

# 信用等级公告

联合〔2020〕3931号

---

联合资信评估股份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 2020 年公司债券（第二期）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，2020 年福州城市建设投资集团有限公司公司债券（第二期）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十月二十日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

## 2020 年福州城市建设投资集团有限公司 公司债券（第二期）信用评级报告

### 评级结果：

发行人主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

### 债项概况：

本期债券发行规模：8 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：项目建设和补充流动资金

评级时间：2020 年 10 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                      | 版本          |
|-------------------------|-------------|
| 城市基础设施投资企业信用评级方法        | V3.0.201907 |
| 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级    | aa <sup>+</sup> | 评级结果  |         | AAA  |
|---------|-----------------|-------|---------|------|
| 评价内容    | 评价结果            | 风险因素  | 评价要素    | 评价结果 |
| 经营风险    | A               | 经营环境  | 宏观和区域风险 | 1    |
|         |                 |       | 行业风险    | 3    |
|         |                 | 自身竞争力 | 基础素质    | 1    |
|         |                 |       | 企业管理    | 2    |
|         |                 |       | 经营分析    | 1    |
| 财务风险    | F4              | 现金流   | 资产质量    | 2    |
|         |                 |       | 盈利能力    | 2    |
|         |                 |       | 现金流量    | 3    |
|         |                 | 资本结构  | 1       |      |
|         |                 | 偿债能力  | 4       |      |
| 调整因素和理由 |                 |       |         | 调整子级 |
| 政府支持    |                 |       |         | 3    |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 评级观点

福州城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是福建省福州市国有大型投资集团之一，主要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。近年来，公司资产、所有者权益规模持续增长，营业收入不断提高，并持续得到福州市政府的大力支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产中代建市政工程和片区综合开发支出规模大、占比高，资产流动性较弱，经营性现金流持续净流出，未来融资压力大等可能给公司信用水平带来的不利影响。

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。未来，公司将继续推进片区综合改造业务和市政代建业务，同时开展施工、房地产开发、建材生产和销售、物业管理等业务，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. 经营环境良好。近年来，福州市经济稳步发展，公司发展的外部环境良好。2017—2019 年，福州市分别实现地区生产总值 7104.02 亿元、7856.81 亿元和 9392.30 亿元；一般公共预算收入 634.16 亿元、680.38 亿元和 668.08 亿元。
2. 政府支持力度大。公司是福州市大型国有投资集团之一，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，持续得到政府在资金注入等方面的支持。
3. 近年来，公司资产、所有者权益规模持续增长，营业收入不断提高。
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. 资产流动性较弱。公司资产中代建市政工程和片区综合开发支出规模大、占比高，片区综合改造项目结转受城市规划和未来土地拍卖计划影响较大，整体流动性较弱。

分析师：李 坤 迟腾飞

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

2. 外部融资压力大。公司安置房建设支出规模较大，2017—2019年，公司经营活动现金流持续净流出，分别为-14.77亿元、-49.90亿元和-59.68亿元，公司外部融资压力大。
3. 有息债务规模持续上升，存在较大短期支付压力。2017—2019年，公司有息债务规模分别为430.52亿元、447.13亿元和540.75亿元，截至2019年底，公司短期债务153.26亿元。

#### 主要财务数据：

| 合并口径           |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|
| 项目             | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  |
| 现金类资产(亿元)      | 90.52   | 74.99   | 63.40   |
| 资产总额(亿元)       | 1459.19 | 1595.93 | 1765.49 |
| 所有者权益(亿元)      | 779.80  | 851.31  | 918.84  |
| 短期债务(亿元)       | 105.97  | 120.92  | 153.26  |
| 长期债务(亿元)       | 324.54  | 326.21  | 387.49  |
| 全部债务(亿元)       | 430.52  | 447.13  | 540.75  |
| 营业收入(亿元)       | 149.35  | 179.44  | 209.44  |
| 利润总额(亿元)       | 13.05   | 13.97   | 16.55   |
| EBITDA(亿元)     | 16.72   | 17.83   | 20.61   |
| 经营性净现金流(亿元)    | -14.77  | -49.90  | -59.68  |
| 现金收入比(%)       | 92.02   | 93.89   | 60.22   |
| 营业利润率(%)       | 9.30    | 7.54    | 10.93   |
| 净资产收益率(%)      | 1.47    | 1.40    | 1.42    |
| 资产负债率(%)       | 46.56   | 46.66   | 47.96   |
| 全部债务资本化比率(%)   | 35.57   | 34.44   | 37.05   |
| 流动比率(%)        | 257.54  | 197.45  | 180.89  |
| 速动比率(%)        | 119.14  | 74.10   | 61.19   |
| 经营现金流动负债比(%)   | -4.40   | -12.22  | -13.29  |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.85    | 0.62    | 0.41    |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.63    | 1.15    | 1.81    |
| 全部债务 EBITDA(倍) | 25.76   | 25.07   | 26.24   |
| 公司本部           |         |         |         |
| 项目             | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  |
| 资产总额(亿元)       | 258.58  | 288.24  | 386.97  |
| 所有者权益(亿元)      | 174.64  | 156.56  | 156.57  |
| 全部债务(亿元)       | 82.68   | 130.07  | 182.58  |
| 营业收入(亿元)       | 0.12    | 0.11    | 0.42    |
| 利润总额(亿元)       | 0.72    | 0.02    | 0.01    |
| 资产负债率(%)       | 32.46   | 45.68   | 59.54   |
| 全部债务资本化比率(%)   | 32.13   | 45.38   | 53.83   |
| 流动比率(%)        | 392.45  | 282.28  | 176.84  |
| 经营现金流动负债比(%)   | 4.94    | 12.60   | 3.45    |

注：其他流动负债中的有息部分已计入短期债务；长期应付款中有息部分已计入长期债务；2017年财务数据采用2018年年初数

主体评级历史：

| 信用等级            | 评级展望 | 评级时间      | 项目小组    | 评级方法/模型                                                                                             | 评级报告                 |
|-----------------|------|-----------|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AAA             | 稳定   | 2020/7/29 | 张 依 李 坤 | <a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907</a><br><a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA             | 稳定   | 2016/1/15 | 车 驰 张 宁 | <a href="#">基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）</a>                                                             | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2015/4/17 | 李小建 李 阳 | <a href="#">城投债评级方法及风险点简介（2010年）</a>                                                                | <a href="#">阅读全文</a> |

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

## 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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

## 2020 年福州城市建设投资集团有限公司 公司债券（第二期）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，初始注册资本 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 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 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 2019 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；合并范围内拥有一级子公司 9 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 1765.49 亿元，所有者权益 918.84 亿元（其中少数股东权益 101.84 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 209.44 亿元，利润总额 16.55 亿元。

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

### 二、本期债券概况

#### 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），公司获准发行总额不超过 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）（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；于 2019 年 12 月成功发行 4 亿元 2019 年福州城市建设投资集团有限公司公司债券（第二期）（19 福州城投债 02/19 福州 02），募集资金全部用于项目建设；于 2020 年 1 月成功发行 5 亿元 2020 年福州城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）（20 福州城投债 01/20 福州 01），募集资金中 2.00 亿元用于项目建设，3.00 亿元用于补充流动资金。

本次公司计划发行 2020 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”）8.00 亿元，期限 5+5 年，附第 5 年末公司调整票面利率（调整范围 0 至 300 个基点）和投资者回售选择权。本期债券按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3—4 年末按本期债券总额 10%的比例偿还债券本金；若在第 5 年末投资者行使回售选择权，则在债券存续的第 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。本期债券拟募集资金总额 8.00 亿元，其中 4.00 亿元拟用于项目建设，4.00 亿元拟用于补充流动资金。

#### 2. 本期债券募投项目概况

本期债券募集资金中 4.00 亿元拟用于平潭

综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目（以下简称“募投项目”）建设。

表 1 募投项目概况（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  | 平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目 | 16.41 | 4.00      | 24.38    |

资料来源：公司提供

#### （1）项目建设内容

平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目建设主体为平潭综合实验区建总管廊投资有限公司（以下简称“项目公司”），项目公司由社会资本方和政府出资代表共同出资设立。其中，社会资本方福州市城乡建设集团有限公司（公司子公司）、福建省榕圣市政工程股份有限公司（公司子公司）和福建省建筑设计研究院有限公司持有项目公司股权分别为 89.89%、0.10%和 0.01%，政府出资代表平潭市政开发有限公司持有股权 10.00%。

募投项目由平潭综合实验区存量管廊资产经营权转让、平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）项目两个部分组成。募投项目采用“TOT+ROT”模式，在“移交-运

营-移交（即 TOT）”模式基础上，增加对存量管廊的升级改造，项目总投资 164099.66 万元；其中存量管廊资产经营权转让价款为 138846.87 万元，存量管廊升级改造及维护工程的投资额为 25252.79 万元。

2020 年 9 月 30 日，平潭综合实验区交通与建设局、平潭综合实验区建总管廊投资有限公司、平潭综合实验区城乡建设与交通运输服务中心（存量管廊资产所有者）三方共同签署了《平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目资产经营权转让协议》，平潭综合实验区城乡建设与交通运输服务中心将上述转让标的转让给项目公司，转让的经营权期限为 20 年。

平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）项目建设内容包括管廊结构渗水处理、现状管廊设备损坏更换、现状管廊工艺设置改善提升、监控中心配套提升、新建消防系统、新增监控与报警系统、标识系统、中山大道总控中心智慧管控平台软硬件设备和金井湾分控中心智慧管控平台软硬件设备；项目投资约为 25252.79 万元，相关审批见表 2。

表 2 平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）项目工程审批情况

| 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            |
|--------------------------------------------------|----------------|------------------------------|-----------------|
| 平潭综合实验区关于《平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）项目可行性研究报告+》的批复 | 平潭综合实验区行政审批局   | 岚综实项目审批（2019）139 号           | 2019 年 8 月 2 日  |
| 项目节能审查                                           | 平潭综合实验区行政审批局   | 联合审查意见汇总表（岚综实项目审批（2019）17 号） | 2019 年 8 月 2 日  |
| 项目环评审查                                           |                |                              |                 |
| 项目用地审查                                           |                |                              |                 |
| 项目规划审查                                           |                |                              |                 |
| 社会稳定风险评估意见表                                      | 平潭综合实验区君山片区管理局 | --                           | 2020 年 9 月 25 日 |

