

乐清市国有投资有限公司
及其发行的 12 乐清债、14 乐清债与 17 乐清停车场债 01
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[2019]100392】

评级对象： 乐清市国有投资有限公司及其发行的 12 乐清债、14 乐清债与 17 乐清停车场债 01

| | 12 乐清债 | 14 乐清债 | 17 乐清停车场债 01 |
|--------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | 主体/展望/债项/评级时间 | 主体/展望/债项/评级时间 | 主体/展望/债项/评级时间 |
| 本次跟踪： | AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 25 日 | AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 25 日 | AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 25 日 |
| 前次评级： | AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 30 日 | AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 30 日 | AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 30 日 |
| 首次评级： | AA/稳定/AA/2012 年 4 月 13 日 | AA/稳定/AA/2014 年 4 月 22 日 | AA/稳定/AA/2017 年 10 月 13 日 |

主要财务数据

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 第一季度 |
|--------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位：人民币亿元 | | | | |
| 发行人母公司数据： | | | | |
| 货币资金 | 0.45 | 3.13 | 1.98 | 4.24 |
| 刚性债务 | 19.50 | 28.62 | 31.07 | 40.07 |
| 所有者权益 | 113.53 | 140.21 | 176.62 | 183.96 |
| 经营性现金净流入量 | 4.24 | -18.40 | -2.42 | -0.72 |
| 发行人合并数据及指标： | | | | |
| 总资产 | 266.37 | 310.88 | 438.08 | 468.61 |
| 总负债 | 151.31 | 165.82 | 255.87 | 279.14 |
| 刚性债务 | 87.40 | 97.87 | 164.16 | 187.65 |
| 所有者权益 | 115.06 | 145.06 | 182.21 | 189.48 |
| 营业收入 | 9.74 | 13.51 | 16.35 | 3.80 |
| 净利润 | 1.73 | 1.09 | 0.52 | -0.20 |
| 经营性现金净流入量 | 5.12 | -9.37 | 9.15 | -0.72 |
| EBITDA | 3.06 | 2.99 | 3.43 | — |
| 资产负债率[%] | 56.80 | 53.34 | 58.41 | 59.57 |
| 长短期债务比[%] | 177.08 | 226.33 | 218.53 | 242.49 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 131.65 | 148.21 | 111.00 | 100.98 |
| 流动比率[%] | 247.44 | 274.29 | 194.75 | 209.21 |
| 现金比率[%] | 29.37 | 36.91 | 30.00 | 46.01 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.64 | 0.46 | 0.27 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 0.91 | 0.72 | 0.43 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.03 | 0.03 | 0.03 | — |

注：发行人数据根据乐清国投经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

郭羽佳 wjy@shxsj.com
罗媛媛 lyy@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）对乐清市国有投资有限公司（简称乐清国投、发行人、该公司或公司）及其发行的 12 乐清债、14 乐清债与 17 乐清停车场债 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来乐清国投在外部环境、政府支持、即期债务偿付及资本实力等方面保持优势，同时也反映了公司在资金压力、往来款回收、盈利及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势：

- **区域环境良好。**跟踪期内，乐清市积极推进产业升级改造，同时加快发展现代服务业，地区生产总值保持增长趋势，综合实力位居全国百强县前列，为乐清国投主业发展提供良好的外部环境。
- **政府支持力度大。**跟踪期内，乐清国投作为乐清市国有资产运营平台和基础设施建设核心主体，持续得到乐清市政府在资金补助、项目获取以及政策等方面的大力支持。
- **资本实力不断增强。**跟踪期内，因财政资本金的持续注入，乐清国投自有资本实力大幅增厚。
- **即期偿债压力尚可。**跟踪期内，乐清国投债务期限结构偏长期，期末可动用货币资金存量可对即期债务偿付提供一定支持。

主要风险：

- **经营易受国家政策影响。**乐清国投土地一级开发业务及房地产开发业务易受区域土地和房地产市场及国家政策调整的影响。
- **项目开发资金平衡压力。**乐清国投所承担的保障房开发、土地开发整理及基建项目的资金回笼周期较长，加之基础设施建设项目和对市域

