

2012 年瑞安市国有资产投资集团有限公司公司债券

## 跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100647】

**评级对象:** 2012年瑞安市国有资产投资集团有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪</b>	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	2018年6月28日
<b>前次跟踪:</b>	AA	稳定	AA	2017年6月27日
<b>首次评级:</b>	AA	稳定	AA	2012年9月15日

### 主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
<b>金额单位: 人民币亿元</b>			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	0.88	2.21	0.48
刚性债务	12.64	11.93	10.67
所有者权益	90.61	100.75	102.03
经营性现金净流入量	9.72	7.53	-0.78
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	224.33	238.57	216.11
总负债	114.84	106.09	83.39
刚性债务	57.24	44.05	38.13
所有者权益	109.49	132.48	132.72
营业收入	5.27	8.47	15.97
净利润	0.59	0.69	0.36
经营性现金净流入量	4.41	10.02	-0.96
EBITDA	2.40	2.82	1.90
资产负债率[%]	51.19	44.47	38.59
长短期债务比[%]	79.10	61.10	87.51
权益资本与刚性债务比率[%]	191.27	300.77	348.05
流动比率[%]	133.59	151.50	194.19
现金比率[%]	16.96	20.68	19.10
利息保障倍数[倍]	0.38	0.72	0.49
EBITDA/利息支出[倍]	0.73	1.15	1.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.06	0.05

注:瑞安国投原审计机构为利安达会计师事务所(特殊普通合伙)。2017年,为更好地适应未来业务发展需要,瑞安国投改聘华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)为财务报表审计机构。上表发行人数据根据瑞安国投经审计的会审字【2018】4105号审计报告2015-2017年三年连审财务数据整理、计算。

### 分析师

郭燕 gy@shxsj.com  
陈威宇 chenweiyu@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对瑞安市国有资产投资集团有限公司(简称“瑞安国投”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的12瑞安债的跟踪评级反映了2017年以来瑞安国投在外部环境、业务竞争及负债经营风险等方面取得积极变化,同时也反映了公司在资产质量、投融资及或有负债等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **外部环境较好。**瑞安市以汽车零部件、机械电子、高分子合成材料及其制品等为主导产业,工业基础较好。跟踪期内,瑞安市经济增速进一步提升,区域综合实力增强,土地出让总价显著增长,为瑞安国投业务开展提供了较好的外部环境。
- **竞争优势较明显。**跟踪期内,瑞安国投仍是瑞安市主要的城市基础设施建设主体、自来水供应商、安置房建设主体和瑞安经开区主要的标准厂房及配套建设的建设主体,业务竞争优势较明显,持续获得地方政府在财政拨款等方面的支持。
- **负债经营风险可控。**跟踪期内,瑞安国投负债规模下降,资产负债率降低,目前公司即期偿债能力较好,股东权益对刚性债务的保障程度高,现阶段债务偿付压力较轻。

#### 主要风险:

- **区域发展稳定性风险。**瑞安市经济以民营经济为主,易受外部环境波动的影响,且房地产调控将持续影响其土地出让收入的稳定性。
- **资产质量一般。**跟踪期内,瑞安国投资产仍主要集中在存货、在建工程和其他应收款等,资产流动性较弱且项目资金回笼时点存在一定不确定性。

- **投融资压力。**瑞安国投在市政建设、安置房业务等方面仍需投入较大规模资金，面临较大的投融资压力。
- **或有负债风险。**瑞安国投对外提供一定规模担保，面临一定的或有负债风险。

➤ **未来展望**

本评级机构考虑到瑞安市经济增速提升、土地出让总价显著增长，区域环境向好；瑞安国投职能地位突出，业务竞争优势较明显；公司负债率降低，现阶段债务偿付压力较轻等因素，决定调整公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，决定调整上述债券为 AA<sup>+</sup>信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2012 年瑞安市国有资产投资集团有限公司公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2012 年瑞安市国有资产投资集团有限公司公司债券（简称“12 瑞安债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据瑞安国投提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对瑞安国投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会发改财金【2012】3597 号文件批准，该公司于 2012 年 11 月 26 日公开发行了 7 亿元人民币公司债券，期限为 7 年，票面利率为 6.93%。本期债券设置本金提前偿付条款，自债券存续期第三年起于每年的 11 月 26 日按 20% 的比例逐年等额偿还本金，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。目前，本期债券付息情况正常。本期债券募集资金用于围涂工程、经济开发区人才公寓和江南邻里中心工程建设，截至 2017 年末募集资金已全部使用。

截至 2018 年 5 月末，该公司待偿债券本金余额为 7.30 亿元，公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

**图表 1. 截至 2018 年 5 月末公司已发行债券概况**

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	债券余额（亿元）
12 瑞安债	7.00	7 年	6.93	2012 年 11 月	2.80
16 瑞安债	4.50	7 年	4.56	2016 年 1 月	4.50
合计	11.50	--	--	--	7.30

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率

有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧

结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## （2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善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，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个

领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

瑞安市地处浙江东南沿海，区位条件较好，以汽车零部件、机械电子、高分子合成材料及其制品等为主导产业，工业基础较好。跟踪期内，全市经济增速提升，综合实力增强，土地出让总价显著增长，为该公司业务开展提供了较好的外部环境。

瑞安市是浙江省下辖的县级市，由温州市代管。瑞安市地处浙江东南沿海，地理位置和交通条件优越，具有高铁、高速、国道、省道、航运等综合交通优势。瑞安市于 1987 年被国务院确定为首批 14 个沿海经济开发区之一。全市陆域面积 1271 平方公里，海域面积 3037 平方公里。瑞安市良好的交通条件为当地经济的发展奠定了较好的基础。

瑞安市经济基础较好，产业特色鲜明。瑞安市是民营经济的先发地区，是温州模式的重要发祥地，曾以“小商品、大市场”闻名全国。经过多年发展，瑞安市形成了以汽车零部件、机械电子、高分子合成材料及其制品等三大产业为主导的工业体系和眼镜、箱包、针织、工艺品等六大块状产业集群，先后获得“中国汽摩配之都”、“中国包装机械城”、“中国针织名城”等称号。

2017 年，瑞安市实现地区生产总值 863.00 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.7%，增幅高于温州市平均水平 0.3 个百分点，较上年提升 0.1 个百分点。当年，全市经济发展情况较好，第一产业实现增加值 22.60 亿元，同比增长 3.2%；第二产业实现增加值 354.18 亿元，同比增长 7.4%；第三产业实现增加值 486.22 亿元，同比增长 10.0%。近年来，瑞安市积极推进供给侧结构性改革，产业结构不断调整，三次产业结构比由 2016 年的 2.8:43.2:54.0 调整为 2.6:41.0:56.4。

**图表 2. 2015-2017 年瑞安市主要经济指标及增速**

指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	720.51	8.3	783.84	8.6	863.00	8.7
工业增加值 (亿元)	293.08	6.1	301.37	7.7	305.38	7.3
限额以上固定资产投资 (亿元)	496.61	14.2	564.15	13.6	610.50	13.8
社会消费品零售总额 (亿元)	311.40	8.8	351.75	12.5	391.58	11.3
进出口总额 (亿元)	34.00 亿美元	-9.4	224.00	5.1	254.08	13.4
城镇常住居民人均可支配收入 (万元)	4.69	8.7	5.09	8.4	5.51	8.3
农村常住居民人均可支配收入 (万元)	2.37	9.2	2.56	8.0	2.79	9.1

资料来源：瑞安市统计局网站

2016 年以来，得益于外部经济回升及当地的供给侧结构性改革，全市工业经济形势总体较好。2017 年瑞安市实现规模以上工业产值 997.28 亿元，同比增长 11.7%，增速较上年提升 2.7 个百分点。从行业看，2017 年瑞安市规模以上工业中轻工业实现产值 345.93 亿元，同比增长 7.7%；重工业实现产值 651.35 亿元，同比增长 13.9%。全市 1058 家规模以上工业企业中超亿元企业 183 家，完成工业总产值 624.6 亿元，同比增长 15.7%，拉动规模以上工业产值增速 9.5 个百分点，当年工业总产值增长主要依赖重工业带动。从产业发展情况看，瑞安市三大主导产业对经济发展的支撑力度较强，2017 年全市规模以上三大主导产业实现工业总产值 623.49 亿元，同比增长 13.8%，增速高于规模以上工业产值增速 2.1 个百分点，且占规模以上工业总产值的 62.5%。