资料来源：公司提供

募投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 3。项目合作期 20 年（从存量资产经营权转让完成日起至合作期届满之日止），其中：运营期为 20 年（从存量资产经营权转让完成日起

至运营期届满之日止），资产转让后需要对存量管廊升级改造，升级改造的建设期为 2 年（从存量资产转让完成日至存量管廊升级改造竣工验收合格之日）。付费方式方面，本项目属于准经营性项目，有明确收费基础，但经营收费

不能够完全覆盖投资成本，回报机制采用可行性缺口补助和使用者付费。可行性缺口补助是指对于资产经营权转让价款、建设（提升改造）成本、运营成本和合理回报与使用者付费之间

的缺口部分，由政府根据绩效考核情况支付给项目公司，其中可行性缺口补助=可用性服务费+运营维护服务费-使用者付费。

表3 募投项目审批情况

| 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《平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目实施方案》）                     | 中共福建省委平潭综合实验区工作委员会 | （2020）22 号 | 2020 年 6 月 16 日 |
| 物有所值评价报告                                                           | --                 | --         | 2020 年 6 月      |
| 财政承受能力论证报告                                                         | --                 | --         | 2020 年 6 月      |
| 平潭综合实验区财政金融局关于平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目物有所值评价报告及财政承受能力论证报告的意见 | 平潭综合实验区财政金融局       | --         | 2020 年 6 月 9 日  |

资料来源：公司提供

## （2）项目进度

存量管廊资产经营权预计于 2020 年底转让至项目公司，平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）项目建设期规划为 2 年，预计 2020 年底开工。

## （3）社会效益

平潭综合实验区具备高起点、高标准规划建设城市的条件，综合管廊作为城市重要基础设施，平潭综合实验区 2011 年就已着手综合管廊的规划建设，为城市未来发展的健康度和可持续性奠定了良好基础。本项目的实施对已建成的综合管廊及电力隧道附属设施的完善、保障管廊系统高效运行、加快平潭综合实验区建设具有重要意义。本项目中山大道、金井湾大道、和平大道综合管廊内已敷设大量的市政电力电缆，目前存在管廊内市政管线敷设条件差，缺乏监控与报警系统、标识系统不完善，消防设备未配套，管廊内未设置灭火器材，电力舱未设置自动灭火系统等情况。项目提升改造后，可改善管廊内的运行条件，保障市政管线安全运行。

## 三、宏观经济和政策环境分析

### 1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

**经济运行受疫情严重冲击。**由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 4 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

| 项目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 | 2020 年上半年 |
|----------------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| GDP（万亿元）       | 83.2   | 91.9   | 99.1   | 20.7      | 45.7      |
| GDP 增速（%）      | 6.9    | 6.7    | 6.1    | -6.8      | -1.6      |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.6    | 6.2    | 5.7    | -8.4      | -1.3      |

|                   |      |      |      |       |       |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| 固定资产投资增速 (%)      | 7.2  | 5.9  | 5.4  | -16.1 | -3.1  |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.2 | 9.0  | 8.0  | -19.0 | -11.4 |
| 出口增速 (%)          | 10.8 | 7.1  | 5.0  | -11.4 | -3.0  |
| 进口增速 (%)          | 18.7 | 12.9 | 1.6  | -0.8  | -3.3  |
| CPI 增幅 (%)        | 1.6  | 2.1  | 2.9  | 4.9   | 3.8   |
| PPI 增幅 (%)        | 6.3  | 3.5  | -0.3 | -0.6  | -1.9  |
| 城镇失业率 (%)         | 3.9  | 4.9  | 5.2  | 5.9   | 5.7   |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 6.5  | 5.6  | 5.0  | -3.9  | -2.0  |
| 公共财政收入增速 (%)      | 7.4  | 6.2  | 3.8  | -14.3 | -10.8 |
| 公共财政支出增速 (%)      | 7.7  | 8.7  | 8.1  | -5.7  | -5.8  |

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**三大需求全面收缩。**2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟

成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

**工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。**2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

**居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。**2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，

工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

**社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。**2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

**财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。**2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比

增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

**就业压力较大，形势逐月改善。**2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

## 2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

**积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。**为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元（较上年增加1.6万亿元，增幅74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债1万亿元，增加赤字预算1万亿元至3.76万亿元，赤字率3.60%以上；同时

建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

**稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。**注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

### 3. 宏观经济前瞻

**牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。**2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要

求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以**投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长**。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

## 四、行业及区域经济

### 1. 基础设施建设行业

#### （1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是

国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

## （2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》

（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施投资建设重点，为城投企业提供了项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 5 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

| 颁布时间        | 颁发部门           | 文件名称                          | 核心内容及主旨                                                                                                                                                                                               |
|-------------|----------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2019 年 3 月  | 财政部            | 关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见        | 严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退                                                                                                                                   |
| 2019 年 4 月  | 国家发改委          | 2019 年新型城镇化建设重点任务             | 在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展                                                                                                                                         |
| 2019 年 5 月  | 财政部            | 关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知    | 坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施                                                                                                                                         |
| 2019 年 6 月  | 中共中央办公厅 国务院办公厅 | 关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知    | 提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金                                                                                         |
| 2019 年 6 月  | 监管部门           | 关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见 | 在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期                                                                                                                                                                     |
| 2019 年 9 月  | 国务院            | 国务院常务会议                       | 按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右                                                                          |
| 2019 年 11 月 | 国务院            | 国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知       | 对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点 |
| 2020 年 1 月  | 国务院            | 常务会议                          | 大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造                                                                                                                                                               |
| 2020 年 2 月  | 中共中央、国务院       | 关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见   | 加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设                                                                                                                                         |

|         |             |                   |                                                                                     |
|---------|-------------|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020年2月 | 中央全面深化改革委员会 | 中央全面深化改革委员会第十二次会议 | 基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系 |
| 2020年3月 | 中共中央政治局     | 中共中央政治局常务会议       | 要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度                                         |

资料来源：联合资信整理

### (3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城

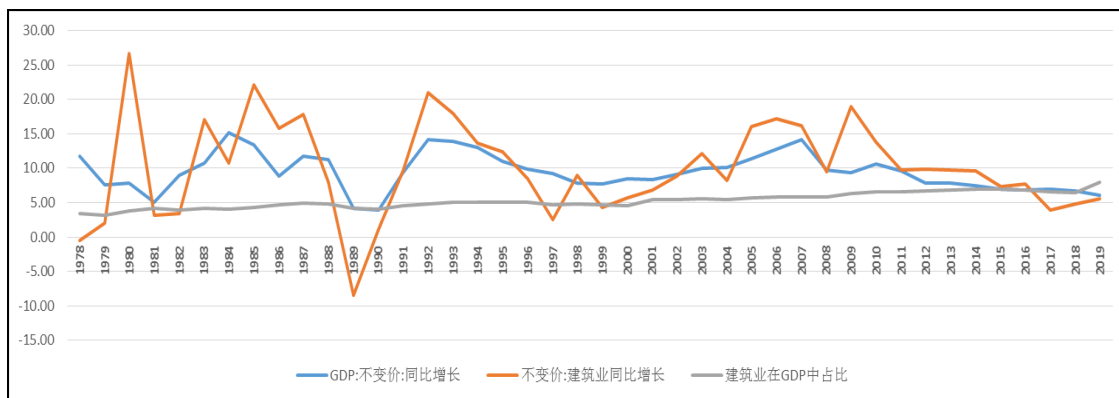
投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

## 2. 建筑行业分析

### (1) 建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在2009年突破6%，2019年达到7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

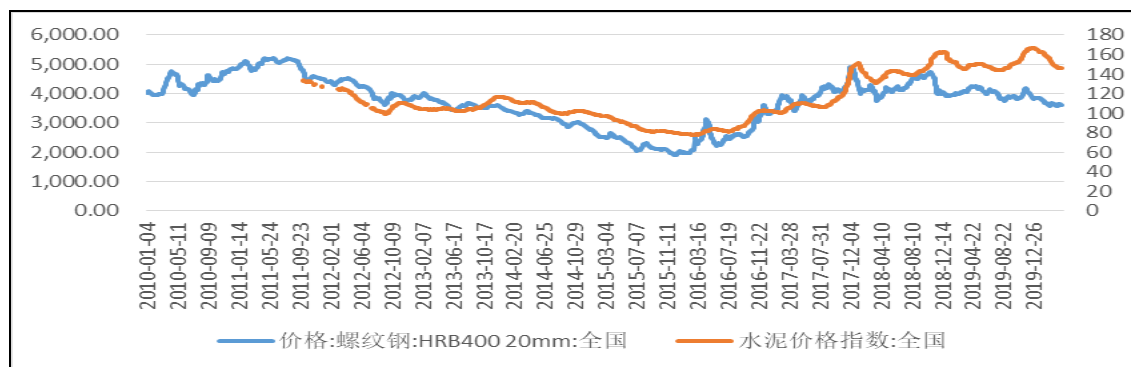
## (2) 上游原材料供给及下游需求

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

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中

枢较 2018 年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020 年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018 年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图 2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

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

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

基建投资方面，2019 年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.8%，增速较上年同期持平。从细分

领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 2.9%，增速较 2019 年 1—11 月回落 0.1 个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.4%，增速自 2019 年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长 9.00%，铁路运输业投资同比下降 0.1%。