铁路及高速公路等项目后续投资规模较大，公司或将持续面临一定的资金平衡压力。

- 刚性债务规模大，债务负担重。跟踪期内，乐清国投负债中以银行借款与各类债券为主的刚性债务占比较高，公司面临的刚性债务偿付压力较大。
- 盈利依赖于政府补助。跟踪期内，乐清国投营收规模保持增长，但期间费用高企，盈利仍依赖于政府补助。
- 代偿风险。跟踪期内，乐清国投对外担保对象仍较为集中，存在一定的代偿风险。

➤ 未来展望

通过对乐清国投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



乐清市国有投资有限公司

及其发行的 12 乐清债、14 乐清债与 17 乐清停车场债 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照乐清市国有投资有限公司 2012 年乐清市国有投资有限公司公司债券（简称“12 乐清债”）、2014 年乐清市国有投资有限公司公司债券（简称“14 乐清债”）与 2017 年第一期乐清市国有投资有限公司城市停车场建设专项债券（简称“17 乐清停车场债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据乐清国投提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对乐清国投的财务状况、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。

该公司分别于 2012 年 6 月 29 日、2014 年 10 月 20 日和 2017 年 12 月 14 日发行了本金为 15 亿元、10 亿元和 9 亿元人民币的企业债券，期限均为 7 年。截至 2019 年 3 月末，12 乐清债、14 乐清债和 17 乐清停车场债 01 募投项目投资情况如图表 1、图表 2 和图表 3 所示，其中 1214 乐清债募集资金已全部使用，17 乐清停车场债 01 募集资金已使用 9.00 亿元（其中项目建设使用 5.48 亿元，补充营运资金 3.52 亿元）。

图表 1. 截至 2019 年 3 月末 12 乐清债募投项目投资情况（单位：亿元）

| 募投项目 | 总投资 | 已投资 | 拟用金额 | 已使用 | 项目进度 |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|
| 乐清市柳市镇康居工程建设项目 | 2.64 | 1.39 | 15.00 | 15.00 | 完工 |
| 乐清市乐成镇限价房建设项目 | 1.32 | 1.44 | | | 完工 |
| 乐清市旧城改造“二区五路”工程安置用房建设工程 | 17.89 | 16.90 | | | 完工 |
| 乐清市城市给水管网改扩建工程 | 4.03 | 4.03 | | | 完工 |
| 乐清湾港区北区沿海堤坝工程 | 8.30 | 8.30 | | | 完工 |
| 合计 | 34.18 | 32.06 | 15.00 | 15.00 | -- |

资料来源：乐清国投

图表 2. 截至 2019 年 3 月末 14 乐清债募投项目投资情况（单位：亿元）

| 募投项目 | 总投资 | 已投资 | 拟用金额 | 已使用 | 项目进度 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|------|
| 乐清市北白象镇限价房建设工程 | 1.71 | 1.74 | 10.00 | 10.00 | 完工 |
| 乐清市新农村建设—旧城区 B 地块棚户区改造安置用房建设工程 | 3.80 | 2.94 | | | 完工 |
| 乐清湾港区疏港公路南塘至乐成段工程 | 21.50 | 15.81 | | | 正在施工 |

| 募投项目 | 总投资 | 已投资 | 拟用金额 | 已使用 | 项目进度 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|
| 乐清湾港区双屿路（东杏路-虹蒲大道）建设工程 | 1.26 | 1.26 | | | 完工 |
| 乐清湾港区仰天路建设工程 | 0.92 | 0.92 | | | 完工 |
| 合计 | 29.19 | 22.67 | 10.00 | 10.00 | -- |

资料来源：乐清国投

图表 3. 截至 2019 年 3 月末 17 乐清停车场债 01 募投项目投资情况（单位：亿元）

| 募投项目 | 总投资 | 已投资 | 拟用金额 | 已使用 | 项目进度 |
|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------|
| 乐清市总部经济园停车场项目 | 9.76 | 9.50 | 6.43 | 5.48 | 完工 |
| 其他停车场项目 | 3.88 | -- | 2.71 | -- | 未开工 |
| 合计 | 13.64 | 9.50 | 9.14 | 5.48 | -- |