2017 年，瑞安市限额以上固定资产投资额为 610.50 亿元，同比增长 13.8%，近年来在不断加大基础设施投资带动下，瑞安市固定资产投资维持在较高增速。当年，受楼市调控政策等因素影响，瑞安市房地产投资增速下滑，转为负增长。



**图表 3. 2015-2017 年瑞安市主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）**

投资方向	2015 年		2016 年		2017 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	187.00	18.0	198.58	6.2	214.92	13.1
基础设施	91.71	4.1	118.85	29.6	147.84	38.7
房地产	135.24	18.6	153.58	13.6	152.02	-1.0

资料来源：瑞安市统计局网站

瑞安市消费情况发展较好，2017 年全市消费需求平稳增长，当年限额以上批零住餐行业销售（营业）额 372.90 亿元，同比增长 18.4%；其中，批发零售业销售额 359.17 亿元，同比增长 18.4%，占限额以上批零住餐行业销售（营业）额的 96.3%。2016 年以来受外部经济回升影响，瑞安市对外贸易加速回暖，2017 年全市外贸进出口总额为 254.08 亿元，同比增长 13.4%，增速较上年提升 8.3 个百分点；其中，出口总额 220.84 亿元，同比增长 7.9%；进口总额 33.24 亿元，同比增长 71.3%。2017 年，全市共与 180 个国家（地区）开展贸易关系，对欧洲市场出口 84.33 亿元，对亚洲市场出口 60.58 亿元。

2018 年第一季度，瑞安市经济发展继续保持较好态势，实现地区生产总值 177.00 亿元，同比增长 8.0%，增速高于当期温州市水平 0.2 个百分点，三次产业结构比进一步调整为 2.3:39.5:58.2。当期，瑞安市实现规模以上工业总产值 181.29 亿元，同比增长 15.3%。同期，全市外贸进出口总额为 60.19 亿元，同比增长 14.7%。

土地出让方面，2017 年瑞安市土地出让总面积为 262.52 万平方米，土地出让总价为 167.41 亿元。当年，瑞安市加快土地供应，各类用地出让面积均有所增长，主要得益于住宅用地出让面积和出让单价均大幅提升，全市土地出让总价显著增长 294.2% 至 167.41 亿元。土地出让总价的大幅增长，有利于为该公司政府回购项目资金回笼等提供支持。2018 年第一季度，瑞安市土地出让面积为 55.50 万平方米，其中住宅用地出让面积 15.60 万平方米；当期，全市实现土地出让总价 32.67 亿元，其中住宅用地出让总价为 30.48 亿元。

**图表 4. 2015-2017 年瑞安市土地市场交易情况**

指标	2015 年	2016 年	2017 年
<b>土地出让总面积（万平方米）</b>	<b>116.14</b>	<b>86.61</b>	<b>262.52</b>
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	21.82	18.60	52.09
商业用地出让面积（万平方米）	1.34	8.59	12.76
工业用地出让面积（万平方米）	92.99	57.42	144.86
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>44.24</b>	<b>42.47</b>	<b>167.41</b>
其中：住宅用地出让总价（亿元）	39.64	37.21	137.47
商业用地出让总价（亿元）	0.22	2.82	14.93
工业用地出让总价（亿元）	4.38	2.23	11.48
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>3808.68</b>	<b>4903.69</b>	<b>6377.00</b>
其中：住宅用地出让单价（元/平方米）	18163.75	20002.79	26389.55
商业用地出让单价（元/平方米）	1659.60	3282.99	11697.18
工业用地出让单价（元/平方米）	470.83	387.89	792.48

资料来源：中指数据-土地版

## 2. 业务运营

该公司是瑞安市重点构建的综合性投资、建设与经营主体。跟踪期内，公司收入仍主要来源于物业销售、自来水及管道安装业务。2017年，受确认的安置房销售收入规模较大影响，公司营业收入大幅增长。目前，公司市政建设、安置房等在建项目仍需投入较大规模资金，面临较大的投融资压力。

该公司是瑞安市政府重点构建的综合性投资、建设与经营主体，业务涵盖经开区建设、交通道路等城市基础设施建设与运营、旧城改造、安置房及标准厂房的建设与销售、水务、国有资产经营和管理等。2017年，公司实现营业收入15.97亿元，主要来自物业销售业务、自来水及管道安装业务，上述业务收入合计占营业收入的比重为84.77%。2017年，公司营业收入同比大幅增长88.63%，主要系当年确认的安置房销售收入规模较大所致。当年，公司综合毛利率为6.09%，较上年下降3.85个百分点，主要系亏损的物业销售业务收入规模大幅增长所致。

图表 5. 2015 年以来公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
营业收入	5.27	100.00%	8.47	100.00%	15.97	100.00%
物业销售	1.36	25.87%	1.95	23.04%	9.79	61.29%
自来水业务	2.20	41.78%	2.36	27.90%	2.61	16.36%
管道安装业务	0.39	7.36%	0.63	7.40%	1.14	7.11%
出租业务	0.40	7.60%	0.36	4.21%	0.41	2.54%
土地回购	0.00	0.00%	2.19	25.86%	0.97	6.05%
其他	0.92	17.39%	0.98	11.59%	1.06	6.65%
毛利率	26.18%		9.94%		6.09%	
物业销售	46.36%		-21.28%		-3.91%	
自来水业务	20.08%		19.74%		25.37%	
管道安装业务	37.26%		23.22%		17.13%	
出租业务	56.28%		56.50%		57.98%	
土地回购	--		15.12%		11.61%	
其他	-7.02%		11.52%		14.14%	

资料来源：瑞安国投

### (1) 市政建设业务

该公司是瑞安市重要的基础设施投融资及建设主体，负责城市基础设施的运营和资金的筹措、投资和管理，在瑞安市城市基础设施建设领域处于垄断地位，是瑞安市重点扶持的城市基础设施建设主体。目前，公司主要通过四种业务模式从事市政建设业务，一种是政府平价回购模式，即按成本价回购项目，主要为道路桥梁等市政项目建设；一种是自营模式，即完工后的项目运营产生的收益用来平衡建设开发成本，同时补充流动资金；一种是 PPP 模式，即与社会资本合作从事市政建设；还有一种是与政府签订委托代建购买服务协议，由政府支付启动资金、委托代建资金和代建服务费。

政府回购模式方面，该公司承接的政府性投资项目的年度投资计划须上报瑞安市发展和改革委员会（重点办），审核汇总后由市政府统一发文下达；投资计划上报市财政局审

核汇总后报瑞安市政府提交市人大常委会通过。对列入公司投资计划的项目，市财政安排 30% 的项目资本金，项目资本金由市财政拨付公司本部，公司本部再拨付至相应的项目子公司，项目所需的剩余资金由公司自筹解决，政府通过土地出让收入返还、财政拨款、项目无偿划入等方式予以补偿。公司市政建设业务不确认收入，政府通过财政补贴和增加资本公积的方式对公司的市政建设项目进行补贴。公司本部将收到的应拨付给项目子公司的市政款通过“其他应付款”核算，归属于本部的市政资金则通过“资本公积”和“营业外收入”核算。

自国办发[2015]40 号文件出具以来，该公司逐渐终止通过回购模式建设道路桥梁等市政工程，原承接的市政项目将逐步移交到瑞安市相关政府部门，已投入工程款的收回时点主要取决于地方财力。2016 年末，公司移交了 4.84 亿元已完工工程项目。截至 2017 年末，公司已收到项目回购资金 29.05 亿元；同年末，公司主要的回购项目已投资金额为 61.01 亿元，后续投资资金需求为 23.42 亿元。未来，公司仍面临较大的投融资压力和资金回收压力。

**图表 6. 截至 2017 年末公司主要政府回购项目明细（单位：亿元）**

项目	计划投资额	已投资额	未来尚需投资
丁山二期围垦及回填造地项目	15.40	15.29	0.11
阁巷围垦	7.66	7.66	0.00
瑞安市万松东路延伸工程一期	11.10	7.67	3.43
瑞安市丁山三期西片围涂工程	11.03	5.49	5.54
瑞安市飞云江治理一期工程（独流入海）	9.59	6.48	3.11
道路桥梁	3.58	3.58	0.00
新江南水厂	5.60	3.55	2.05
进港公路二期	6.32	3.03	3.29
瑞安市江南污水收集系统工程	2.53	1.89	0.64
瑞安市江北污水处理厂二期工程	2.20	1.87	0.33
瑞安市江南污水处理厂一期工程	1.72	1.75	0.05 <sup>1</sup>
瑞安市飞云江高楼段沿岸绿道工程	3.95	1.14	2.81
瑞安飞云江高楼段治理工程	3.73	1.61	2.11
<b>合计</b>	<b>84.41</b>	<b>61.01</b>	<b>23.42</b>

