障能力一般，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指标值。总体而言，公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 25.94 亿元，担保比率为 3.05%；被担保单位均为国有独资公司，目前经营情况良好，公司或有负债风险较小。

表 22 截至 2018 年底公司对外担保情况（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	139,400.00
福州新区开发投资集团有限公司	120,000.00
合计	259,400.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司未决诉讼共 11 项，涉及金额合计 2.87 亿元，占公司净资产的 0.34%。未决诉讼主要涉及工程款、施工合同纠纷等。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1035070200193309），截至 2019 年 9 月 9 日，公司本部无已结清或未结清的不良信贷记录。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信总额度为 752.48 亿元，已使用额度 489.70 亿元，未使用额度 262.78 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强。公司代建市政建设项目债务由政府偿还，同时考虑到公司在股东支持和行业地位等方面具备的优势，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，公司母公司资产总额 288.24 亿元，所有者权益 156.56 亿元，负债 131.68 亿元，全部债务 130.07 亿元，其中应付债券 27 亿元，为“15 福州城投 MTN001”“15 福州城投 MTN002”“16 福州城投 MTN001”“18 榕城停车场债 01”和“18 榕城停车场债 02”；母公司资产负债率为 45.68%，全部债务资本化比率为 45.38%。2018 年，母公司营业收入 0.11 亿元，净利润 0.02 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年底，公司全部债务和长期债务分别为 432.83 亿元和 311.90 亿元。本期债券发行规模（4.00 亿元）分别相当于 2018 年底公司全部债务和长期债务的 0.92%和 1.28%，本期债券的发行对公司现有债务规模及结构影响不大。

截至 2018 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 46.66%、33.71%和 26.81%，以公司 2018 年底财务数据为基础，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 46.79%、33.91%和 27.06%。公司有息债务规模将略有上升，但整体债务负担一般。

2. 本期债券偿还能力分析

2018 年，公司 EBITDA 为 17.83 亿元，为本期债券发行规模的 4.46 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保障程度较强；2018 年，公司经营现金流入量为 273.21 亿元，为本期债券发行规模的 68.30 倍，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很强；公司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。

若投资者不行使回售选择权，本期债券在存续期第 3—6 年等额偿还 10%本金，第 7—10 年等额偿还 15%本金。单年最高偿还额度为 0.60 亿元。2018 年，公司 EBITDA 为单年需偿付最高本金 0.60 亿元的 29.72 倍；同期，经营活动的现金流入量为单年需偿付最高本金 0.60 亿元的 455.34 倍。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。

若投资者于第五年回售全部剩余本金，公司需于第五年偿付金额 3.20 亿元。2018 年，公司 EBITDA 为第五年偿付金额的 5.57 倍；经营活动的现金流入量为第五年偿付金额的 85.38 倍。

总体看，公司 EBITDA 对本期债券发行规模的保障能力较好，经营活动现金流入量对本期债券发行规模的保障能力强。

3. 本期债券募投项目偿还能力

本期债券募集资金 4.00 亿元，其中 1.50 亿元拟用于福州片区 PPP 项目，0.50 亿元拟用于宁德市 PPP 项目，1.00 亿元拟用于永泰县 PPP 项目，1.00 亿元拟用于衢宁铁路 PPP 项目。本期债券设置本金提前偿还条款，并附第 5 年底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。

（1）福州片区 PPP 项目

福州片区 PPP 项目建设期规划为 3 年，运营期 7 年。根据 PPP 项目合同，项目采用政府直接购买服务方式付费，政府根据项目的可用性以及服务的质量进行付费，项目回报由财务补贴和运营维护期服务费两部分组成。根据可研批复及 PPP 合同中付费标准及付费机制测算，本期债券存续期内福州片区 PPP 项目的收入情况及对本期债券所用本金覆盖情况如下：