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

### （3）建筑行业竞争态势分析

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

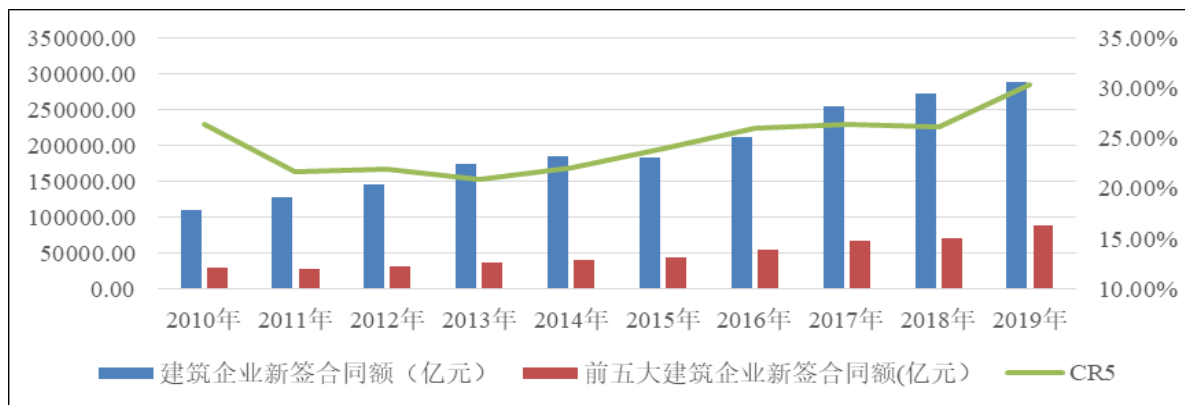
从需求端来看，2016—2017 年，随着棚改以及 PPP 项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业

之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019 年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了 2018 年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018 年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019 年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019 年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为 17.49%、13.52% 和 -12.36%。从细分行业来看，2019 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2018 年的 26.11% 上升至 2019 年的 30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

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

图 3 2010—2019 年前五大建筑企业新签合同占比情况



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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

#### (4) 建筑行业发展趋势

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

### 3. 区域经济环境

近年来,福州市经济稳步发展、固定资产投资持续增长、工业现代化进程不断加速,区域经济结构良好。受减税降费政策影响,福州市地方财力有所波动,但整体仍处于较高水平。

#### (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《2017—2019 年福州市国民经济和社会发展统计公报》,2017—2019 年,福州市国民经济保持稳定增长,分别实现地区生产总值 7104.02 亿元、7856.81 亿元和 9392.30 亿元,分别增长 8.7%、8.6%和 7.9%。2019 年,福州市第一产业增加值 526.47 亿元,增长 3.8%;第二产业增加值 3830.99 亿元,增长 7.8%;第三产业增加值 5034.84 亿元,增长 8.3%;人均地区生产总值 120879 元,比 2018 年增长 6.9%。

2017—2019 年,福州市产业结构持续优化,三次产业结构由 7.3: 41.7: 51.0 调整为 5.6:40.8:53.6,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。2017—2019 年,福州市固定资产投资分别同比增长 12.3%、11.7%和 9.0%。2019 年,福州市第一产业投资增长 34.2%;第二产业投资增长 14.5%,其中,工业投资增长 16.4%;第三产业投资增长 6.8%。同期,基础设施投资下降 0.2%,占固定资产投资的比重为 27.3%;民间投资增长 4.4%,占固定资产投资的比重为 57.7%。

2017—2019 年,福州市建筑业分别实现增加值 698.20 亿元、797.27 亿元和 1241.22 亿元,分别同比增长 4.4%、7.0%和 5.7%。2019 年,全市具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值 4719.27 亿元,增长 14.8%。

#### (2) 福州市财政情况

2017—2019 年,福州市一般公共预算总收入有所波动,分别为 1005.73 亿元、1118.11 亿元和 1095.36 亿元,其中 2019 年同比下降 2.0%,主要受减税降费影响;地方一般公共预算收入分别为 634.16 亿元、680.38 亿元和 668.08 亿元;一般公共预算支出分别为 940.82 亿元、923.41 亿元和 952.17 亿元。

2017—2019 年,福州市政府性基金收入分别为 674.01 亿元、1045.46 亿元和 1009.07 亿元,波动较大;政府性基金支出持续增长,分别为 693.78 亿元、1090.05 亿元和 1288.34 亿元。

2019 年,福州市政府债务限额 1233.97 亿元,其中市本级 641.29 亿元、县(市)区 592.68 亿元;政府债务余额 1086.71 亿元,其中市本级 556.70 亿元、县(市)区 530.01 亿元,地方政府债务余额控制在限额范围内,债务风险总体可控。

2020 年上半年,受新冠肺炎疫情影响,福州市经济增速有所放缓,政府财力同比出现一定幅度下滑。2020 年上半年,福州市实现地区生产总值 4360.61 亿元,按可比价格计算,同比增长 1.1%;全市规模以上工业增加值同比增长 1.0%;全市固定资产投资同比增长 3.9%。财政方面,2020 年上半年,福州市完成一般公共

预算总收入 565.68 亿元，同比下降 9.2%，其中税收收入完成 448.33 亿元，同比下降 12.9%；地方一般公共预算收入 352.86 亿元，同比下降 6.8%；一般公共预算支出 411.94 亿元，同比下降 12.3%；全市政府性基金收入 681.27 亿元，同比增长 56.1%；政府性基金支出 711.55 亿元，同比增长 21.3%。

## 五、基础素质分析

**公司是由福州市国资委出资设立的大型国有投资集团之一，是福州市重要的基础设施建设、保障房建设和片区综合改造开发主体，持续得到福州市政府的资金注入等支持。**

### 1. 股权状况

截至 2019 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和实际控制人。

### 2. 企业规模与竞争力

2013 年，福州市政府对由福州国资委履行出资人职责的企业布局进行重新调整，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。

### 3. 人员素质

截至报告出具日，公司高级管理人员包括董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 4 人，总会计师 1 人。

黄志强先生，汉族，中共党员，本科学历，高级工程师；历任福州市城乡建总集团有限公司（以下简称“福州建总”，原福州市城乡建设发展总公司）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，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；现任公司党委副书记、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，2013 年 5 月 30 日至今任公司总会计师，兼任福州建总总会计师。

截至 2020 年 3 月底，公司从业人数 5857 人，高中及以下占 61.19%，大专占 17.69%，本科及以上学历占 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，公司高管人员行业从业经历较为丰富；公司的员工素质符合行业特点，能满足公司生产经营的实际需要。

### 4. 外部支持

#### 业务发展

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。

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”或“其他收益”。2017—2019年，公司分别实现片区开发收益4.15亿元、7.08亿元及2.66亿元。

#### 资金支持

2016年6月，福州市财政将其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”；片区综合改造项目建设资金由公司自筹，在土地出让后由福州市财政按照片区开发成本108%返还，开发成本返还资金先计入“资本公积-财政拨付款”科目核算，后再部分转出资本公积以冲销其他非流动资产中的开发成本。2017—2019年，公司资本公积分别增加121.91亿元、65.05亿元和65.28亿元。

#### 5. 企业信用记录

根据企业提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码:91350100070862087F），截至2020年9月25日，公司本部无已结清和未结清不良信贷信息记录，公司信用记录良好。

### 六、管理分析

公司根据相关规定和实际需要建立了法人

**治理体系，内部管理制度基本健全，能够满足公司发展和经营需要。**

#### 1. 法人治理结构

公司是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，监事会成员全部到位，其余2名董事尚未到任。在剩余董事到任前，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。联合资信将持续关注公司董事到任情况。

#### 2. 管理水平

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，明确各工作环节的操作程序、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。

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。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要从事基础设施建设、片区开发和保障房建设业务，同时开展 PPP 项目建设、工程施工、商品房开发和住宿餐饮等业务。近年来，公司营业收入受工程施工收入增长、保障房竣工并结转收入带动大幅增长，综合毛利率有所波动。

公司营业收入主要来源于房地产销售收入、工程施工收入、住宿餐饮服务收入以及代建管理费等收入；其他业务包括贸易、房屋租赁、物业管理等。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 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务        | 2017 年 |        |       | 2018 年 |        |       | 2019 年 |        |       |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|           | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   |
| 建筑工程      | 69.07  | 46.25  | 4.64  | 72.58  | 40.45  | 4.89  | 80.08  | 38.24  | 5.15  |
| 房地产销售     | 70.33  | 47.09  | 16.21 | 95.12  | 53.01  | 9.30  | 116.20 | 55.48  | 14.10 |
| 住宿、餐饮等服务业 | 3.33   | 2.23   | 6.39  | 3.51   | 1.95   | 18.87 | 4.71   | 2.25   | 17.58 |
| 代建管理费     | 0.36   | 0.24   | 97.43 | 0.45   | 0.25   | 92.36 | 1.68   | 0.80   | 81.04 |
| 其他        | 6.26   | 4.19   | 20.24 | 7.78   | 4.34   | 22.54 | 6.76   | 3.23   | 30.65 |
| 合计        | 149.35 | 100.00 | 11.00 | 179.44 | 100.00 | 8.49  | 209.44 | 100.00 | 11.83 |

注：合计数与各项加总数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司提供

公司营业收入受工程施工收入增长、保障房竣工并结转收入带动大幅增长，2017—2019 年分别为 149.35 亿元、179.44 亿元和 209.44 亿元。2019 年，公司工程施工收入为 80.08 亿元，占营业收入的 38.24%，同比增长 10.34%，主要系工程量增加所致；房地产销售收入为 116.20 亿元，占营业收入 55.48%，同比增长 22.15%，主要系完工保障房项目结转收入所致；代建管理费收入为 1.68 亿元，包括市政基础设施代建管理费和房建管理费，较 2018 年大幅上升，主要系结算项目较多。

毛利率方面，2017—2019 年，公司房地产销售毛利率有所波动，分别为 16.21%、9.30% 和 14.10%，主要系结转的安置房项目毛利率差异所致；公司工程施工毛利率持续上升，分别为 4.64%、4.89% 和 5.15%。受上述因素影响，公司综合毛利率有所波动，分别为 11.00%、8.49% 和 11.83%。