资料来源：乐清国投

截至 2019 年 6 月 20 日，该公司待偿还债券本金余额为 37.00 亿元，目前本息支付情况正常。

图表 4. 公司已发行债券概况

| 债项名称 | 发行金额（亿元） | 本金余额（亿元） | 期限（年） | 发行利率（%） | 发行时间 | 本息兑付情况 |
|----------------|----------|----------|-------|---------|------------|------------|
| 12 乐清债 | 15.00 | 3.00 | 7 | 6.50 | 2012-06-29 | 未到期，本息支付正常 |
| 14 乐清债 | 10.00 | 6.00 | 7 | 5.99 | 2014-10-17 | 未到期，本息支付正常 |
| 17 乐清停车场债 01 | 9.00 | 9.00 | 7 | 6.79 | 2017-12-13 | 未到期 |
| 18 乐清国投 CP001 | 5.00 | 5.00 | 1 | 4.60 | 2018-08-22 | 未到期 |
| 19 乐清国投 MTN001 | 7.00 | 7.00 | 5 | 4.80 | 2019-01-28 | 未到期 |
| 19 乐清国投 MTN002 | 7.00 | 7.00 | 5 | 5.00 | 2019-04-04 | 未到期 |

资料来源：乐清国投（截至 2019 年 6 月 20 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观经济和政策环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不

断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(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，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。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。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年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。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。

此外,全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程,城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体,化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正,保障城投企业合理融资需求,2018年7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施;指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月,国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充,明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度,同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外,支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

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,部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

跟踪期内,乐清市积极推进产业升级改造,同时加快发展现代服务业,经济运行总体平稳向好,地区生产总值首次突破千亿元。

乐清市为浙江省辖县级市,由温州市代管。乐清市位于浙江省东南沿海,东临乐清湾,与玉环、洞头两县隔海相望;南以瓯江为界,与温州市隔江相望;西与永嘉县毗邻;北与台州市黄岩区接壤;东北与温岭市为邻。乐清市境内拥有甬台温高速公路、甬台温铁路以及104国道等,南部及中部拥有七

里港和乐清湾两座港口，城区距温州市区约 30 公里，距温州龙湾国际机场约 40 公里。乐清市下辖 9 个镇和 8 个街道办事处，全市陆域面积 1223.3 平方公里，海域面积约 270 平方公里，截至 2018 年末常住人口 142.35 万人，城镇化率为 57.20%。

跟踪期内，乐清市积极推进产业升级改造，同时加快发展现代服务业，地方经济保持较快发展，产业结构不断优化。2018 年，根据工信部所属的赛迪县域经济研究中心编写的《2018 年中国县域经济百强白皮书》，乐清市位居全国百强县第 21 位，较上年提高 3 位次。2018 年乐清市实现地区生产总值 1078.52 亿元，按可比价计算，增长 9.2%，较 2017 年度提高了 0.1 个百分点。其中第一产业增加值 20.00 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 456.62 亿元，增长 8.6%；第三产业增加值 601.90 亿元，增长 10.0%；三次产业比重由 2017 年的 2.3:44.0:53.7 调整为 1.9:42.3:55.8。

图表 5. 2016-2018 年乐清市主要经济指标及增速

| 指标 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|----------------|-----------------|--------|-----------------|--------|-------------------|--------|
| | 金额 | 增速 (%) | 金额 | 增速 (%) | 金额 | 增速 (%) |
| 地区生产总值 (亿元) | 838.40 | 8.9 | 947.45 | 9.1 | 1078.52 | 9.2 |
| 人均生产总值 (万元) | 6.51 | 8.6 | 7.29 | 10.2 | 8.26 | 8.7 |
| 规模以上工业增加值 (亿元) | 372.95 | 7.8 | 279.78 | 9.1 | 273.96 | 10.8 |
| 全社会固定资产投资 (亿元) | 631.56 | 13.8 | 684.91 | 13.9 | -- | 8.6 |
| 社会消费品零售总额 (亿元) | 355.69 | 13.0 | 397.82 | 11.8 | 461.42 | 10.3 |
| 进出口总额 (亿元) | 132.16 | 1.5 | 143.27 | 8.4 | 160.60 | 15.9 |
| 三次产业结构 | 2.6: 48.4: 49.1 | | 2.3: 44.0: 53.7 | | 1.9 : 42.3 : 55.8 | |