表 23 福州片区 PPP 项目收入对本金覆盖情况测算表（单位：万元、倍）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	合计
建设补贴	3,941.52	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3,941.52
运营补贴	--	6,978.72	5,847.74	4,716.76	3,585.78	2,454.80	1,323.81	192.83	--	--	25,100.45
可用性服务费	--	20,982.97	20,982.97	20,982.97	20,982.97	20,982.97	20,982.97	20,982.97	--	--	146,880.77
运营绩效服务费	--	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	--	--	3,500.00
收入合计	3,941.52	28,461.69	27,330.71	26,199.73	25,068.74	23,937.76	22,806.78	21,675.80	--	--	179,422.74

不回售（票面利率第五年底上调 300 个基点）	本金	--	--	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	2,250.00	2,250.00	2,250.00	2,250.00	15,000.00
	利息	750.00	750.00	750.00	675.00	600.00	840.00	720.00	540.00	360.00	180.00	6,165.00
	本息合计	750.00	750.00	2,250.00	2,175.00	2,100.00	2,340.00	2,970.00	2,790.00	2,610.00	2,430.00	21,165.00
	本息覆盖倍数	5.26	37.95	12.15	12.05	11.94	10.23	7.68	7.77	--	--	8.48
全部回售（不调整票面利率）	本金	--	--	1,500.00	1,500.00	12,000.00	--	--	--	--	--	15,000.00
	利息	750.00	750.00	750.00	675.00	600.00	--	--	--	--	--	3,525.00
	本息合计	750.00	750.00	2,250.00	2,175.00	12,600.00	--	--	--	--	--	18,525.00
	本息覆盖倍数	5.26	37.95	12.15	12.05	1.99	--	--	--	--	--	3.41

注：1.建设期 3 年投资进度按 20%、30%和 50%测算；2.假设绩效考核系数为 1；4.未考虑付费调整机制

资料来源：联合评级根据 PPP 合同及可研批复整理测算

假设公司选择在债券存续期第 5 年底上调票面利息 300 个基点，且投资人未选择回售本金，则本期债券在存续期第 6—10 年的预测债券利息上调至 8.00%，在存续期第 3—6 年等额偿还 10% 本金，第 7—10 年等额偿还 15% 本金；存续期内福州片区 PPP 项目需偿还本息合计 2.12 亿元。在不考虑其他因素的情况下，存续期内福州片区 PPP 项目实现收入合计 17.94 亿元，为本息合计的 8.48 倍。存续期第 1—8 年，单年收入合计对还本付息金额的覆盖情况较好；由于福州片区 PPP 项目运营期为 7 年，存续期第 9—10 年的还本付息需要依靠之前年度的收入留存或公司其他经营性收入进行保障。假设投资人选择在债券存续期第 5 年底回售全部剩余本金，则福州片区 PPP 项目需偿还本息合计 1.85 亿元。在不考虑其他因素的情况下，存续期内福州片区 PPP 项目实现收入合计 6.31 亿元，为本息合计的 3.41 倍。存续期内单年收入合计对还本付息金额的覆盖情况较好，公司将于 2024 年集中偿还本息。

（2）宁德市 PPP 项目

宁德市 PPP 项目建设期规划为 1.50 年、运营期 10.00 年。根据 PPP 项目合同，项目采用“政府付费”的方式，回报由可用性服务费和绩效服务费两部分组成。根据可研批复及 PPP 合同中付费标准及付费机制测算，本期债券存续期内项目宁德市 PPP 项目的收入情况及对本期债券所用本金覆盖情况如下：