### 2. 业务经营分析

公司片区综合改造、市政基础设施建设和房地产业务主要由子公司福州建总和福州建发

负责；福州聚春园集团有限公司（以下简称“聚春园”）主要负责公司住宿餐饮服务板块。

#### （1）项目建设

**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，财政资金到位情况良好；在建项目尚需投资规模较大，公司存在较大资金压力；PPP项目预期收益实现受项目建设和运营等情况影响大。**

公司项目建设分为市政基础设施建设、片区综合改造和PPP项目三种业务。

市政基础设施建设业务主要由福州建总承担，主要从事桥梁、道路、隧道及配套设施等市政基础设施建设，由政府委托公司建设。市政项目资金来源方面，2011年以前，市财政局出资20%作为项目资本金，80%由公司对外融资，对外融资本息由财政划入资金覆盖，在资本公积-市政项目建设划入资金科目核算；2011年后，项目建设资金均由福州市财政全额拨付。公司管理费收益按工程总额的3%核算，并在“营业收入”中反映，2017—2019年，分别为0.12亿元、0.45亿元和1.25亿元。公司代建的市政项目均由市财政局根据项目进度或还款期限安排资金，投入在“其他非流动资产”中核算。

截至2020年3月底，根据福州市委、市政府的建设部署，公司主要承接市政项目总投资约1026.34亿元，已完成投资约332.03亿元；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。2017—2019年，公司收到市政工程政府财政拨款25.36亿元、60.58亿元及73.75亿元。伴随福州市经济的稳步发展及政府对公司的持续支持，公司该

板块经营持续性强，代建管理费收入有望保持稳定。

片区改造业务方面，具体开发模式分为两种。模式一：公司受福州市政府委托对相关片区进行土地一级开发，项目资金全部是自筹；在片区土地出让后，政府按照片区开发成本108%返还给公司，公司将片区开发成本的8%确认片区开发收益，在“其他收益”反映。土地开发投入计入“其他非流动资产”；土地出让后，土地开发成本返还先计入“资本公积-财政拨付款”科目核算，年末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。2017—2019年，公司分别实现片区项目收益4.15亿元、7.08亿元及2.66亿元。2017—2019年，片区土地分别出让126.00亩、355.40亩和300.20亩；公司实际收到财政拨付资金144.31亿元、72.01亿元和22.91亿元。

模式二：公司作为片区开发主体，对相关地块进行土地一级开发，资金来源为自筹；项目竣工验收合格后，福州市政府指定单位作为服务购买主体按照《政府采购资金财政直接拨付管理暂行办法》在付款期内按年支付项目购买款项。片区开发投入计入“长期应收款”；收到购买主体支付的购买款项后，土地开发成本部分直接冲减“长期应收款”，净收益部分计入“其他收益”。近年来，公司该业务模式下未确认相关收益。

截至2020年3月底，公司主要片区改造项目总投资1101.23亿元，已完成投资681.54亿元，尚需投资419.69亿元。总体看，公司未来片区综合开发板块融资压力大。

表7 2020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   | 已投入金额  | 确认收益金额 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 火车北站片区开发         | 289.00 | 179.43 | 14.35  |
| 北江滨商务中心片区开发      | 116.10 | 54.15  | 4.33   |
| 北江滨二期片区开发        |        | 29.41  | 2.35   |
| 鹤林组团横屿片区开发       | 169.45 | 138.33 | 11.06  |
| 金鸡山溪口组团南片区（一期）棚改 | 71.12  | 25.34  | 0.71   |

|                 |         |        |       |
|-----------------|---------|--------|-------|
| 排尾红星地块旧屋区改造     | 229.08  | 81.11  | 0.46  |
| 连潘棚户区改造         | 138.07  | 132.24 | 7.96  |
| 鼓楼区义井村旧屋区改造项目二  | 77.96   | 29.92  | --    |
| 连江新玉荷路周边棚户区改造项目 | 10.45   | 11.61  | 0.24  |
| 合计              | 1101.23 | 681.54 | 41.46 |

注：1.尾差系四舍五入所致；2.鼓楼区义井村旧屋区改造项目二和连江新玉荷路周边棚户区改造项目采用政府购买服务

资料来源：公司提供

公司及下属子公司作为政府出资方或社会资本方参与 PPP 项目。社会资本与政府出资方代表共同成立项目公司，由项目公司对 PPP 项目进行投融资、建设、运营、维护，运营期通过政府直接付费、使用者付费和可行性缺口补贴等方式实现收益。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建 PPP 项目包括连江县康怡小镇建设 PPP 项目、连江县温麻历史文化街区 PPP 项目、

中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目等，上述项目均已入选财政部政府和社会资本合作中心项目管理库，总投资 95.67 亿元，已完成投资 10.54 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司 PPP 项目均处于建设期，未产生相关收入。总体看，公司在建 PPP 项目尚需投资规模大，未来投资压力大，且 PPP 项目回款周期较长，对公司资金形成较大占用。

表 8 2020 年 3 月底公司主要 PPP 项目投资情况（单位：年、亿元）

| 资金用途                         | 项目公司               | 合作期限    | 项目总投资 | 已完成投资 | 付费方式             |
|------------------------------|--------------------|---------|-------|-------|------------------|
| 中国（福建）自贸区福州片区琅岐区块基础设施 PPP 项目 | 福州市琅岐建设发展有限公司      | 3+7     | 14.12 | 4.44  | 政府直接购买服务         |
| 福建省宁德市蕉城区漳湾片区道路工程 PPP 项目     | 宁德漳湾片区道路建设投资有限公司   | 1.5+10  | 6.28  | 2.28  | 政府直接购买服务         |
| 永泰县生态主题公园等一揽子民生工程 PPP 项目     | 福州永泰生态主题公园建设投资有限公司 | 25      | 5.87  | 1.35  | 使用者付费<br>可行性缺口补助 |
| 衢宁铁路屏南站站前路及站前广场工程 PPP 项目     | 屏南县路网建设投资有限公司      | 1.25+15 | 4.68  | 0.39  | 使用者付费<br>可行性缺口补助 |
| 连江县康怡小镇建设 PPP 项目             | 榕发康怡（连江）实业有限责任公司   | 5+10    | 42.71 | 0.20  | /                |
| 连江县温麻历史文化街区 PPP 项目           | 榕发温麻（连江）实业有限责任公司   | /       | 22.00 | 1.88  | /                |
| 合计                           | --                 | --      | 95.67 | 10.54 | --               |

资料来源：公司提供

## （2）工程施工

近年来，公司工程施工业务规模快速增长，成为收入的重要组成部分。公司在手项目充裕，业务持续性良好。

公司工程施工业务主要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”）和福州建总子公司福州市城投建筑有限公司（以下简称“城投建筑”）、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”）。根据 2009 年 380 号文件，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。

2017—2019 年，公司工程施工板块收入持

续上升，分别为 69.07 亿元、72.58 亿元和 80.08 亿元。

城投建筑具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，主要承担房屋建筑施工业务，自成立以来相继承建了多项房地产建筑施工项目。截至 2019 年底，城投建筑总资产合计 56.67 亿元、所有者权益合计 4.89 亿元；2019 年，城投建筑实现收入 15.54 亿元、净利润 0.31 亿元。

榕圣市政具有国家市政公用工程施工总承包一级、土石方工程专业承包一级、公路工程施工总承包二级及房屋建筑工程施工总承包三级等资质，主要从事福州市及周边的市政公用工程施工业务，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。截至 2019 年底，榕圣市政总资产合计 8.43 亿元、净资产合计 0.84 亿元；2019 年，榕圣市政实现收入 8.52 亿元、净利润 1542.19 万元。

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 2019 年底，省二建资产总额 28.09 亿元，所有者权益 4.29 亿元。2019 年，省二建实现营业收入 57.25 亿元，净利润 3308.02 万元。

截至 2020 年 3 月底，公司前十大工程施工项目合同金额 80.91，已完成产值 43.87 亿元。公司在手项目充裕，业务持续性良好。

表 9 2020 年 3 月底公司前十大工程施工项目情况（单位：亿元）

| 项目名称                        | 业主名称              | 合同金额  | 已完产值  |
|-----------------------------|-------------------|-------|-------|
| 中共福建省委党校（福建行政学院）新校区建设项目     | 中共福建省委党校(福建行政学院)  | 14.87 | 4.43  |
| 公园道 1 号安置房 C 区（U-42-1）      | 河南朗格置业有限公司        | 10.25 | 10.25 |
| 福州高新区海西高新技术产业园翔龙花园（工程总承包）   | 福州高投建设发展有限公司      | 9.69  | 0.54  |
| 晋安东区水系综合治理及运营维护 PPP 项目      | 清控人居（福州）水环境科技有限公司 | 8.00  | 8.35  |
| 秦庄棚户区改造朗悦公园府二期（M27-03 地块）项目 | 河南朗泰置业有限公司        | 6.96  | 0.86  |
| 郑州秦庄棚户区改造朗悦公园一期（M38-01 地块）  | 河南朗泰置业有限公司        | 6.90  | 6.96  |
| 于都县工业新区 GY-15-17 地块产权置换房项目  | 于都县贡江实业发展有限公司     | 6.45  | 0.62  |
| 公园道 1 号三期（U-43-3）           | 河南朗格置业有限公司        | 6.27  | 6.27  |
| 火炬石墨烯新材料孵化基地                | 厦门高新技术创业中心有限公司    | 5.85  | 0.62  |
| 福州高新区葛岐群升安置房项目              | 福州高新区投资控股有限公司     | 5.67  | 4.98  |
| 合计                          | --                | 80.91 | 43.87 |

资料来源：公司提供

### （3）房地产开发

公司保障房项目建成后按政府定价定向销售，2018 年后福州市推行安置型商品房模式，按一定比例配套建设安置房和普通商品房；在售商品房项目主要为尾盘销售。公司在建及拟建房地产项目规模较大，未来可售房源充足。

公司子公司福州建总和福州建发均涉及公司房地产开发板块业务，公司拥有房地产开发一级资质。2017—2019 年，该板块营业收入分别为 70.33 亿元、95.12 亿元和 116.20 亿元；毛利率有所波动，分别为 16.21%、9.30% 和 14.10%。