资料来源：瑞安国投

自营项目方面，由于 2017 年 1 月瑞安江南新区建设开发有限公司（以下简称“江南新区公司”）100% 股权被无偿划转至瑞安市国资办，该公司原已基本完工的江南物流园区一期工程<sup>2</sup>的所有权不再归公司所有。但考虑到江南物流园区一期工程为 2016 年瑞安市国有资产投资集团有限公司公司债券募投项目，江南新区公司于 2017 年 1 月将该项目未来经营期的收费权无偿转让给瑞安国投，双方已签订相关协议。截至 2017 年末，公司主要自营项目为子公司基础设施建设公司负责建设的万松山停车场项目和瑞安停

<sup>1</sup> 随建设进度推进，该项目实际投资额超过计划投资额。

<sup>2</sup> 2016 年末，该项目累计投资 7.45 亿元，已基本完工。2017 年该项目竣工，目前在招商引资阶段，预计 2018 年开始产生收入。后续项目收入主要来源于营业用房出租收入、停车收入、信息增值服务收入以及物业管理服务收入等。

车场项目；其中，万松停车场项目整体投资规模 5500 万元，已累计投资 136.91 万元，预计 2018 年完工，完工后项目每年预计能够产生 501 万元的车位出租收入；瑞安停车场项目为本期债券募投项目，总投资 19.40 亿元，已累计投资 9.76 亿元，在本期债券存续期（10 年）内预计可实现项目净收入 18.55 亿元。

未来该公司将主要通过 PPP 等模式从事道路等市政工程建设。截至 2017 年末，公司投资建设的 PPP 项目为子公司基础设施建设公司通过单一来源采购承接的瑞安市东新产城道路 PPP 项目工程建设，施工方为浙江华泰市政工程有限公司。该项目计划投资总额为 12.64 亿元，建设所需资金均由公司自筹。项目共分两期实施，其中第一期包括凤锦路、文华路和振兴路，计划投资总额为 5.69 亿元；第二期包括清泉路、祥和大道和汀田镇府路，计划投资总额为 6.95 亿元。根据《PPP 协议书》，瑞安市东新产城道路工程建设期为 3 年，购买服务期为 12 年；除收回工程费用、前期费用、项目管理费（即审定建安工程参考价的 3%）及相关税费外，公司还可收取一定的资金占用费<sup>3</sup>。建设进度方面，瑞安市东新产城道路一、二期工程均已开工，其中一期工程拟于 2019 年 1 月竣工，截至 2017 年末已累计投入 0.90 亿元。二期工程拟于 2019 年 6 月竣工，截至 2017 年末已累计投入 0.17 亿元。

截至 2017 年末，该公司子公司瑞安市一零四国道西过境建设投资有限公司（以下简称“一零四公司”）负责建设 104 国道温州西过境瓯海桐岭至瑞安仙降段改建工程（瑞安段）项目（以下简称“104 国道西过境项目”），一零四公司于 2015 年 10 月与瑞安市人民政府签订 104 国道西过境项目委托代建购买服务协议，约定按核定总投资的 5% 支付代建服务费。根据上述协议，瑞安市人民政府将在 15 年内（建设期 3 年、回报期 12 年）以财政资金拨付形式支付启动资金、委托代建资金和代建服务费。104 国道西过境项目暂定总投资 16.61 亿元，截至 2017 年末已累计投资 11.50 亿元，累计使用财政资金 11.32 亿元<sup>4</sup>、收到省级补助 0.41 亿元。由于 104 国道西过境项目尚未完工，近年来未确认收入。

除上述项目外，该公司还有围垦项目，瑞安市政府除平价回购市政建设项目外，亦通过返还垦区土地出让款或财政拨款等方式弥补项目前期投入。子公司瑞安滨海新区建设开发有限公司（以下简称“滨海新区公司”）、瑞安市瓯飞建设投资开发有限公司（以下简称“瓯飞建设公司”）和瑞安市丁山围垦建设开发有限公司（以下简称“丁山围垦公司”）是瑞安市围垦及垦区造地建设的筹资单位及基础设施建设的主体。目前，滨海新区公司主要从事丁山二期垦区工程，主要包括丁山二期围垦项目和丁山二期回填造地项目。截至 2017 年末，丁山二期围垦项目已完工，累计投资 2.73 亿元，已收到财政拨款 2.73 亿元；丁山二期回填造地项目已累计投资 12.57 亿元，已收到财政拨款 12.57 亿元，已围垦 13100 亩土地，已全部被相关部门验收。丁山三期西片围涂工程由丁山围垦公司负责，该项目为 12 瑞安债募投项目之一，总投资 11.03 亿元，截至 2017 年末项目已累计投资 5.49 亿元，该项目预计回购额为 15.50 亿元，由瑞安市政府在约定的七年内

<sup>3</sup> 具体包括前期费用资金占用费、建设期建安工程资金占用费和购买服务期工程费资金占用费，其中前期费用资金占用费利率按五年期以上贷款基准利率上浮 10% 计算，建设期建安工程资金占用费利率和购买服务期工程费资金占用费利率均为五年期以上贷款基准利率。

<sup>4</sup> 根据该公司回复，104 国道西过境项目 2011 年至 2016 年 3 月由瑞安市财政局会计核算中心代理记账，设立项目专户核算，专款专用，划拨前实际资金占用额 6.57 亿元。2016 年 4 月，该项目资产及债务一并转入一零四公司。截至 2017 年末，该项目收到财政拨款 4.75 亿元。

分期支付。瓯飞建设公司主要从事瓯飞一期南片围垦工程项目，项目总投资为 134.69 亿元，项目资金来源全部为瑞安市财政拨款和浙江省财政补贴资金。根据瓯飞一期南片围垦工程项目分阶段实施方案，项目主体工程施工标拟分成 6 个标，其中一阶段施工标 3 个，二阶段施工标 3 个。目前正在实施的为一阶段施工 3 标，工程投资约 1.60 亿元，截至 2018 年 5 月末已完成投资额 0.45 亿元。由于国家海洋局暂停受理和审批区域用海规划，项目海域使用权暂停审批，除已施工的一阶段施工 3 标外，该项目其余部分均暂缓实施。

## (2) 物业销售业务

该公司物业销售主要包括安置房销售和标准厂房及配套设施销售。2017 年，公司实现物业销售收入 9.79 亿元，其中安置房销售收入为 8.20 亿元，较上年增加 7.50 亿元；标准厂房及配套设施销售收入为 1.59 亿元，较上年增加 0.34 亿元。2017 年，安置房销售收入大幅上涨，主要系当年确认收入的安置房销售面积规模较大所致。同期公司物业销售实现毛利-0.38 亿元，对应业务毛利率为-3.91%，销售亏损主要系瑞安市万松东路延伸工程建设投资有限公司（以下简称“万松东路公司”）的安置房项目销售价格经政府定价（以前年度预估成本）低于单位成本所致。

### A: 安置房业务<sup>5</sup>

该公司安置房业务由下属子公司瑞安市旧城改造发展公司（以下简称“旧城改造公司”）、万松东路公司、瑞安市马屿新农村建设投资有限公司（以下简称“马屿新农村公司”）等负责。其中，旧城改造公司是主要的安置房业务承接方，主要负责瑞安市旧城改造及拆迁安置业务，主要采取“以拆定建”的投资开发模式，即根据实际拆迁情况，来统筹安置房建设；万松东路公司和马屿新农村公司分别负责各自辖区范围内的安置房业务。

该公司的安置房业务主要是因政府征地拆迁或是基础设施项目建设需要，将被拆迁户原有的房屋拆除后，为重新安置被拆迁户而新建安置房的业务。置换用安置房的价格在政府指导下依据安置房经测算的预估成本制定，安置房建成后，公司以成本价置换给安置户；若拆迁安置款不足以置换安置房，则差价部分由安置户现金支付。置换给安置户后剩余的房源，在政府主导下优先安置瑞安市低收入住房困难家庭，这部分房源依照成本定价销售；剩余的尾房按照市场评估价格作为销售底价，采取公开拍卖的形式进行销售。安置户置换收入及剩余安置房销售收入是公司安置房业务收入的主要来源。公司在安置户交付最后一期尾款并开具发票，交付钥匙后，确认成本及收入。