表 24 宁德市 PPP 项目收入对本金覆盖情况测算表（单位：万元、倍）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	合计
可用性服务费	--	5,979.25	5,979.25	5,979.25	5,979.25	5,979.25	5,979.25	5,979.25	5,979.25	5,979.25	53,813.22
运营绩效服务费	--	2,765.39	2,768.44	2,771.63	2,774.97	2,778.45	2,782.10	2,927.34	2,787.32	2,791.47	25,147.15
收入合计	--	8,744.64	8,747.69	8,750.88	8,754.22	8,757.70	8,761.35	8,906.59	8,766.57	8,770.72	78,960.36
不回售（票面利率第五年底上调 300 个基点）	本金	--	--	500.00	500.00	500.00	500.00	750.00	750.00	750.00	5,000.00
	利息	250.00	250.00	250.00	225.00	200.00	280.00	240.00	180.00	120.00	2,055.00
	本息合计	250.00	250.00	750.00	725.00	700.00	780.00	990.00	930.00	870.00	7,055.00
	本息覆盖倍数	--	34.98	11.66	12.07	12.51	11.23	8.85	9.58	10.08	11.19
全部回售（不调整票面利率）	本金	--	--	500.00	500.00	4,000.00	--	--	--	--	5,000.00
	利息	250.00	250.00	250.00	225.00	200.00	--	--	--	--	1,175.00
	本息合计	250.00	250.00	750.00	725.00	4,200.00	--	--	--	--	6,175.00
	本息覆盖倍数	--	34.98	11.66	12.07	2.08	--	--	--	--	5.67

注：1.建设期不支付回报；2.假设绩效考核系数为 1；3.未考虑付费调整机制；4.由于可研批复中未注明投资费用明细，在测算时未考虑 PPP 合同中约定的建安成本下降 8.50% 条款

资料来源：联合评级根据 PPP 合同、财政承受能力评价报告及可研批复整理测算

假设公司选择在债券存续期第 5 年底上调票面利息且投资人未选择回售本金，存续期内宁德市 PPP 项目需偿还本息合计 0.71 亿元；在不考虑其他因素的情况下，存续期内宁德市 PPP 项目实现收入合计 7.90 亿元，为本息合计的 11.19 倍。假设投资人选择在债券存续期第 5 年底回售全部剩余本金，则公司在债券存续期内需偿还本息合计 0.62 亿元；在不考虑其他因素的情况下，存续期内宁德市 PPP 项目实现收入合计 3.50 亿元，为本息合计的 5.67 倍。在上述两种极端情况下，由于债券存续期第 1 年项目处于建设期，项目尚未形成收入，存续期第 1 年的利息偿付需要公司自身资金补充；存续期第 2 年起，单年收入合计对还本付息金额的覆盖情况较好。

(3) 永泰县 PPP 项目

永泰县 PPP 项目建设期规划为 2 年，整体合作期 25 年。根据 PPP 项目合同，永泰县 PPP 项目为经营性项目和准经营性项目捆绑实施，对经营性项目采用“使用者付费”形式，对准经营项目采用“可行性缺口补助”的形式，回报由建设期补贴、可用性服务费、运营绩效服务费和运营保底收入构成。根据可研批复及 PPP 合同中付费标准及付费机制测算，本期债券存续期内永泰县 PPP 项目的收入情况及对本期债券所用本金覆盖情况如下：

表 25 永泰县 PPP 项目收入对本金覆盖情况测算表（单位：万元、倍）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	合计
建设期补贴	379.08	1,642.69	--	--	--	--	--	--	--	--	2,021.78
可用性服务费	--	2,460.67	5,121.47	4,915.17	4,708.86	4,502.56	4,296.26	4,089.95	3,883.65	3,677.35	37,655.94
运营绩效服务费	--	197.80	614.10	614.10	614.10	614.10	614.10	614.10	614.10	614.10	5,110.60
运营保底收入	--	--	1,359.90	1,359.90	1,359.90	1,359.90	1,359.90	1,359.90	1,359.90	1,359.90	10,879.20
收入合计	379.08	4,301.17	7,095.47	6,889.17	6,682.86	6,476.56	6,270.26	6,063.95	5,857.65	5,651.35	55,667.52
不回售 (票面利率 第五年底上 调 300 个基 点)	本金	--	--	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	10,000.00
	利息	500.00	500.00	500.00	450.00	400.00	560.00	480.00	360.00	240.00	4,110.00
	本息合计	500.00	500.00	1,500.00	1,450.00	1,400.00	1,560.00	1,980.00	1,860.00	1,740.00	14,110.00
	本息覆盖倍数	0.76	8.60	4.73	4.75	4.77	4.15	3.17	3.26	3.37	3.95
全部回售 (不调整票 面利率)	本金	--	--	1,000.00	1,000.00	8,000.00	--	--	--	--	10,000.00
	利息	500.00	500.00	500.00	450.00	400.00	--	--	--	--	2,350.00
	本息合计	500.00	500.00	1,500.00	1,450.00	8,400.00	--	--	--	--	12,350.00
	本息覆盖倍数	0.76	8.60	4.73	4.75	0.80	--	--	--	--	2.05