商品房销售方面，该部分业务主要由福州建总和福州建发负责，2017—2019 年，公司分别确认商品房销售收入 28.55 万元、1374.13 万元和 689.96 万元，主要来自前期项目尾盘销售。截至 2020 年 3 月底，公司在建商品房项目总投资 93.05 亿元，已完成投资 59.30 亿元，尚需投

资 33.77 亿元；拟建商品房项目总投资额 11.46 亿元。整体看，公司商品房项目未来资金需求较大。

表 10 2020 年 3 月底公司主要商品房在建及拟建项目（单位：亿元，%）

| 项目名称    | 总投资额   | 已完成投资额 |
|---------|--------|--------|
| 在建      |        |        |
| 祥浦苑     | 11.60  | 11.43  |
| 榕发-观湖郡  | 32.68  | 22.37  |
| 榕发-翰林壹号 | 34.06  | 18.01  |
| 金色康城二期  | 7.21   | 1.94   |
| 康桥中心    | 7.50   | 5.55   |
| 拟建      |        |        |
| 栖湖郡项目   | 11.46  | 5.14   |
| 合计      | 104.51 | 64.43  |

注：拟建项目已投资部分为土地及前期成本，项目尚未开工  
资料来源：公司提供

保障房销售业务主要由福州建总及福州建发负责，保障房项目建设资金的主要来源为自筹资金。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。

近年来，公司安置房销售收入主要来自锦绣滨城、福州火车北站地块、龙头家园和鳌祥家园一区等项目。截至2020年3月底，公司主要保障房项目31项，其中在建项目23项，拟建项目8项，项目总投资334.17亿元，已投资171.74亿元，尚需投资162.43亿元。整体看，公司未来保障房项目资金需求较大，可供销售房源充足。

表 11 2020 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 |               | 总投资额          | 已完成投资         |
|------|---------------|---------------|---------------|
| 在建   | 火车北站安置房 D1 地块 | 6.32          | 7.17          |
|      | 火车北站安置房 D 地块  | 30.84         | 22.31         |
|      | 火车北站安置房 C 地块  | 15.36         | 15.20         |
|      | 鹤林安置房一期 A     | 13.13         | 9.34          |
|      | 鹤林安置房二期       | 9.00          | 8.20          |
|      | 鹤林安置房三期 A     | 6.18          | 5.52          |
|      | 鹤林安置房三期 B     | 7.28          | 6.27          |
|      | 光明港一期南地块      | 10.33         | 3.39          |
|      | 新店溪安置房        | 4.20          | 2.76          |
|      | 景湖佳园          | 16.00         | 12.29         |
|      | 凤翔佳园          | 12.66         | 10.89         |
|      | 红星苑二期         | 13.22         | 11.42         |
|      | 光明港二期         | 1.85          | 2.20          |
|      | 华屏苑           | 7.87          | 6.04          |
|      | 霞镜新城          | 35.20         | 11.81         |
|      | 上渡新苑（三区）      | 2.61          | 2.20          |
|      | 狮峰新苑          | 7.24          | 4.81          |
|      | 凤泽新苑          | 7.74          | 7.04          |
|      | 榕发·夏荷郡        | 32.11         | 8.28          |
|      | 樟岚新苑          | 6.75          | 3.03          |
|      | 坤鸿美域          | 5.80          | 3.01          |
|      | 坤鸿滨江          | 9.75          | 3.49          |
|      | 福州地铁二号线竹岐     | 9.59          | 5.07          |
|      | <b>合计</b>     | <b>271.03</b> | <b>171.74</b> |
| 拟建   | 红墙新村          | 5.00          | --            |
|      | 火车站 A 地块      | 6.30          | --            |
|      | 连潘棚户区改造 J 地块  | 8.05          | --            |
|      | 庐峰雅苑          | 9.00          | --            |
|      | 旧西客站          | 7.09          | --            |
|      | 三叉街旧改地块三      | 9.89          | --            |
|      | 西水关安置房        | 5.22          | --            |
|      | 魁龙坊安置房        | 12.59         | --            |
|      | <b>合计</b>     | <b>63.14</b>  | <b>--</b>     |

资料来源：公司提供

#### （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，并向商业地产、文化旅游业发展。

2017—2019年，公司住宿餐饮板块收入分别为3.33亿元、3.51亿元和4.71亿元，毛利率分别为6.39%、18.87%和17.58%。

#### （5）其他业务

公司其他业务收入主要来源于贸易（包括河砂石、混凝土、其他建筑材料等）、房屋租赁、物业管理和代建管理费等收入，经营主体

主要为子公司福州建总下属 4 家子公司。

2017—2019 年，公司其他业务板块收入有所波动，分别为 6.26 亿元、7.78 亿元和 6.76 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，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。

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 2017—2019 年财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

审计机构在出具 2018 年财务报表时对

2017 年财务数据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 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，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。2019 年公司合并范围内新增 2 家子公司屏南县路网建设投资有限公司和福州市建设工程施工图审查中心有限公司，上述两家公司均为投资新设。截至 2019 年底，公司有纳入合并范围的一级子公司 9 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 1765.49 亿元，所有者权益 918.84 亿元（其中少数股东权益 101.84 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 209.44 亿元，利润总额 16.55 亿元。

### 2. 资产质量

随着安置房建设和片区开发的持续推进，近年来公司资产规模扩张迅速。其中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较弱。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 10.00%，主要来自非流动资产的增长；2019 年底，公司资产总额 1765.49 亿元，较 2018 年底增长 10.62%。在资产结构方面，2019 年底公司流动资产与非流动资产在资产总额占比分别为 46.01%和 53.99%，非流动资产比重有所上升。

表 12 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

| 科目          | 2017 年        |              | 2018 年        |              | 2019 年        |              |
|-------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
|             | 金额            | 占比           | 金额            | 占比           | 金额            | 占比           |
| 货币资金        | 90.20         | 6.18         | 74.98         | 4.70         | 63.20         | 3.58         |
| 预付款项        | 144.34        | 9.89         | 39.98         | 2.51         | 27.21         | 1.54         |
| 其他应收款       | 145.42        | 9.96         | 161.30        | 10.11        | 158.45        | 8.97         |
| 存货          | 464.60        | 34.10        | 503.58        | 31.55        | 537.53        | 30.45        |
| <b>流动资产</b> | <b>864.54</b> | <b>61.50</b> | <b>806.13</b> | <b>50.51</b> | <b>812.32</b> | <b>46.01</b> |
| 可供出售金融资产    | 14.25         | 0.98         | 14.35         | 0.90         | 12.55         | 0.71         |
| 长期应收款       | 32.91         | 2.26         | 47.06         | 2.95         | 47.91         | 2.71         |
| 投资性房地产      | 30.50         | 2.09         | 28.92         | 1.81         | 28.34         | 1.61         |

|              |                |               |                |               |                |               |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 其他非流动资产      | 476.48         | 32.65         | 670.89         | 42.04         | 833.33         | 47.20         |
| <b>非流动资产</b> | <b>594.65</b>  | <b>38.50</b>  | <b>789.80</b>  | <b>49.49</b>  | <b>953.17</b>  | <b>53.99</b>  |
| <b>资产</b>    | <b>1459.19</b> | <b>100.00</b> | <b>1595.93</b> | <b>100.00</b> | <b>1765.49</b> | <b>100.00</b> |

注：合计数与各项加总数不一致系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告和财务报告整理

2017—2019 年，公司流动资产有所波动，分别为 864.54 亿元、806.13 亿元和 812.32 亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货等构成。

2017—2019 年，公司货币资金持续下降，年均复合下降 16.30%，主要系随着在建项目的推进，货币资金需求不断增加所致。2019 年底，公司货币资金 63.20 亿元，较 2018 年底下降 15.71%；其中，银行存款占 97.74%，受限资金 2.89 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。

2017—2019 年，公司应收账款波动上升，年均复合增长 10.88%。2019 年底，公司应收账款 20.25 亿元，较 2018 年底增长 25.37%，主要系应收售房款和工程款。2019 年底，公司应收账款主要由无风险组合（占 70.51%）和账龄组合（占 24.77%）构成，其中账龄组合主要由账龄一年以内的应收账款（占 77.03%）构成；公司应收账款对象前五名合计金额占全部应收账款的 27.18%，应收款较为分散；累计计提坏账准备 1.41 亿元，计提比例 3.91%。

表 13 2019 年底公司应收账款前 5 名  
(单位：亿元、%)

| 债务人名称           | 金额          | 占比           |
|-----------------|-------------|--------------|
| 河南朗格置业有限公司      | 1.38        | 6.35         |
| 福州市土地发展中心       | 1.37        | 6.31         |
| 福州市教育局          | 1.27        | 5.87         |
| 福州高新区投资控股有限公司   | 1.03        | 4.74         |
| 南平市武夷新区建设发展有限公司 | 0.85        | 3.91         |
| <b>合计</b>       | <b>5.89</b> | <b>27.18</b> |

注：合计数与各项加总数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司预付款项波动较大，分别为 144.34 亿元、39.98 亿元和 27.21 亿元，主要是预付的片区开发拆迁补偿款。2019 年

底，公司预付款项较 2018 年底下降 31.95%，主要系预付款结转至存货或其他非流动资产核算。

2017—2019 年，公司其他应收款有所波动，分别为 145.40 亿元、161.30 亿元和 158.45 亿元。2019 年底，公司其他应收款较 2018 年底下降 1.77%，主要为子公司福州城投京东方投资有限公司（以下简称“福州京东方”）对京东方科技集团有限公司（以下简称“京东方”）的无息借款及应收福清市财政局款项。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<sup>1</sup>”，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 63.00 亿元，豁免部分由福清市政府负责偿还。截至 2019 年底，福州京东方累计向京东方放款 143.00 亿元（包括科研补贴 4.00 亿元），其中其他应收款中应收京东方 76.00 亿元，应收福清市财政局 63.00 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 90.26%，集中度高，账龄主要在 2 年以上。