2013 年起，该公司开始对外销售安置房。2017 年，公司安置房销售收入较上年大幅增加 7.50 亿元至 8.20 亿元，系金马家园和瑞宸苑当年收入实现较多所致。截至 2017 年末，公司共有十个安置房对外销售，合计可售面积 48.58 万平方米，累计已售面积 32.96 万平方米，其中隆欣佳园、金马佳园、曹村“稻香居”基本已销售完毕，后续公司安置房销售收入主要来自集云佳园、心兰苑、瑞宸苑、瑞馨苑和枫景名苑等，待售面积合计 15.62 万平方米。

<sup>5</sup> 由于原参与安置房业务的子公司瑞安江南新区建设开发有限公司 100% 股权和瑞安市工业发展有限公司 100% 股权均于 2017 年 1 月无偿转让给瑞安市国资办，2017 年末不再反映上述两家单位的在建安置房情况。

图表 7. 截至 2017 年末公司安置房销售情况<sup>6</sup> (单位: 万平方米、亿元)

建设主体	安置房名称	可售面积	累计已售面积	2017 年销售面积		2017 年确认收入	
				置换	公开拍卖	置换	公开拍卖
旧城改造公司	隆欣佳园	2.09	2.05	--	--	--	--
	外滩佳园	5.42	4.94	0.01	--	0.001	--
	长春佳园	1.13	0.88	0.08	0.03	0.08	0.09
	集云佳园	7.73	6.30	0.03	--	0.02	--
	心兰苑	4.33	3.13	0.08	--	0.05	--
马屿新农村公司	金马佳园	9.55	8.55	8.43	--	5.02	--
	曹村“稻香居”	1.06	1.06	1.06	--	0.40	--
万松东路公司	瑞宸苑	8.02	5.80	5.80	--	2.44	--
	瑞馨苑	3.38	0.20	0.20	--	0.08	--
	枫景名苑	5.88	0.05	0.05	--	0.02	--
合计		48.58	32.96	15.75	0.03	8.11	0.09

资料来源: 瑞安国投

截至 2017 年末, 旧城改造公司在建的安置房项目主要包括邮电南路安置房、邮电北路安置房、滨江三期 F 地块、沿江新村等, 计划总投资合计 34.45 亿元, 累计已投资 12.39 亿元, 未来尚需投资 22.06 亿元。万松东路公司、马屿新农村公司亦有部分在建安置房项目, 包括瑞宸苑、枫景名苑等, 截至 2017 年末计划总投资合计 16.68 亿元, 累计已投资 12.24 亿元, 未来尚需投资 4.44 亿元。整体看, 该公司在安置房建设方面仍面临一定的投融资压力。

图表 8. 截至 2017 年末旧城改造公司主要在建的安置房项目情况 (单位: 亿元)

项目	计划投资	总建筑面积 (万平方米)	已投资额
邮电南路安置房	7.01	11.12	6.60
邮电南路卡口工程	0.32	0.21	0.25
邮电北路安置房	7.29	9.78	0.23
安阳 1 号安置房	1.18	2.56	0.80
安阳 2 号安置房	0.85	2.02	0.56
滨江三期 E 地块	1.50	2.35	0.70
滨江三期 F 地块	6.80	8.49	1.26
沿江新村	9.50	7.79	1.99
合计	34.45	44.32	12.39

资料来源: 瑞安国投

图表 9. 截至 2017 年末其他子公司主要在建的安置房项目情况 (单位: 亿元)

建设主体	项目名称	计划投资	已投资
万松东路公司	安置房西地块项目 (瑞宸苑)	5.23	3.21
	安置房瑞祥 1#地块 (枫景名苑)	3.61	2.33
	安置房瑞祥 7#地块 (瑞馨苑)	2.05	1.55
马屿新农村公司	五甲农房集聚建设工程 (又名: 金马佳园)	5.32	4.70
	曹村农房集聚建设工程	0.47	0.45
合计		16.68	12.24

资料来源: 瑞安国投

<sup>6</sup> 包括完工安置房项目和在建安置房项目销售情况。

## B: 标准厂房及配套设施业务

该公司标准厂房及配套设施建设业务主要由瑞安经济开发区发展总公司（以下简称“经开区发展公司”）负责。经开区发展公司业务主要集中在瑞安经济技术开发区（以下简称“瑞安经开区”或“经开区”）<sup>7</sup>，收入来源主要依靠标准厂房销售。经开区发展公司通过土地交易中心定向招拍挂按照基准地价获得标准厂房建设用地，建设资金部分来源于经开区内土地出让金分成<sup>8</sup>，剩余资金则由经开区发展公司自筹。

目前，经开区发展公司已完工的标准厂房主要有飞云标准厂房、云江标准厂房、江南标准厂房、阁巷标准厂房、总部经济大楼等，销售对象主要为经开区内的生产企业，标准厂房按照政府指导价格进行销售，销售均价为 2500 元/平方米。同时，经开区发展公司也从事经开区范围内的配套设施建设，具体包括安心公寓、人才村、人才公寓、江南邻里中心等，其中安心公寓和人才村等配套设施按照政府规定的价格（8000~9000 元/平方米）销售给经开区范围内符合一定标准的优秀人才；人才公寓和江南邻里中心建成后，将由瑞安市政府按照约定的回购金额在七年内分期支付，截至 2017 年末，人才公寓已投资 1.95 亿元、已回购 0.83 亿元，江南邻里中心已投资 3.19 亿元、已回购 0.53 亿元。此外，为了更好的平衡经开区发展公司的资金需求，部分标准厂房及配套设施经批准可通过公开市场进行拍卖。

2017 年，该公司标准厂房及配套设施收入为 1.59 亿元。截至 2017 年末，经开区发展公司在标准厂房及配套设施建设方面已累计投入 25.26 亿元，其中已完工的厂房及配套设施累计投入 4.05 亿元；已售的标准厂房和配套设施面积（含已完工和在建的项目）分别为 40.17 万平方米和 6.96 万平方米，累计确认收入 10.75 亿元。截至 2017 年末，剩余可供出售的标准厂房和配套设施面积分别为 31.71 万平方米和 4.03 万平方米。2016 年，为配合招商引资，经开区发展公司折价销售标准厂房及配套设施，导致当年该业务呈亏损状态<sup>9</sup>。截至 2017 年末，经开区发展公司主要在建的标准厂房及配套设施包括总部经济大楼和江南邻里中心等，未来尚需投资 0.43 亿元，规模较小。

**图表 10. 截至 2017 年末公司主要在建标准厂房及配套设施建设情况**

项目	计划投资 (亿元)	总建筑面积 (万平方米)	已投资额 (亿元)	预计完工时间
总部经济大楼	5.13	5.45	4.99	2018 年
江南邻里中心	3.48	5.28	3.19	2018 年
云江标准厂房生活配套区	0.93	4.67	1.01 <sup>10</sup>	2018 年
江南标准厂房 2 号 3 号	0.41	4.18	0.68 <sup>11</sup>	2018 年
<b>合计</b>	<b>9.95</b>	<b>19.58</b>	<b>9.87</b>	--

资料来源：瑞安国投

<sup>7</sup> 瑞安经开区是由浙江省政府批准设立的省级经济开发区，成立于 1994 年 8 月，规划面积 7.86 平方公里，2010 年瑞安经开区新增高新技术产业园区，全区面积增至 40 平方公里。

<sup>8</sup> 土地出让金分成的具体操作方式：土地出让收入扣除上缴规费和基金外全额返回经开区管委会，由管委会作为项目资本金拨付给经开区发展公司。该操作模式没有相关协议文本，双方均按照约定操作。

<sup>9</sup> 2016 年该公司将阁港高新小微园标准厂房和 D-36 安心公寓销售给中科光电，其中标准厂房的销售价格为 5203.44 万元，单价为 1500 元/平方米，折价率为 73.16%。