资料来源：乐清市国民经济和社会发展统计公报

跟踪期内，乐清市持续加强主导产业电气产业的发展，并推动高新技术产业和战略性新兴产业的发展。2018 年乐清市主导产业电气产业实现规模以上工业增加值 143.29 亿元，同比增长 12.5%，对全市规模以上工业增加值的贡献率达到 52.3%。但乐清市传统支柱产业偏向低端，如电气行业中大多为技术含量较低的低压电器等产品，而中、高压电气制造企业大部分迁移至长三角等人才储备发达、技术领先的地区，因此近年来乐清市传统产业仍面临一定的升级改造压力，全市不断加大升级改造力度。2018 年全市高新技术产业增加值和战略性新兴产业增加值分别较上年增长 13.2% 和 14.8%，分别占规模以上工业增加值的 72.7% 和 27.3%。

跟踪期内，乐清市服务业保持较快发展，逐渐成为经济增长的“主引擎”。2018 年全市实现服务业增加值 601.90 亿元，增长 10.0%，拉动 GDP 增长 4.9 个百分点，对 GDP 的贡献率达到 53.0%。分行业来看，传统服务业仍是服务业经济发展的基石。2018 年全市实现批发和零售业增加值 110.11 亿元，比上年增长 7.6%；实现社会消费品零售总额 461.42 亿元，比上年增长 10.3%，其中批发和零售业零售额 302.25 亿元，增长 24.6%，住宿和餐饮业零售额 13.65

亿元，增长 16.5%；全年全市接待游客总人数达 1836.48 万人次，比上年增长 20.1%，实现旅游收入 190.41 亿元，增长 20.3%。

跟踪期内，乐清市仍保持较大力度的固定资产投资。2018 年固定资产投资较上年增长 8.6%，其中工业投资和交通投资分别较上年增长 11.4% 和 15.6%。工业投资方面，2018 年益海嘉里的粮油加工项目、乐清湾港区菲姿时尚产业园、慢方适铁皮石斛健康产业链项目等 8 个重大项目落地开工建设，项目落地数及开工数均居全省各县市首位。交通投资方面，乐清湾大桥及接线工程、甬台温高速复线乐清段全面通车，温州绕城高速北线二期顺利建成；104 国道虹桥至乐成段改建工程、228 国道至 323 省道连接线工程、228 国道乐清乐成至黄华段工程等陆续开工建设。

房地产市场方面，2018 年，随着国家调控政策的影响和市场购买力的进一步释放，乐清市房地产销售市场明显降温，全年新建商品房销售面积 111.31 万平方米，下降 22.9%，其中，住宅销售面积 89.91 万平方米，下降 31.0%。随着城中村改造的持续推进，乐清市房地产开发投资继续保持快速增长。2018 年房地产开发投资完成 146.23 亿元，增长 26.0%，增幅比上年同期提升 2.7 个百分点。

土地交易市场方面，受益于人口集聚和产业集聚力，2018 年乐清市土地市场成交量仍呈现增长态势。2018 年乐清市成交土地面积 150.37 万平方米，同比增长 58.85%；成交土地金额 76.85 亿元，同比增长 56.50%。但受土地出让规划等因素影响，均价较高的住宅用地出让面积占比下降，而均价较低的其他用地出让面积占比增加，导致全市土地出让均价较上年下降 1.48% 至 5110.70 元/平方米。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，公司经营性业务收入基本保持稳定，且可获得较为稳定的现金流入；公司在开发的保障房建设和土地一级开发业务已基本完成，并实现了一定的资金回笼；未来公司将重点推进城中村改造项目和以市域铁路、高速公路等为主的项目投资，虽然市财政持续给予资金支持，但项目开发规模大且周期较长，公司未来仍将面临一定的资金压力。

跟踪期内，该公司仍是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，主要承担乐清市城市基础设施建设、供水、土地开发整理、保障房建设及其他国有资产的运营管理。公司营业收入主要来源于保障房销售、总部经济园物业销售、供水和燃料销售业务，2018 年分别占营业收入的 28.92%、22.09%、18.97% 和 9.58%。2018 年因总部经济园办公楼出售确认收入，当年公司营业收入较上年增长 21.03% 至 16.35 亿元。