表 14 2019 年底公司其他应收款前 5 名  
(单位：亿元、%)

| 债务人名称         | 金额    | 占比    |
|---------------|-------|-------|
| 京东方科技集团股份有限公司 | 76.00 | 47.18 |
| 福清市财政局        | 63.00 | 39.11 |

<sup>1</sup>基金全份额共计 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。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。

|                |        |       |
|----------------|--------|-------|
| 福州市民用建筑统建办公室   | 2.70   | 1.68  |
| 福州市晋安区建设投资发展中心 | 2.19   | 1.36  |
| 福州市土地发展中心      | 1.50   | 0.93  |
| 合计             | 145.39 | 90.26 |

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货持续增长，年均复合增长 7.56%。2019 年底，公司存货 537.53 亿元，较 2018 年底增长 6.74%，主要为未结转的完工及在建的保障房开发成本增加所致。2019 年底，公司存货主要为开发成本（353.50 亿元）和开发产品（171.55 亿元，已完工安置房）。

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 26.61%，主要来自其他非流动资产增长。2019 年底，公司非流动资产 953.17 亿元，同比增长 20.69%，主要由其他非流动资产构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产有所波动，分别为 14.25 亿元、14.35 亿元和 12.55 亿元。2019 年底，公司可供出售金融资产主要为对福州鑫远城市桥梁有限公司（6.62 亿元）和福建海峡银行股份有限公司（4.16 亿元）等非控股联营公司的股权投资。

2017—2019 年，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 20.66%。2019 年底，公司长期应收款 47.91 亿元，较 2018 年底增长 1.81%，主要为土地整治、棚户区改造项目应收款项。

公司投资性房地产以成本计量，2017—2019 年，公司投资性房地产持续下降，年均复合下降 3.60%，主要系正常折旧、摊销所致。2019 年底，公司投资性房地产 28.34 亿元，主要为房屋、建筑物（27.57 亿元）。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 9.67%。2019 年底，公司固定资产 19.06 亿元，较 2018 年底增长 23.14%，主要系建总大厦、城投建筑科技园完工由在建工程转入固定资产核算所致。

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，2017—2019 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 32.25%。2019 年底，公司其他非流动资产 833.33 亿元，较 2018 年底增长 24.21%，由于代建市政项目部分后续处理方式尚不明确，片区综合改造项目成本结转受未来土地出让的进度影响，公司其他非流动资产规模大，流动性差。

### 3. 所有者权益及负债

公司所有者权益以资本公积为主，资本公积主要为市政项目建设资金及片区开发成本返还资金，未来存在核销风险，稳定性一般。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，整体债务负担尚可。

#### 所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.55%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。2019 年底，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 2.53%、90.20%、0.04%和 7.23%。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。

2017—2019 年，公司实收资本保持稳定；2019 年底为 20.69 亿元。

2017—2019 年，公司资本公积持续增长，年均复合增长 10.22%，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；2019 年底为 736.97 亿元。

2017—2019 年，公司少数股东权益分别为 110.78 亿元、111.21 亿元和 101.84 亿元，公司少数股东权益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”资金注入福州京东方形成。

#### 负债

2017—2019 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长率为 11.63%，主要来自预收账款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付债券和长期应付款的增加。2019 年底，公

司负债总额 846.65 亿元，较 2018 年底增长 13.70%。其中，流动负债和非流动负债分别占 53.04%和 46.86%。

2017—2019 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 15.66%。2019 年底，公司流动负债 449.08 亿元，较 2018 年底增长 9.99%，主要系一年内到期的非流动负债、其他流动负债和应付账款增加所致。从其构成来看，流动负债主要由应付账款（占 18.45%）、预收款项（占 31.54%）、其他应付款（占 13.52%）和一年内到期的非流动负债（占 17.25%）构成。

2017—2019 年，公司短期借款持续下降，年均复合下降 24.47%。2019 年底，公司短期借款 31.35 亿元，较 2018 年底下降 41.62%，包括保证借款（占 69.46%）和信用借款（30.54%）。

2017—2019 年，公司应付账款有所波动，分别为 80.00 亿元、71.80 亿元和 82.87 亿元，主要为应付施工方工程款、材料款以及土地款。2019 年底，公司应付账款较 2018 年底增长 15.42%，主要为应付建设资金以及土地款。

2017—2019 年，公司预收款项有所波动，分别为 90.21 亿元、147.01 亿元和 141.65 亿元。2019 年底，公司预收款项较 2018 年底下降 3.64%，主要系预收统购房款结转收入所致。

2017—2019 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 6.91%。2019 年底，公司其他应付款 60.73 亿元，较 2018 年底变化不大，主要是政府集中购买保障房的统购款。在保障房项目达到预售状态后，计入其他应付款的对应余额会转入预收款项。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 27.25%。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 77.44 亿元，较 2018 年底增加 22.29 亿元，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款（60.59 亿元）、应付债券（12.40 亿元）和长期应付款（4.45 亿元）。

2017—2019 年，公司其他流动负债快速增

长，年均复合增长 342.26%。2019 年底，公司其他流动负债 39.12 亿元，主要为公司发行的超短期融资券，有息部分已调整至短期债务及相关指标核算。

2017—2019 年，公司非流动负债有所波动，分别为 343.70 亿元、336.34 亿元和 397.57 亿元。2019 年底，公司非流动负债较 2018 年底增长 18.20%，主要系应付债券和长期应付款增加所致；从其构成来看，非流动负债由长期借款（占 43.26%）、应付债券（占 36.85%）及长期应付款（占 17.36%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款持续下降，年均复合下降 12.27%。2019 年底，公司长期借款 172.00 亿元，较 2018 年底下降 13.97%，主要系科目重新分类所致。

2017—2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 51.78%。2019 年底，应付债券 146.52 亿元，较 2018 年底增长 39.01%，主要 2019 年新发行“19 榕建 01”15.00 亿元、“19 榕建 02”10.00 亿元、“19 榕城停车场债 01/19 榕城 01”6.00 亿元、“19 福州城投债 01/19 福州 01”3.00 亿元、“19 福州城投债 02/19 福州 02”4.00 亿元、“19 福州城投 MTN001”8.00 亿元和“19 福州城投 MTN002”5.00 亿元所致。

2017—2019 年，公司长期应付款波动较大，分别为 56.61 亿元、20.94 亿元和 69.03 亿元。2019 年底，公司长期应付款较 2018 年底增加 48.09 亿元，主要系应付福州市国有资产营运公司借款由长期借款调整至长期应付款核算所致；长期应付款有息部分已调整至长期债务核算。

从有息债务看，2017—2019 年，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长 12.07%。从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，近三年长期债务的占比分别为 73.26%、72.96%和 71.66%。债务指标方面，2017—2019 年，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率及资产负债率均呈现上升趋势，2019 年底上

述指标分别为 37.05%、29.66%和 47.96%。总体看，公司债务负担尚可。

表 15 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

| 项 目       | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 短期债务      | 104.77 | 120.92 | 153.26 |
| 长期债务      | 287.09 | 326.21 | 387.49 |
| 全部债务      | 391.87 | 447.13 | 540.75 |
| 长期债务资本化比率 | 26.91  | 27.70  | 29.66  |
| 全部债务资本化比率 | 33.45  | 34.44  | 37.05  |
| 资产负债率     | 46.56  | 46.66  | 47.96  |

资料来源：根据公司审计报告和财务报告整理

#### 4. 盈利能力

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贡献，盈利规模较大。

2017—2019年，受工程施工和房地产销售业务快速增长带动，公司营业收入持续增长，年均复合增长18.42%。2019年，公司实现营业收入209.44亿元，同比增长16.72%，主要来自工程施工、房地产销售收入。同期，公司营业成本为184.67亿元，同比增长12.46%。

表 16 公司盈利情况（单位：亿元、%）

| 项目     | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 149.35 | 179.44 | 209.44 |
| 其他收益   | 4.16   | 7.10   | 2.79   |
| 利润总额   | 13.05  | 13.97  | 16.55  |
| 营业利润率  | 9.30   | 7.54   | 10.93  |
| 总资本收益率 | 1.07   | 1.02   | 1.12   |
| 净资产收益率 | 1.47   | 1.40   | 1.42   |

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司期间费用分别为5.61亿元、6.28亿元和9.25亿元，占营业收入比重分别为3.76%、3.50%和4.42%，主要以管理费用和财务费用为主。

2017—2019年，公司利润总额分别为13.05亿元、13.97亿元和16.55亿元；其中片区开发收益分别为4.15亿元、7.08亿元和2.66亿元（体现在“其他收益”）。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率有所波

动，2019年分别为10.93%、1.12%和1.42%，分别同比增加3.39个、0.11个和0.02个百分点。

#### 5. 现金流

近年来，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。未来几年公司仍有较大规模的资本性支出，预计未来仍将保持较大的融资规模。

经营活动方面，2017—2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动较大，分别为137.44亿元、168.48亿元和126.12亿元，主要为工程施工及房地产销售业务收入回款。公司现金收入比波动较大，分别为92.02%、93.89%和60.22%。2017—2019年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动较大，分别为72.62亿元、104.73亿元和64.84亿元，主要为预收的保障房统购款项和往来款。同期，公司经营活动现金流入量分别为210.06亿元、273.21亿元和191.10亿元。2017—2019年，公司经营活动现金流出波动较大，分别为224.83亿元、323.11亿元和250.78亿元，主要为公司购买商品、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）。2017—2019年，公司经营活动现金净流出规模持续扩大，分别为-14.77亿元、-49.90亿元和-59.68亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目        | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流入量 | 210.06 | 273.21 | 191.10 |
| 经营活动现金流出量 | 224.83 | 323.11 | 250.78 |
| 经营活动现金流净额 | -14.77 | -49.90 | -59.68 |
| 投资活动现金流净额 | -3.55  | 2.45   | -23.60 |
| 筹资活动现金流净额 | 1.42   | 31.16  | 70.22  |
| 现金收入比     | 92.02  | 93.89  | 60.22  |

资料来源：根据公司审计报告整理

从投资活动看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为153.51亿元、175.87亿元和121.97亿元，以收到其他与投资活动有关的现金（主要为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。近三年，投资活