注：1.建设期 2 年投资进度按 30%和 70%测算；2.假设子项目小汤山项目和通道节点改造项目于存续期第 2 年开始运营，其他项目于存续期第三年开始运营；3.假设绩效考核系数为 1；4.未考虑付费调整机制

资料来源：联合评级根据 PPP 合同及可研批复整理测算

假设公司选择在债券存续期第 5 年底上调票面利息且投资人未选择回售本金，存续期内永泰县 PPP 项目需偿还本息合计 1.41 亿元。在不考虑其他因素的情况下，存续期内永泰县 PPP 项目实现收入合计 5.57 亿元，为用于项目本息的 3.95 倍。存续期第 1 年项目尚处于建设期，公司获得的建设期补贴不足以覆盖当年的利息，需要公司其他资金进行补足；存续期第 2—10 年，单年收入合计对还本付息金额的覆盖情况较好。假设投资人选择在债券存续期第 5 年底回售全部剩余本金，则公司在债券存续期内需偿还本息合计 1.24 亿元；在不考虑其他因素的情况下，存续期内永泰县 PPP 项目实现收入合计 2.53 亿元，为本息的 2.05 倍。存续期内第 1 年，利息偿付需公司其他资金进行补足；存续期 2—4 年，单年收入合计对还本付息金额的覆盖情况较好；存续期第 5 年，当年收入对还本付息的覆盖倍数为 0.80 倍，公司将于 2024 年集中偿还本息，面临一定集中兑付压力。

(4) 衢宁铁路 PPP 项目

衢宁铁路 PPP 项目建设期规划为 15 个月，运营期 15 年。根据 PPP 项目合同，项目通过收取使

用者付费，并获取可行性缺口补助弥补建设运营成本并获得合理回报。其中可行性缺口补助包括可用性补助及运维绩效服务费。根据可研批复及 PPP 合同中付费标准及付费机制测算，本期债券存续期内衢宁铁路 PPP 项目的收入情况及对本期债券所用本金覆盖情况如下：

表 26 衢宁铁路 PPP 项目收入对本期债券本金覆盖情况测算表（单位：万元、倍）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	合计
使用者付费	--	85.85	103.02	120.19	137.36	154.53	171.70	171.70	171.70	171.70	1,287.75
可行性缺口补助	--	5,201.38	5,201.38	5,201.38	5,201.38	5,201.38	5,201.38	5,201.38	5,201.38	5,201.38	46,812.42
可用性补助金额	--	5,100.83	5,100.83	5,100.83	5,100.83	5,100.83	5,100.83	5,100.83	5,100.83	5,100.83	45,907.47
运维绩效服务费	--	100.55	100.55	100.55	100.55	100.55	100.55	100.55	100.55	100.55	904.95
收入合计	--	5,287.23	5,304.40	5,321.57	5,338.74	5,355.91	5,373.08	5,373.08	5,373.08	5,373.08	48,100.17
不回售（票面利率第五年底上调 300 个基点）	本金	--	--	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	10,000.00
	利息	500.00	500.00	500.00	450.00	400.00	560.00	480.00	360.00	240.00	4,110.00
	本息合计	500.00	500.00	1,500.00	1,450.00	1,400.00	1,560.00	1,980.00	1,860.00	1,740.00	14,110.00
	本息覆盖倍数	--	10.57	3.54	3.67	3.81	3.43	2.71	2.89	3.09	3.41
全部回售（不调整票面利率）	本金	--	--	1,000.00	1,000.00	8,000.00	--	--	--	--	10,000.00
	利息	500.00	500.00	500.00	450.00	400.00	--	--	--	--	2,350.00
	本息合计	500.00	500.00	1,500.00	1,450.00	8,400.00	--	--	--	--	12,350.00
	本息覆盖倍数	--	10.57	3.54	3.67	0.64	--	--	--	--	2.15