<sup>10</sup> 由于云江标准厂房生活配套区工期延长，利息费用增加，导致超出计划投资金额。

<sup>11</sup> 由于江南标准厂房 2 号 3 号工期延长，利息费用及其他零星费用增加，导致超出计划投资金额。

### (3) 自来水及管道安装业务

该公司自来水及管道安装业务由下属子公司瑞安市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责，具体包括瑞安市的集中式供水生产和供应、自来水管道安装和维修等业务。水务集团下属有三个自来水公司，分别是瑞安市市区自来水有限公司（以下简称“市区公司”）、瑞安市集镇供水有限公司（以下简称“集镇公司”）和瑞安市塘下供水有限公司<sup>12</sup>（以下简称“塘下公司”）。其中，市区公司供应瑞安市内安阳、锦湖、飞云、莘塍4个片区，拥有江北水厂、江南水厂和城关水厂3个水厂；集镇公司供应瑞安市下辖乡镇，拥有9个乡镇水厂；塘下公司供应瑞安市塘下镇。

2017年，水务集团日供水能力为26.27万吨，较上年增加0.72万吨。近年来，水务集团供水产能利用率均达到99%以上，当年供水量为9587万吨，较上年增长2.79%。随水务集团加大管网建设修理力度，并成立检漏抢修队伍以防止偷水漏水现象，近年来供水业务漏失率不断下降，2017年漏水率为12.89%，较上年下降1.10个百分点。受水务集团供水范围内用水企业和住户增加的影响，水务集团售水量持续增长，2017年达到8297万吨。随售水量的不断增加以及水费回收率的逐年提升，2017年公司自来水销售收入达到2.61亿元，较上年增长10.62%；同年，业务毛利率较上年提升5.63个百分点至25.37%。

**图表 11. 2015-2017 年水务集团供水业务的经营数据<sup>13</sup>（单位：万吨）**

经营指标	2015年	2016年	2017年
供水量	8838	9327	9587
售水量	7476	8022	8297
日供水能力	24.40	25.55	26.27
水费回收率（%）	97.70	97.98	97.99
漏失率（%）	15.66	13.99	12.89
水质综合合格率（%）	99.70	99.90	99.90

资料来源：瑞安国投

水务集团下属瑞安市汇通市政工程有限公司（以下简称“汇通市政”）主要负责给排水工程建设、城区管网建设及抢修、一户一表安装等业务，业务来源分为集团内部业务和外部招标业务两种。近年来随承接外部业务增加影响，收入不断增加，2017年实现管道安装收入1.14亿元，较上年增长81.27%；同期，业务毛利率较上年下降6.09个百分点至17.13%，主要系外部招标业务竞争激烈以致投标价较低所致。

截至2017年末，水务集团主要在建的项目包括新江南水厂、集镇四大水厂和吴界山取水泵站迁建工程，根据最新的项目规划，上述项目计划投资总额9.58亿元，累计已投入5.47亿元，未来尚需投资4.11亿元。

<sup>12</sup> 原名为瑞安市凤山水务有限公司，2016年2月更为现名。

<sup>13</sup> 表中数据统计口径为水务集团口径，包括市区公司、集镇公司和塘下公司供水情况。



图表 12. 截至 2017 年末水务集团主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划投资	已投资额	预计建设期间
新江南水厂	5.60	3.55	2011-2018
集镇四大水厂	2.34	1.28	2013-2018
吴界山取水泵站迁建	1.64	0.64	2014-2018
<b>合计</b>	<b>9.58</b>	<b>5.47</b>	--

资料来源：瑞安国投

#### （4）租赁业务

该公司受瑞安市政府委托，对国有资产进行统一经营和管理，瑞安市政府注入公司的部分工业资产和地块每年可为公司带来一定的租金收入。目前，该公司用于出租的闲置地块，主要是工业安置用地，受拆迁进度影响，部分企业尚未迁至这些地块。为补充现金流，公司将这些闲置用地租赁给其他企业，由这些企业在安置用地上搭建临时办公厂房。同时，公司也会自建部分房产用于对外出租，目前公司用于对外出租的自建房产包括 104 国道收费站办公楼、天瑞小区一组团 4 号楼等。2017 年，公司租赁收入较上年增长 13.75% 至 0.41 亿元；同年，业务毛利率为 57.98%，较上年提升 1.48 个百分点，仍处于较高水平。

#### （5）土地回购业务

该公司在瑞安经开区等区域有部分闲置土地，2016 年以来瑞安土储中心配合招商引资等工作对这些土地进行回购。2017 年，公司实现土地回购收入 0.97 亿元，较上年下降 55.90%，回购资金于当年收回；同年，业务毛利率为 11.61%，较上年下降 3.51 个百分点。未来，公司可供回购的闲置土地规模不大。

图表 13. 公司土地回购情况（单位：万元）

年份	地块	回购金额	确认收入	原账面成本
2016 年	飞云新区林阁拆迁安置房项目地块	10758.10	10758.10	8891.52
	阁巷新区 53 号地块	10447.20	10447.20	8902.20
	云江标准厂房科技孵化区地块	72.61	72.61	100.62
	云江标准厂房科研办公区地块	617.55	617.55	691.02
	<b>合计</b>	<b>21895.46</b>	<b>21895.46</b>	<b>18585.43</b>
2017 年	瑞安经济开发区阁巷新区 51 号	3421.92	3421.92	3005.38
	瑞安经济开发区阁巷新区 52 号	2678.20	2678.20	2352.00
	瑞安经济开发区阁巷新区 54 号	1260.48	1260.48	1126.59
	瑞安经济开发区阁巷新区 55 号	2294.51	2294.51	2049.97
	<b>合计</b>	<b>9655.11</b>	<b>9655.11</b>	<b>8533.93</b>

资料来源：瑞安国投

## 管理

跟踪期内，该公司股东和实际控制人仍为瑞安市国资办，公司增加 1 名副总经理，在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

2017 年 10 月，钟慧明任该公司副总经理，对公司生产经营未产生重大影响。2017 年 11 月，公司全资股东瑞安市国有资产监督管理委员会（以下简称“瑞安市国资办”）以持有的瑞安市工业国有资产投资经营有限公司（以下简称“瑞安工投”）股权对公司进行增资，增加实收资本 0.50 亿元。截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元，实际控制人为瑞安市国资办。跟踪期内，公司治理结构、管理制度及机构设置等方面无重大变化。

根据该公司提供的本部 2018 年 5 月 30 日《企业信用报告》，公司本部无借贷违约、迟付利息情况；根据经开区发展公司、旧城改造公司、水务集团、马屿新农村公司分别提供的 2018 年 5 月份《企业信用报告》，上述子公司还本付息情况正常。截至 2018 年 5 月末，根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息平台信息查询结果，公司不存在重大异常情况。

## 财务

跟踪期内，该公司资产获利能力仍偏弱。负债规模进一步下降，资产负债率降低，公司即期偿债能力较好，股东权益对刚性债务的保障程度高，现阶段债务偿付压力较轻。公司资产仍主要集中在存货、在建工程和其他应收款等，流动性较弱且资金回笼时点存在一定不确定性。由于项目建设周期长且资金回笼存在不确定性，未来项目支出对外部筹资的依赖度仍较大。此外，公司有一定规模对外担保，面临一定的或有负债风险。

### 1. 公司财务质量

瑞安国投原审计机构为利安达会计师事务所（特殊普通合伙）。2017 年，为更好地适应未来业务发展需要，该公司改聘华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）为财务报表审计机构。华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

2017 年，该公司将持有的瑞安市塘下城市建设有限公司（以下简称“塘下城建”）100% 股权、瑞安市扶贫园区建设开发有限公司 100% 股权、工业发展公司 100% 股权、江南新区公司 100% 股权、瑞安市新区建设发展有限公司 100% 股权无偿转让给瑞安市国资办无偿转让给瑞安市国资办，将持有的瑞安市土地开发整理投资有限公司 100% 股权无偿转让给瑞安市城市建设开发投资有限公司；同年，瑞安市国资办将持有的瑞安工投 100% 股权无偿划入公司，此划转系同一控制下的企业合并，故自 2015 年起即纳入合并范围。截至 2017 年末，纳入公司合并范围的子公司共 40 家，其中一级子公司 23 家、二级子公司 14 家、三级子公司 3 家。