2019年第一季度，该公司实现营业收入3.80亿元，公司营业收入仍主要来源于保障房销售、总部经济园销售、供水和燃料销售业务。

图表 6. 2017 和 2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

| 业务类型 | 2017 年 | | | 2018 年 | | |
|-----------|------------------|---------------|--------------|------------------|---------------|-------------|
| | 营业收入 | 占比 | 毛利率 | 营业收入 | 占比 | 毛利率 |
| 保障房销售 | 54670.16 | 40.47 | -9.34 | 47291.80 | 28.92 | -0.35 |
| 总部经济园销售 | -- | -- | -- | 36113.98 | 22.09 | 0.17 |
| 供水 | 32993.18 | 24.42 | 44.94 | 31011.79 | 18.97 | 40.28 |
| 燃料销售 | 13596.05 | 10.06 | 2.68 | 15659.43 | 9.58 | 8.22 |
| 管道安装 | 1385.65 | 1.03 | 41.61 | 8449.98 | 5.17 | 80.25 |
| 客货运输 | 8726.01 | 6.46 | 19.28 | 7279.83 | 4.45 | -30.17 |
| 其他 | 23723.98 | 17.56 | 10.88 | 17692.28 | 7.70 | -14.01 |
| 合计 | 135095.03 | 100.00 | 11.05 | 163499.09 | 100.00 | 9.65 |

资料来源：乐清国投

(1) 经营性业务

2018年该公司经营性业务板块表现出不同的发展态势，因总部经济园物业出售当年新增3.61亿元的商业房产销售收入，成为公司营业收入的主要来源之一；此外，自来水销售、燃料销售和保障房销售业务仍为公司营业收入的三大来源，全年上述四大业务销售收入合计占比为79.56%。其中自来水销售业务收入较2017年小幅下降，主要系2017年末部分管道安装收入计入自来水销售业务所致，实际营业收入同比增长7.05%至3.10亿元，营业毛利同比增长16.62%至1.25亿元，主要是由于供水网长度较上年增长了668公里，供水范围有所扩大，售水量相应增长；保障房销售业务受结转进度影响，全年收入下降13.50%至4.73亿元，但营业毛利为负，主要受当年补结转前期保障房销售成本所致；燃料销售业务收入同比增长15.18%至1.57亿元，主要受益于年内成品油价格总体上升以及乐清市内汽车保有量持续增长；客货运输业务受沿线高铁动车影响，营业收入下降16.57%至0.73亿元，营业毛利为-2196.58万元；此外，包括粮食销售、租赁、管道安装、污水处理等在内的其他业务收入有所下滑，2018年为1.80亿元。

(2) 土地开发整理业务

跟踪期内，该公司继续推进乐清湾港区和乐清经济开发区的土地开发，主要包括乐清湾港区北区围垦工程、乐清湾港区南区围海涂工程和经济开发区内的乐海围垦填方工程。从开发进度来看，截至2019年3月末，乐清湾港区内的北区围垦工程和南区围海涂工程已基本完成开发，实际完成投资额为26.45亿元，完成开发土地面积8400亩，其中已出让土地1822亩（均为工业用地），实现资金回笼10.38亿元；经济开发区内的乐海围垦填方工程尚未全部完成开发，已完成开发土地面积7800亩，其中已出让土地1644亩（均为

工业用地)，实现资金回笼 10.60 亿元，期末已完成投资 20 亿元，超预算主要系开发面积较规划时有所增加所致，未来预计仍需支出 0.49 亿元。

图表 7. 截至 2019 年 3 月末公司开发地块概况（单位：亿元，亩）

| 名称 | 计划总投资额 | 已投资额 | 待投资额 | 已开发完成土地面积 | 待开发土地面积 | 已出让土地面积 | 已实现土地出让金回笼 | 开发周期 |
|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|------------|-------------|--------------|----------------|
| 乐清湾港区北区围垦工程 | 26.39 | 26.45 | -- | 3600 | -- | -- | -- | 2007/5-2017/12 |
| 乐清湾港区南区围海涂工程 | | | -- | 4800 | -- | 1822 | 10.38 | 2009/12-2017/7 |
| 乐海围垦填方工程 | 12.97 | 20.00 | 0.49 | 7800 | 200 | 1644 | 10.60 | 2012/6-2018/12 |
| 合计 | 39.36 | 46.45 | 0.49 | 16200 | 200 | 3344 | 20.40 | -- |

资料来源：乐清国投

总体而言，该公司土地开发业务投资规模较大，开发周期长，虽然目前开发的项目已基本完工或接近完工，部分土地出让后资金也得到了回笼，但土地出让进度依然受区域内招商引资情况、房地产市场状况以及土地市场政策等因素影响，投资回收存在一定的不确定性。