注：1.未考虑超额收益分配情况；2.未考虑使用者付费、可用性补贴调整和运维绩效服务费的调价情况

资料来源：联合评级根据 PPP 合同及可研批复整理测算

由于衢宁铁路 PPP 项目合同尚未正式签订，上述测算基于衢宁铁路 PPP 项目合同拟签订版进行；如合同约定的付费标准及付费机制发生变化，实际收入情况可能与上述测算结果存在较大差异，联合评级将持续关注合同签订情况。假设公司选择在债券存续期第 5 年底上调票面利息且投资人未选择回售本金，存续期内衢宁铁路 PPP 项目需偿还本息合计 1.41 亿元。在不考虑其他因素的情况下，存续期内衢宁铁路 PPP 项目实现收入合计 4.81 亿元，为用于项目本息的 3.41 倍。存续期第 1 年项目尚处于建设期，当年利息的支付需要公司其他资金进行补足；存续期第 2—10 年，单年收入合计对还本付息金额的覆盖情况较好。假设投资人选择在债券存续期第 5 年底回售全部剩余本金，则公司在债券存续期内需偿还本息合计 1.24 亿元；在不考虑其他因素的情况下，存续期内衢宁铁路 PPP 项目实现收入合计 2.66 亿元，为本息的 2.15 倍。存续期内第 1 年，利息偿付需公司其他资金进行补足；存续期 2—4 年，单年收入合计对还本付息金额的覆盖情况较好；存续期第 5 年，当年收入对还本付息覆盖倍数为 0.64 倍，公司将于 2024 年集中偿还本息，面临一定集中兑付压力。

总体看，若投资者不行使回售选择权，本期债券存续期内的各募投项目收入合计对本期债券本息的覆盖能力整体较好，本金分期偿还条款的设置有效降低了本期债券的集中支付压力；若投资者于第五年全部行使回售权，公司将面临一定集中兑付压力。同时，截至报告出具日部分募投项目投资进度较计划滞后，项目未来产生收入的时间可能延迟；同时本报告在整理测算时均使用合同中约定的最优值进行模拟，收入情况受实际情况影响偏离预测值，联合评级将密切关注公司项目工程进度情况和实际收入实现情况。

4. 偿债资金监管

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，保证在每期债券的每个还本付息日前五个工作日内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》，在每期债券存续期限内，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。