## 2. 公司偿债能力

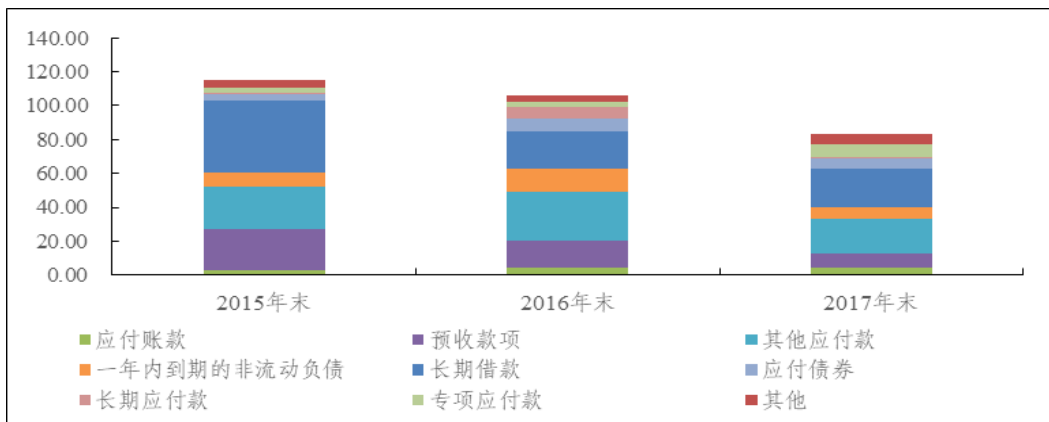
### (1) 债务分析

随债务偿还、子公司划出，该公司负债规模下降，2017 年末负债总额为 83.39 亿元，较上年末下降 21.39%；同年末，资产负债率为 38.59%，较上年末下降 5.88 个百分点，目前公司负债经营风险可控。从债务结构看，同年末公司长短期债务比为 87.51%，较上年末提升 26.24 个百分点，但公司债务仍以流动负债为主，负债结构有待优化。

2017 年末，该公司流动负债余额为 44.47 亿元，较上年末下降 32.47%，主要由应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；其中，应付账款余额 4.71 亿元，主要为应付各工程单位的工程款，较上年末小幅增长 3.93%；预收账款余额 8.11 亿元，主要为预收的购房款、房租和项目款项等，较上年末下降 49.34%，一方面系塘下城建、江南新区公司等股权划出导致预收款减少，另一方面系部分预收安置房购房款（主要是金马佳园项目）本年确认收入所致；其他应付款余额 20.40 亿元，主要系公司与瑞安滨海新区管委会、经开区管委会、旧城建设管理办公室等政府部门及其他企事业单位间的资金往来款，较上年末下降 28.01%，主要系塘下城建股权划出导致与瑞安塘下新区开发建设管委会的往来款减少所致；一年内到期的非流动负债余额为 6.97 亿元，其中 1.40 亿元为公司需于 2018 支付的 12 瑞安债本金，剩余 5.57 亿元为一年内到期的长期借款。

2017 年末，该公司非流动负债余额为 38.92 亿元，较上年末下降 3.27%，主要系一笔 5.20 亿元的政府债务置换资金转增资本公积所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。2017 年末，公司长期借款余额 22.61 亿元，主要为保证借款和抵押借款，较上年末小幅上升 2.96%；应付债券余额 5.90 亿元，系待偿的 12 瑞安债和 16 瑞安债本金 1.40 亿元和 4.50 亿元；长期应付款余额 1.05 亿元，主要为应付瑞安市财政局的款项 1.00 亿元（系政府置换债券资金），较上年末下降 84.38%，主要系一笔 5.20 亿元的政府置换资金转增资本公积所致；专项应付款余额 7.67 亿元，主要为收到的项目专项资金，较上年末增长 140.97%，主要系当年收到地方财政拨付的飞云江治理一期工程、104 国道西过境项目、丁山三期围垦等项目资金所致。

图表 14. 2015-2017 年末公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：瑞安国投

2017 年末，该公司刚性债务规模为 38.13 亿元，较上年末下降 13.43%，以中长期刚性债务为主；股东权益与刚性债务比率为 348.05%，较上年末提升 47.28 个百分点。当

年末，公司短期刚性债务余额为 9.58 亿元，较上年末下降 35.25%，同年末短期刚性债务现金覆盖率为 88.73%，处于较高水平，公司即期偿债压力较小；同年末，公司中长期刚性债务余额为 28.56 亿元，较上年末下降 2.40%，主要以长期借款为主，股东权益对其保障程度高。整体看，公司现阶段债务偿付压力较轻。

该公司主要通过银行借款筹集资金。除银行借款外，公司还有一笔西班牙政府贷款，2017 年末余额为 689.17 万元，规模较小。截至 2017 年末，公司银行借款余额为 30.46 亿元<sup>14</sup>。从期限看，公司银行借款以长期借款为主，当年末长期银行借款余额为 22.54 亿元<sup>15</sup>，占银行借款的比重为 74.00%。从借款方式看，公司借款以抵押借款和保证借款为主，抵押物主要为公司拥有的土地使用权和房产；保证借款主要为集团内部的互保，其中公司本部对下属子公司提供担保而取得的借款余额为 8.56 亿元，占保证借款余额的 63.53%。从借款利率看，公司大部分借款利率处于 4.2% 至 5.5% 之间，借款利率处于 6.0% 至 7.0% 的余额为 2.98 亿元，借款利率为 7.61% 的余额为 0.40 亿元。

**图表 15. 2017 年末公司银行借款情况（单位：亿元）**

种类	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
信用借款	0.15	--	--	0.15
抵押借款	1.00	0.55	7.98	9.53
保证借款	1.20	5.02	7.26	13.48
质押借款	--	--	1.92	1.92
质押及保证借款	--	--	4.59	4.59
抵押、质押、保证借款	--	--	0.79	0.79
<b>合计</b>	<b>2.35</b>	<b>5.57</b>	<b>22.54</b>	<b>30.46</b>

注：根据瑞安国投提供的数据整理、计算

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 18.22 亿元，担保比率为 13.73%，被担保对象主要为温州绕城高速公路西南线有限公司（以下简称“绕城高速公路公司”）和瑞安市三二二国道建设投资有限公司（以下简称“三二二国道公司”）。其中绕城高速公路公司为国有控股公司，主要从事高速公路投资、建设、维护、管理等业务；三二二国道公司为国有全资公司，主要从事对公路、大桥、隧道工程项目的投资、建设以及带征地块综合开发业务。目前被担保企业均经营正常，但由于仅部分设置反担保措施，公司或将面临一定的或有负债风险。

**图表 16. 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额
温州绕城高速公路西南线有限公司 <sup>16</sup>	10.00
瑞安市三二二国道建设投资有限公司	3.34
江南新区公司	2.08
瑞安市供销社资产投资公司	0.60
瑞安市联峰实业有限公司	0.09

<sup>14</sup> 2017 年末，该公司银行借款余额=短期借款余额+一年内到期的长期借款余额+长期借款余额-西班牙政府贷款余额。

<sup>15</sup> 该数据扣除了西班牙政府贷款余额。<sup>16</sup> 截至 2017 年末，该公司持有绕城高速公路公司 24.81% 的股权，在“可供出售金融资产”科目核算。

<sup>16</sup> 截至 2017 年末，该公司持有绕城高速公路公司 24.81% 的股权，在“可供出售金融资产”科目核算。

被担保方	担保金额
瑞安市鼎旭针织有限公司	0.08
浙江品之恒汽车配件有限公司	0.08
购房户（阶段性担保、办理产权后退出）	1.96
<b>合计</b>	<b>18.22</b>

资料来源：瑞安国投

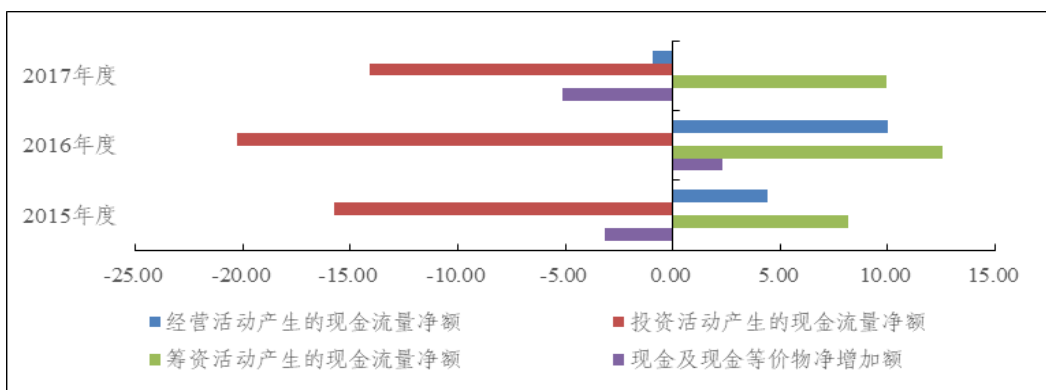
## (2) 现金流分析

该公司“销售商品、提供劳务收到的现金”主要反映经营业务收到的现金，2017年为15.13亿元，较上年下降14.85%，主要系2016年预售安置房款增加、土地回款全部收回及物业销售收入增长导致当年主业现金回款规模较大所致；同期，公司营业收入现金率为94.72%，主业获现能力尚可。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额由正转负，为-0.96亿元，主要系往来款净流出所致。