动现金流出分别为 157.06 亿元、173.42 亿元和 145.57 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）。2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -3.55 亿元、2.45 亿元和 -23.60 亿元。

2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流入量分别为 261.49 亿元、218.57 亿元和 222.91 亿元，主要为银行借款、市财政拨付贷款利息（收到其他与筹资活动有关的现金）以及发行债券等。同期，公司筹资活动产生的现金流出量分别为 260.08 亿元、187.41 亿元和 152.68 亿元，主要以偿还债务支付的现金为主。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金净流量快速增长，分别为 1.42 亿元、31.16 亿元和 70.22 亿元。

#### 6. 偿债能力

**公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标尚可，综合考虑到公司的区域地位及福州市政府的持续支持，公司整体偿债能力极强。**

从短期偿债指标看，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率均持续下降，2019 年底分别为 180.89%和 61.19%，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。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比均为负值。2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较 2019 年底均有所增长，分别为 191.57%和 65.60%；现金短期债务比为 0.46 倍。

从长期偿债指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 16.72 亿元、17.83 亿元和 20.61 亿元；全部债务/EBITDA 波动上升，分别为 25.76 倍、25.07 倍和 26.24 倍；EBITDA 利息保障倍数持续增长，分别为 0.63 倍、1.15 倍和 1.81 倍；整体看，公司长期偿债能力指标尚可，且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。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 22.54 亿元，担保比率为 2.45%；截至目前被担保单位经营良好，公司或有负债风险可控。

表 18 对外担保情况（单位：万元）

| 被担保单位          | 担保余额      |
|----------------|-----------|
| 罗源县城市建设发展有限公司  | 91400.00  |
| 福州新区开发投资集团有限公司 | 134000.00 |
| 合计             | 225400.00 |

资料来源：公司提供

2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度总量为 908.16 亿元，未使用额度 519.04 亿元，公司间接融资渠道畅通。

#### 7. 母公司财务分析

**母公司主要行使管理职能，资产主要分布于子公司，母公司权益规模相对较小，债务负担较重；公司收入主要来源于子公司。**

2019 年底，母公司资产规模 386.97 亿元，较 2018 年底增长 34.25%，占合并口径资产规模的 21.92%。其中，流动资产占 61.54%、非流动资产占 38.46%；流动资产主要由其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

2019 年底，母公司所有者权益 156.57 亿元，较 2018 年底变化不大，主要系占合并口径所有者权益规模的 17.04%。

2019 年底，母公司负债规模 230.40 亿元，占合并口径负债规模的 27.21%，较 2018 年增长 74.97%，主要系母公司有息债务规模增加所致。2019 年底，母公司资产负债率为 59.54%，全部债务资本化比率 53.83%，债务负担较重。

2019 年，母公司营业收入 0.42 亿元，对合并口径营业收入贡献极小。

#### 九、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

本期债券拟发行规模 8 亿元，分别相当于 2019 年底公司全部债务和长期债务的 1.48%和

2.06%，本期债券的发行对公司现有债务规模及结构影响不大。

2019 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 47.96%、37.05%和 29.66%；以公司 2019 年底财务数据为基础，考虑到公司于 2020 年已发行的 7.00 亿元“20 福州城投 MTN001”、5.00 亿元“20 福州城投债 01”及 7.00 亿元“20 福州城投 MTN002”，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 48.74%、38.19%和 31.09%。公司有息债务规模将略有上升，但整体债务负担尚可。

## 2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 16.72 亿元、17.83 亿元和 20.61 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 2.09 倍、2.23 倍和 2.58 倍；2017—2019 年，公司经营现金流入量分别为 210.06 亿元、273.21 亿元和 191.10 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 26.26 倍、34.15 倍和 23.89 倍。

假设本期债券于 2020 年成功发行且投资者于第五年回售全部剩余本金，“18 榕城停车场债 01/18 榕城 01”和“18 榕城停车场债 02/18 榕城 02”均于存续期第七年偿还本金的 15%，“19 榕城停车场债 01/19 榕城 01”“19 福州城投债 01/19 福州 01”“19 福州城投债 02/19 福州 02”均于第六年末偿还本金的 10%，“20 福州城投 MTN001”于第五年兑付全部本金，

“20 福州城投债 01/20 福州 01”和本期债券均于第五年回售全部剩余本金，则公司将于 2025 年集中偿付八期债券待偿还金额 20.80 亿元。

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 2025 年八期债券待偿还金额的 0.80 倍、0.86 倍和 0.99 倍；同期，经营活动的现金流入量分别为待偿还金额的 10.10 倍、13.14 倍和 9.19 倍。

总体看，公司 EBITDA 对本期债券的保障能力较好，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强；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. 本期债券募投项目偿还能力

本期债券募集资金中 4.00 亿元拟用于平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目建设。

本期债券设置本金提前偿还条款，并附第 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。以下测算基于下述假设：本期债券于 2020 年发行，发行利率为 5.00%，2021 年开始付息。

募投项目运营期 20.00 年。根据 PPP 项目合同，项目采用“政府付费”的方式，回报由使用者付费收入和可行性缺口补助金额两部分组成。根据福建省招标采购集团有限公司出具的《平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目实施方案》，本期债券存续期内募投项目的收入情况及对本期债券所用本金覆盖情况如下：

表 19 募投项目收入对本金覆盖情况测算表（单位：万元、倍）

| 项目                      | 1          | 2        | 3        | 4        | 5        | 6        | 7        | 8        | 9        | 10       | 合计        |
|-------------------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 可行性缺口补助金额               | 14140.00   | 14140.00 | 16894.00 | 16894.00 | 16894.00 | 16894.00 | 16894.00 | 16894.00 | 16894.00 | 16894.00 | 163432.00 |
| 使用者付费收入                 | 2358.00    | 2358.00  | 2358.00  | 2358.00  | 2358.00  | 2358.00  | 2358.00  | 2358.00  | 2358.00  | 2358.00  | 23580.00  |
| 收入合计                    | 16498.00   | 16498.00 | 19252.00 | 19252.00 | 19252.00 | 19252.00 | 19252.00 | 19252.00 | 19252.00 | 19252.00 | 187012.00 |
| 不回售（票面利率第五年末上调 300 个基点） | 本期债券本金     | --       | --       | 4000.00  | 4000.00  | 4000.00  | 4000.00  | 6000.00  | 6000.00  | 6000.00  | 40000.00  |
|                         | 本期债券利息     | 2000.00  | 2000.00  | 2000.00  | 1800.00  | 1600.00  | 2240.00  | 1920.00  | 1440.00  | 960.00   | 16440.00  |
|                         | 本期债券本息合计   | 2000.00  | 2000.00  | 6000.00  | 5800.00  | 5600.00  | 6240.00  | 7920.00  | 7440.00  | 6960.00  | 56440.00  |
|                         | 本期债券本息覆盖倍数 | 8.25     | 8.25     | 3.21     | 3.32     | 3.44     | 3.09     | 2.43     | 2.59     | 2.77     | 3.31      |

|               |            |         |         |         |         |          |    |    |    |    |    |          |
|---------------|------------|---------|---------|---------|---------|----------|----|----|----|----|----|----------|
| 全部回售(不调整票面利率) | 本金         | --      | --      | 4000.00 | 4000.00 | 32000.00 | -- | -- | -- | -- | -- | 40000.00 |
|               | 利息         | 2000.00 | 2000.00 | 2000.00 | 1800.00 | 1600.00  | -- | -- | -- | -- | -- | 9400.00  |
|               | 本息合计       | 2000.00 | 2000.00 | 6000.00 | 5800.00 | 33600.00 | -- | -- | -- | -- | -- | 49400.00 |
|               | 本期债券本息覆盖倍数 | 8.25    | 8.25    | 3.21    | 3.32    | 0.57     | -- | -- | -- | -- | -- | 1.84     |

资料来源：福建省招标采购集团有限公司出具的《平潭综合实验区存量管廊升级改造及维护工程（二期）PPP 项目实施方案》

假设公司选择在债券存续期第 5 年末上调票面利息且投资人未选择回售本金，本期债券存续期内募投项目需偿还本期债券本息合计 5.64 亿元；在不考虑其他因素的情况下，存续期内募投项目实现收入合计 18.70 亿元，为拟使用本期债券本息合计的 3.31 倍。假设投资人选择在债券续期第 5 年末回售全部剩余本金，本期债券存续期内募投项目需偿还本期债券本息合计 4.94 亿元；在不考虑其他因素的情况下，债券存续期内募投项目收入 9.08 亿元，为拟使用本期债券本息合计的 1.84 倍；本期债券存续期第 5 年，项目当年收入对拟使用本期债券还本付息合计的覆盖倍数为 0.57 倍，公司面临一定集中兑付压力。

总体看，若投资者不行使回售权，本期债券存续期内的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，公司将面临一定的集中兑付压力。

#### 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

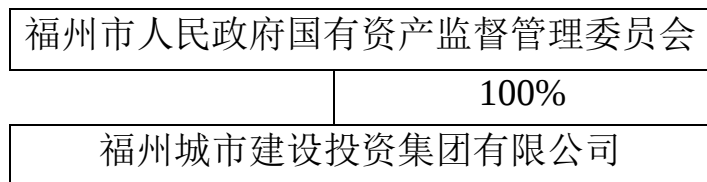
公司作为福州市大型国有投资集团之一，是福州市城市基础设施及配套、重点区域和旧屋区综合开发（含商业地产和保障类房产）、新设产业园区、酒店餐饮业等的投资商、开发商、建设商和运营管理商，持续得到福州市政府的大力支持。

近年来，受工程施工收入增长、保障房竣工并结转收入影响，公司营业收入大幅增长。公司资产以存货和其他非流动性资产为主，整体资产流动性较弱；公司有息债务规模较大，整体债务负担尚可；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。考虑到公司为福州市的投资集团之一，福州市政府对公司给与持续支持，公司整体偿债能力极强。