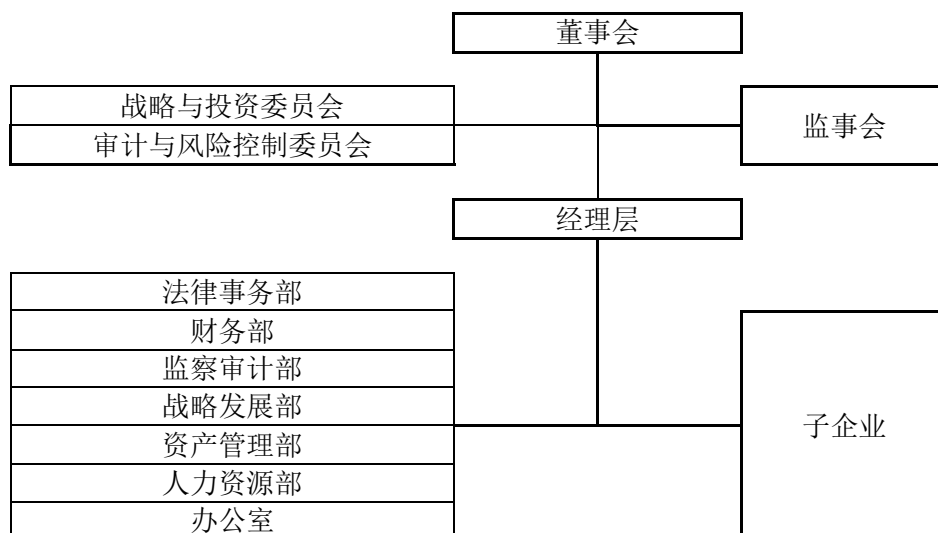
九、综合评价

公司作为福州市投资集团之一，负责福州市区内的基础设施建设、重点区域和旧屋区综合开发业务，得到外部的大力支持；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，联合评级也关注到公司目前资产负债率较高、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，安置房建设支出规模较大，经营性现金流持续净流出，未来融资压力大等因素对其经营和发展带来的不利影响。

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，联合评级对公司评级展望为稳定。

综上，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，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 福州城市建设投资集团有限公司 组织结构图



附件 2 截至 2018 年底福州城市建设投资集团有限公司 合并范围一级子公司情况

序号	企业名称	注册地	经营范围	注册资本
1	福州市城乡建设发展有限公司	福州	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。	17,829 万元
2	福州市建设发展集团有限公司	福州	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。	50,000 万元
3	福州聚春园集团有限公司	福州	主食、热菜、自助餐、客房、咖啡厅、电影放映、美容美发厅，烟酒、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。	5,228.2 万元
4	福建省二建建设集团有限公司	福州	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。	30,000 万元
5	福州市城乡规划设计院有限公司	福州	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。	500 万元
6	福州城投京东方投资有限公司	福州	对光电行业的投资。	9,500 万元
7	宁德漳湾片道路建设投资有限公司	福州	对建筑业的投资；公路工程施工总承包相应资质等级承包工程范围的工程施工；市政公用工程施工总承包相应资质等级承包工程范围的工程施工。	1,000 万元

资料来源：公司审计报告

附件 3 福州城市建设投资集团有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,287.58	1,459.19	1,595.93
所有者权益（亿元）	605.59	779.80	851.31
短期债务（亿元）	55.31	105.97	120.92
长期债务（亿元）	374.72	287.09	311.90
全部债务（亿元）	430.03	393.07	432.83
营业收入（亿元）	76.47	149.35	179.44
净利润（亿元）	10.37	11.32	11.94
EBITDA（亿元）	14.33	16.72	17.83
经营性净现金流（亿元）	-73.98	-14.77	-49.90
应收账款周转次数（次）	9.79	10.29	11.00
存货周转次数（次）	0.17	0.30	0.34
总资产周转次数（次）	0.07	0.11	0.12
现金收入比率（%）	132.87	92.02	93.89
总资本收益率（%）	1.30	1.15	1.07
总资产报酬率（%）	1.16	1.05	1.00
净资产收益率（%）	1.97	1.63	1.46
营业利润率（%）	12.12	9.30	7.54
费用收入比（%）	5.56	3.54	3.31
资产负债率（%）	52.97	46.56	46.66
全部债务资本化比率（%）	41.52	33.51	33.71
长期债务资本化比率（%）	38.22	26.91	26.81
EBITDA 利息倍数（倍）	12.24	0.98	1.15
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.04
流动比率（倍）	2.76	2.58	1.97
速动比率（倍）	1.25	1.19	0.74
现金短期债务比（倍）	1.95	0.85	0.62
经营现金流动负债比率（%）	-25.60	-4.40	-12.22
EBITDA/本次发债额度（倍）	3.58	4.18	4.46

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；4. 2016 年财务数据采用 2017 年期初数，2017 年财务数据采用 2018 年期初数

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券
 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。