该公司投资活动现金流入主要来源于“取得投资收益收到的现金”和“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额”，2016年公司处置国投大厦获得现金流入2.65亿元，使得当年投资活动现金流入规模较大。2017年，公司投资活动现金流入规模较上年大幅减少3.02亿元至0.53亿元。公司投资活动现金支出主要核算权益类投资支出和项目建设支出，其中项目建设支出占比较大。近年来，主要受公司项目建设支出规模较大影响，公司投资性现金流呈持续净流出状态，2017年公司投资活动产生的现金流量净额为-14.11亿元，净流出规模较上年减少6.14亿元，主要系项目建设支出规模下降所致。

尽管近年来该公司每年偿还到期债务本息规模较大，但得益于外部筹资维持在一定规模及财政拨款规模较大，公司筹资性现金流持续呈净流入状态，2017年筹资活动产生的现金流量净额为9.94亿元，可为非筹资性资金缺口形成一定补充。

图表 17. 2015-2017 年公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据瑞安国投提供的资料整理、绘制

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成，2017 年为 1.90 亿元。由于刚性债务规模相对较大，EBITDA 对刚性债务的保障程度较弱。同年，公司经营性现金流呈净流出状态，无法对债务形成有效保障。

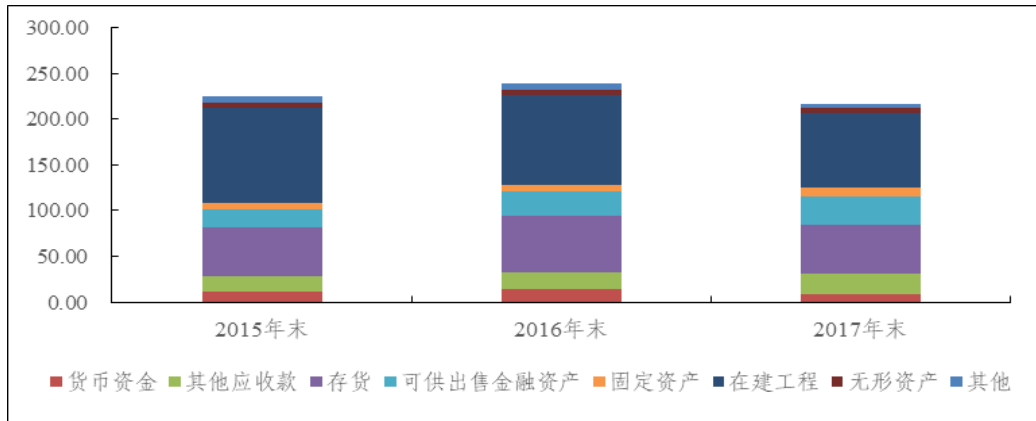
### (3) 资产质量分析

该公司资本实力较强，2017 年末所有者权益为 132.72 亿元，基本与上年末持平；其中，实收资本由上年末的 2.50 亿元增至 3.00 亿元；资本公积余额为 114.21 亿元，系瑞安市财政局及其他相关部门拨入的资金及项目等，其中划入的项目按评估价值入账，并由公司负责后续开发建设工作，完成竣工决算后由瑞安市政府按总投资额（含初始评估价值）回购，较上年末下降 3.14%，主要系子公司股权划出所致。从资本结构稳定性看，2017 年末公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 88.32%，资本结构稳定性较好。

2017 年，由于部分子公司划出，该公司资产规模有所下降，当年末资产总额为 216.11 亿元，较上年末下降 9.42%；其中非流动资产占比为 60.04%，公司资产仍以非流动资产为主。当年末，公司流动资产余额为 86.36 亿元，较上年末下降 13.44%，主要系存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。当年末，公司货币资金余额 8.50 亿元，较上年末下降 37.60%，其中受限货币资金为 0.82 亿元。其他应收款主要为公司与经开区管委会、瑞安市玉海街道办事处、江南新区公司等政府相关部门及下属企事业单位之间的往来款，当年末余额为 23.27 亿元，较上年末增长 27.57%，主要系江南新区公司划出、与其往来款增加 4.89 亿元所致。存货主要由开发成本、开发产品和开发土地构成，其中开发成本系安置房、标准厂房及配套设施的建设成本，开发产品主要系完工后安置房、标准厂房及配套设施的建设成本结转而来，开发土地主要为划拨地（按评估价入账），当年末公司存货余额为 52.80 亿元，较上年末下降 16.08%，主要系江南新区公司、工业发展公司等股权划出所致，其中开发成本余额 38.45 亿元、开发产品余额 8.07 亿元，开发土地余额 5.84 亿元。

2017 年末，该公司非流动资产余额为 129.75 亿元，较上年末下降 6.52%，主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。可供出售金融资产主要为公司进行的股票投资及对绕城高速公司、浙江温州沈海高速公路有限公司（以下简称“沈海高速公路公司”）、温州市瓯飞经济开发投资有限公司（以下简称“瓯飞经开投资公司”）等的股权投资，当年末可供出售金融资产余额为 31.36 亿元，较上年末增长 20.16%，主要系当年对绕城高速公路公司和沈海高速公路公司分别追加投资 2.65 亿元和 2.05 亿元所致。同年末，公司对绕城高速公路公司、沈海高速公路公司、瓯飞经开投资公司和瑞安市华数广电网络有限公司的投资余额分别为 13.57 亿元、6.12 亿元、4.94 亿元和 2.31 亿元，持股比例分别为 24.81%、8.40%、25.64% 和 14.20%。由于公司对绕城高速公路公司和瓯飞经开投资公司不具有共同控制或重大影响，投资余额按成本法核算。固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，当年末余额为 9.98 亿元，较上年末增长 43.48%，主要系由在建工程转入 3.01 亿元账面价值的房屋及建筑物所致。在建工程主要为公司承担的市政建设项目，当年末余额为 80.71 亿元，较上年末减少 17.59%，一方面系部分子公司股权划出，另一方面系部分项目完工交付所致。无形资产主要为土地使用权，当年末余额为 5.67 亿元，较上年末小幅下降 1.38%，系摊销所致，其中 4.67 亿元账面价值为出让用地（土地用途为商住）。

图表 18. 2015-2017 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据瑞安国投提供的资料整理、绘制

#### （4）流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率为 194.19%，速动比率为 73.64%，资产流动性较弱。同年末，公司受限资产余额 7.35 亿元，规模相对较小。

图表 19. 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	0.82	9.61	银行保函保证金及信用证保证金
存货	4.84	9.17	借款抵押
固定资产	0.02	0.16	借款抵押
在建工程	1.67	2.07	借款抵押
合计	7.35	--	--

资料来源：瑞安国投

### 3. 公司盈利能力

2017 年，该公司营业收入为 15.97 亿元，受确认的安置房销售收入规模较大影响，公司营业收入大幅增长 88.63%，主要来自物业销售业务、自来水及管道安装业务，同年综合毛利率为 6.09%，较上年下降 3.86 个百分点，主要系亏损的物业销售收入规模扩大所致。受营业收入大幅增长影响，当年公司营业毛利为 0.97 亿元，较上年增长 15.48%，主要来源于自来水及管道安装业务。

由于该公司下属子公司众多，管理费用规模较大。受大部分利息支出资本化影响，财务费用规模较小。2017 年，公司期间费用为 1.35 亿元，较上年下降 22.26%，主要系子公司划出、管理费用减少所致；当年，期间费用率为 8.47%，对利润形成一定侵蚀。

该公司盈利对政府补助依赖较大，同时投资收益可形成一定补充。2017 年，公司取得投资收益 0.25 亿元，其中获得的温州高速公路投资有限公司（以下简称“温州高速公路公司”）的现金分红为 0.11 亿元<sup>17</sup>；同年，公司获得的投资收益较上年下降 51.13%，