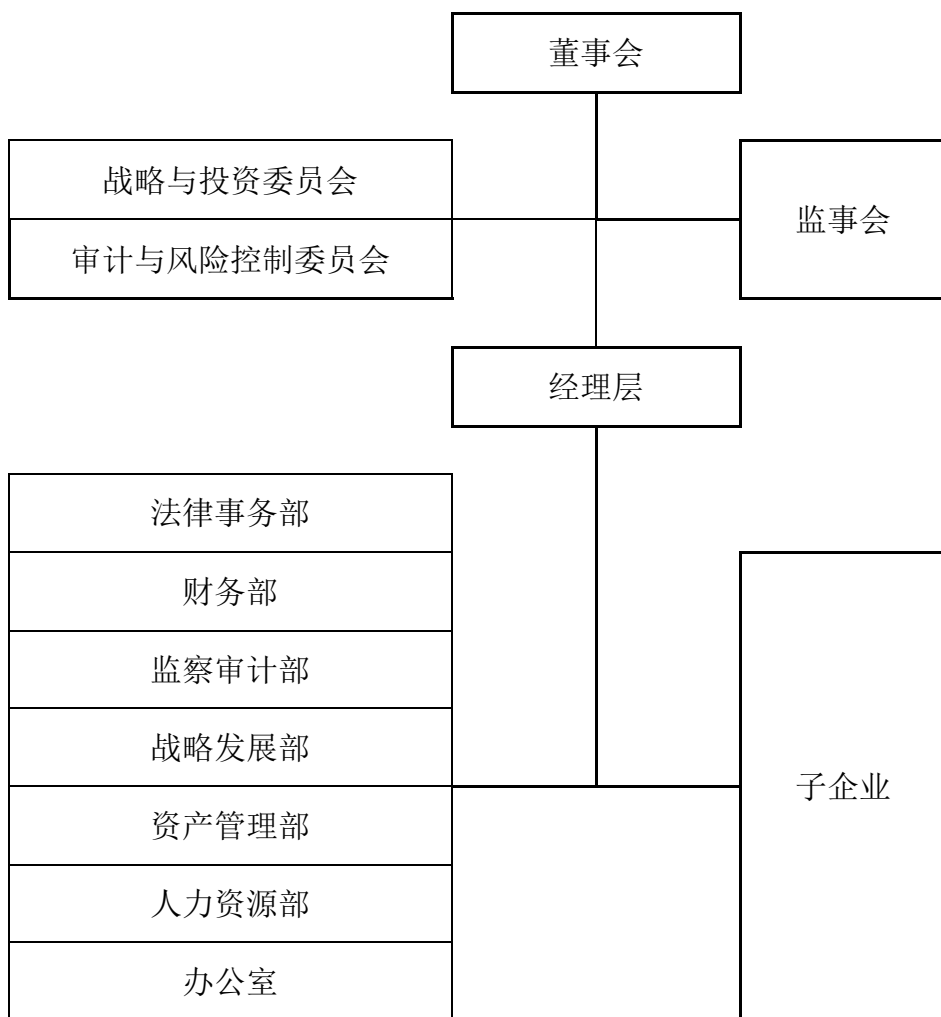
本期债券设置分期偿还条款，有效降低了到期集中兑付压力，有利于提高本期债券偿付的安全性。

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。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织结构图



### 附件 1-3 截至 2019 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。                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 宁德漳湾片道路建设投资有限公司    | 0.10 亿  | 94.70%  | 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。                                                                                                                                                                                                |
| 屏南县路网建设投资有限公司      | 0.98 亿元 | 89.96%  | 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；工程设计；工程勘察；公路运营服务；公路养护服务；物业管理；物业服务；绿化管理服务。                                                                                                                                                       |
| 福州市建设工程施工图审查中心有限公司 | 0.05 亿元 | 100%    | 房屋建筑、市政基础设施工程施工图审查。                                                                                                                                                                                                                                             |

资料来源：公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目             | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  |
|----------------|---------|---------|---------|
| <b>财务数据</b>    |         |         |         |
| 现金类资产(亿元)      | 90.52   | 74.99   | 63.40   |
| 资产总额(亿元)       | 1459.19 | 1595.93 | 1765.49 |
| 所有者权益(亿元)      | 779.80  | 851.31  | 918.84  |
| 短期债务(亿元)       | 105.97  | 120.92  | 153.26  |
| 长期债务(亿元)       | 324.54  | 326.21  | 387.49  |
| 全部债务(亿元)       | 430.52  | 447.13  | 540.75  |
| 营业收入(亿元)       | 149.35  | 179.44  | 209.44  |
| 利润总额(亿元)       | 13.05   | 13.97   | 16.55   |
| EBITDA(亿元)     | 16.72   | 17.83   | 20.61   |
| 经营性净现金流(亿元)    | -14.77  | -49.90  | -59.68  |
| <b>财务指标</b>    |         |         |         |
| 销售债权周转次数(次)    | 8.90    | 10.89   | 11.44   |
| 存货周转次数(次)      | 0.29    | 0.34    | 0.35    |
| 总资产周转次数(次)     | 0.10    | 0.12    | 0.12    |
| 现金收入比(%)       | 92.02   | 93.89   | 60.22   |
| 营业利润率(%)       | 9.30    | 7.54    | 10.93   |
| 总资本收益率(%)      | 1.07    | 1.02    | 1.12    |
| 净资产收益率(%)      | 1.47    | 1.40    | 1.42    |
| 长期债务资本化比率(%)   | 29.39   | 27.70   | 29.66   |
| 全部债务资本化比率(%)   | 35.57   | 34.44   | 37.05   |
| 资产负债率(%)       | 46.56   | 46.66   | 47.96   |
| 流动比率(%)        | 257.54  | 197.45  | 180.89  |
| 速动比率(%)        | 119.14  | 74.10   | 61.19   |
| 经营现金流动负债比(%)   | -4.40   | -12.22  | -13.29  |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.85    | 0.62    | 0.41    |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.63    | 1.15    | 1.81    |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 25.76   | 25.07   | 26.24   |

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，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务；2、2017年财务数据采用2018年年初数

### 附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

| 项目             | 2017 年 | 2018 年  | 2019 年 |
|----------------|--------|---------|--------|
| <b>财务数据</b>    |        |         |        |
| 现金类资产(亿元)      | 0.63   | 9.01    | 2.94   |
| 资产总额(亿元)       | 258.58 | 288.24  | 386.97 |
| 所有者权益(亿元)      | 174.64 | 156.56  | 156.57 |
| 短期债务(亿元)       | 24.50  | 47.26   | 86.86  |
| 长期债务(亿元)       | 58.18  | 82.81   | 95.73  |
| 全部债务(亿元)       | 82.68  | 130.07  | 182.58 |
| 营业收入(亿元)       | 0.12   | 0.11    | 0.42   |
| 利润总额(亿元)       | 0.72   | 0.02    | 0.01   |
| EBITDA(亿元)     | 0.75   | 0.05    | 0.39   |
| 经营性净现金流(亿元)    | 1.27   | 6.16    | 4.65   |
| <b>财务指标</b>    |        |         |        |
| 销售债权周转次数(次)    | --     | --      | --     |
| 存货周转次数(次)      | --     | --      | --     |
| 总资产周转次数(次)     | 0.00   | 0.00    | 0.00   |
| 现金收入比(%)       | 106.00 | 104.10  | 97.84  |
| 营业利润率(%)       | 92.83  | 89.15   | 95.94  |
| 总资本收益率(%)      | 0.28   | 0.01    | 0.11   |
| 净资产收益率(%)      | 0.41   | 0.01    | 0.01   |
| 长期债务资本化比率(%)   | 24.99  | 34.59   | 37.94  |
| 全部债务资本化比率(%)   | 32.13  | 45.38   | 53.83  |
| 资产负债率(%)       | 32.46  | 45.68   | 59.54  |
| 流动比率(%)        | 392.45 | 282.28  | 176.84 |
| 速动比率(%)        | 392.45 | 282.28  | 176.84 |
| 经营现金流负债比(%)    | 4.94   | 12.60   | 3.45   |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.03   | 0.19    | 0.03   |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.22   | 0.01    | 0.04   |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 110.03 | 2700.18 | 462.91 |

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、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；3、2017 年财务数据采用 2018 年期初数

## 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         |                                                   |
| 资产总额年复合增长率   |                                                   |
| 净资产年复合增长率    | (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% |
| 利润总额年复合增长率   |                                                   |
| 经营效率指标       |                                                   |
| 销售债权周转次数     | 营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)                           |
| 存货周转次数       | 营业成本/平均存货净额                                       |
| 总资产周转次数      | 营业收入/平均资产总额                                       |
| 现金收入比        | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%                          |
| 盈利指标         |                                                   |
| 总资本收益率       | (净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%           |
| 净资产收益率       | 净利润/所有者权益×100%                                    |
| 营业利润率        | (营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%                      |
| 债务结构指标       |                                                   |
| 资产负债率        | 负债总额/资产总计×100%                                    |
| 全部债务资本化比率    | 全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%                     |
| 长期债务资本化比率    | 长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%                          |
| 担保比率         | 担保余额/所有者权益×100%                                   |
| 长期偿债能力指标     |                                                   |
| EBITDA 利息倍数  | EBITDA/利息支出                                       |
| 全部债务/ EBITDA | 全部债务/ EBITDA                                      |
| 短期偿债能力指标     |                                                   |
| 流动比率         | 流动资产合计/流动负债合计×100%                                |
| 速动比率         | (流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%                          |
| 经营现金流动负债比    | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                            |
| 现金短期债务比      | 现金类资产/短期债务                                        |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

| 信用等级设置 | 含义                             |
|--------|--------------------------------|
| AAA    | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA     | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A      | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
| BBB    | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| BB     | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
| B      | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC    | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC     | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C      | 不能偿还债务                         |

## 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含义                                |
|--------|-----------------------------------|
| 正面     | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大           |
| 稳定     | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大             |
| 负面     | 存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大           |
| 发展中    | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |

## 联合资信评估股份有限公司关于 2020 年福州城市建设投资集团有限公司 公司债券（第二期）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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。