<sup>17</sup> 2016-2017 年末，该公司对温州高速公路公司的投资额均为 8350.00 万元，同期末持股比例均为 6.94%。2016-2017 年公司分别获得温州高速公路公司的现金分红 1339.42 万元和 1110.40 万元。

主要系 2016 年因出售所持的浦发银行、交通银行、平安银行和太平洋保险的部分股票而取得收益 0.31 亿元导致当年投资收益规模较大所致。2017 年，公司收到政府补助 0.93 亿元，较上年减少 1.17 亿元，但仍可对利润形成较大补充。

2017 年，主要受收到的政府补助减少影响，该公司实现净利润 0.36 亿元，较上年下降 47.61%。同年，公司总资产报酬率为 0.40%，净资产收益率为 0.27%，较上年均有所下降，整体看公司资产获利能力偏弱。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司经营范围包括基础设施建设、标准厂房和安置房等物业销售、自来水及管道安装业务等。其中，在基础设施建设方面，公司是瑞安市重要的基础设施建设、运营和管理主体；在水务方面，公司下属子公司水务集团是瑞安市主要的自来水供应商，负责统一协调瑞安市区、集镇供水设施的管理和运行；在物业销售方面，公司是瑞安市重要的安置房建设、运营主体，公司下属子公司经开区发展公司是瑞安经开区主要的开发建设主体，主要负责经开区的标准厂房及配套设施建设。整体看，公司主营业务在瑞安市竞争优势较明显。

跟踪期内，该公司负债规模下降，2017 年末负债总额为 83.39 亿元，较上年末下降 21.39%；同年末，资产负债率为 38.59%，较上年末下降 5.88 个百分点。2017 年末，公司刚性债务余额为 38.13 亿元，其中短期刚性债务余额为 9.58 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 88.73%，公司即期偿债能力较好；中长期刚性债务余额为 28.56 亿元，股东权益对其保障程度高。

### 2. 外部支持因素

作为瑞安市的城市基础设施投融资主体，该公司自成立以来获得了瑞安市人民政府在资产注入和财政拨款等方面的大力支持。公司将地方政府拨付的专项补贴款及无偿划拨的项目等通过“资本公积”科目核算。2017 年，瑞安市财政局拨入资金增加资本公积 8.67 亿元，瑞安工投无偿划入增加资本公积 2.54 亿元；同年，公司获得的政府补助为 0.93 亿元。

融资渠道方面，该公司已与浙商银行、杭州银行、宁波银行等建立了长期稳定的合作关系，并可获得一定规模银行授信额度。截至 2017 年末，公司尚未使用的授信额度为 41.73 亿元。

## 跟踪评级结论

瑞安市工业基础较好，跟踪期内全市经济增速提升，综合实力增强，土地出让总价显著增长，为该公司业务开展提供了较好的外部环境。跟踪期内，公司股东和实际控制人仍为瑞安市国资办，在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变



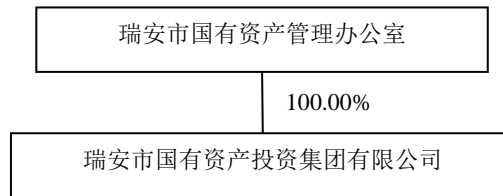
化。公司仍是瑞安市重点构建的综合性投资、建设与经营主体。营业收入仍主要来源于物业销售、自来水及管道安装业务。2017年，受确认的安置房销售收入规模较大影响，公司营业收入大幅增长。目前，公司资产获利能力仍偏弱，市政建设、安置房等在建项目仍需投入较大规模资金，面临较大的投融资压力。跟踪期内，公司负债规模进一步下降，资产负债率降低，即期偿债能力较好，股东权益对刚性债务的保障程度高，现阶段债务偿付压力较轻。公司资产仍主要集中在存货、在建工程和其他应收款等，流动性较弱且资金回笼时点存在一定不确定性。由于项目建设周期长且资金回笼存在不确定性，未来项目支出对外部筹资的依赖度仍较大。此外，公司有一定规模对外担保，面临一定的或有负债风险。

通过对该公司主要信用风险要素的分析，新世纪评级认为：（1）瑞安市区位条件较好，以汽车零部件、机械电子、高分子合成材料及其制品等为主导产业，工业基础较好。近年来，经济增速不断提升，综合实力不断增强。2017年，全市土地出让总价显著增长，为公司业务开展提供了较好的外部环境。（2）公司作为瑞安市重点构建的综合性投资、建设与经营主体，继续承担瑞安市重大基础设施项目、安置房建设和自来水供应等业务，职能地位突出，主营业务在瑞安市竞争优势较明显。（3）公司负债经营程度控制较好，近年来债务规模不断下降，资产负债率持续降低，目前债务偿付压力较轻。

综上，本评级机构考虑到瑞安市经济增速提升、土地出让总价显著增长，区域环境向好；该公司职能地位突出，业务竞争优势较明显；公司负债率降低，现阶段债务偿付压力较轻等因素，决定调整公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；认为12瑞安债还本付息安全性很强，决定调整12瑞安债为AA<sup>+</sup>信用等级。

附录一：

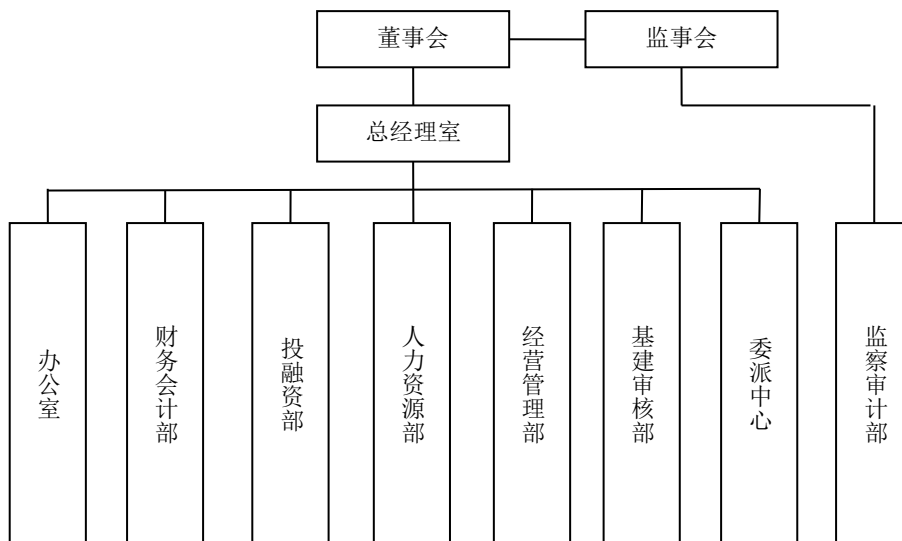
公司与实际控制人关系图



注：根据瑞安国投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据瑞安国投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	224.33	238.57	216.11
货币资金 [亿元]	10.87	13.62	8.50
刚性债务[亿元]	57.24	44.05	38.13
所有者权益 [亿元]	109.49	132.48	132.72
营业收入[亿元]	5.27	8.47	15.97
净利润 [亿元]	0.59	0.69	0.36
EBITDA[亿元]	2.40	2.82	1.90
经营性现金净流入量[亿元]	4.41	10.02	-0.96
投资性现金净流入量[亿元]	-15.77	-20.26	-14.11
资产负债率[%]	51.19	44.47	38.59
长短期债务比[%]	79.10	61.10	87.51
权益资本与刚性债务比率[%]	191.27	300.77	348.05
流动比率[%]	133.59	151.50	194.19
速动比率 [%]	45.64	51.46	73.64
现金比率[%]	16.96	20.68	19.10
利息保障倍数[倍]	0.38	0.72	0.49
有形净值债务率[%]	110.86	83.77	65.71
担保比率[%]	9.88	7.62	13.73
毛利率[%]	26.18	9.94	6.09
营业利润率[%]	-5.49	-9.87	4.59
总资产报酬率[%]	0.58	0.77	0.40
净资产收益率[%]	0.60	0.57	0.27
净资产收益率*[%]	0.60	0.58	0.29
营业收入现金率[%]	101.37	209.82	94.72
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.86	15.42	-1.74
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.72	9.07	-1.01
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.66	-15.76	-27.33
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.58	-9.27	-15.91
EBITDA/利息支出[倍]	0.73	1.15	1.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.06	0.05

注：表中数据依据瑞安国投经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。