(3) 基础设施建设业务

➤ 市政基础设施建设

跟踪期内，该公司续建了疏港公路工程、乐清市城市中心大道工程、104 国道虹桥至乐成段改建工程、乐清市城市给水管网改扩建工程、山老区联线公路和电器城大道等项目，新开工了南岳天成项目、长东路和开发区公园等市政工程项目。

截至 2019 年 3 月末，该公司已完工基建项目共 17 项，投资总额为 33.76 亿元（挂账于“其他长期资产”科目），虽然市财政尚未对这些项目回购，但已通过项目资本金、财政补助等形式给予公司项目建设资金。同期末，公司主要在建的基建项目共 14 项，包括乐清市城市中心大道工程、疏港公路南塘至乐城段工程、乐清市城市给水管网改扩建工程等市政工程项目，概算总投资约 69 亿元，已累计投入资金约 60 亿元。虽然市财政已拨付了部分项目建设资金（约 14 亿元），但因项目投入规模较大，未来公司仍将持续面临一定的投融资压力。

➤ 城中村改造项目

跟踪期内，该公司集中推进乐清市棚户区（城中村）改造项目（简称“城中村改造项目”）。城中村改造业务模式仍为政府购买服务的模式，公司与乐清市住房和城乡建设局就城中村改造项目签订了《政府购买服务合同》（以下简称“合同”），合同约定该项目采取政府购买服务的模式，政府购买公司负责提供的棚户区改造服务，包括棚户区改造拆迁、安置，建设期届满前，服务费用根据项目的完成进度进行核定；建设期届满或者项目建设完成后，经政府验收合格后，政府逐年向公司支付服务费用。

该公司城中村改造项目根据拆迁片区的不同分为六个子项目，项目总用地面积 81.85 万平方米，计划总投资 142.31 亿元，根据政府购买服务合同约定，乐清市政府将支付公司 244.22 亿元总价款，根据项目建设进度分 25 年分期完成支付。截至 2019 年 3 月末，除南岸村、白沙村棚户区（城中村）改造项目正在拆迁外，其余五个项目均已完成拆迁，累计完成投资 97.85 亿元，累计已回笼 29.77 亿元。但城中村改造项目投资规模大，资金回笼周期较长，公司将持续面临较大的资金平衡压力。

图表 8. 截至 2019 年 3 月末公司城中村改造项目概况（单位：亿元，万平方米）

| 项目简称 | 计划总投资 | 已完成投资 | 购买服务总价款 | 建设周期 | 项目开发进度 |
|--------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------|
| 乐清市棚户区（城中村）改造项目（一期） | 24.85 | 19.91 | 42.91 | 2016 年-2018 年 | 拆迁完毕 |
| 乐清市南岸村、白沙村棚户区（城中村）改造项目 | 30.43 | 9.97 | 52.88 | 2017 年-2019 年 | 拆迁中 |
| 乐清市东山村（二期）、石马片（二期）棚户区（城中村）改造项目 | 45.67 | 39.47 | 81.61 | 2017 年-2019 年 | 拆迁完毕 |
| 乐清市石马片（三期）棚户区（城中村）改造项目 | 6.27 | 3.70 | 5.64 | 2018 年-2019 年 | 拆迁完毕 |
| 乐清市乐成街道西门片区棚户区（城中村）改造项目 | 4.38 | 4.49 | 7.84 | 2018 年-2019 年 | 拆迁完毕 |
| 乐清市南草垞村（三期）、马车河村棚户区（城中村）改造项目 | 30.71 | 20.35 | 53.34 | 2017 年-2019 年 | 拆迁完毕 |
| 合计 | 142.31 | 97.89 | 244.22 | -- | -- |

资料来源：乐清国投

（4）对外投资业务

跟踪期内，该公司在市政府的安排下持续对乐清市沿线的铁路、高速公路、省道、国道以及市域铁路的建设承担出资职能。近年来随着乐清市交通路网的不断发展，公司对外投资规模增长较快。截至 2019 年 3 月末，公司对外投资规模为 64 亿元，公司累计收到市财政拨付的项目资金约 45 亿元。

未来几年，该公司将重点完成温州瓯江口大桥有限公司、浙江温州沈海高速公路有限公司和温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司的出资任务。公司重点投资项目未来投资规模较大，公司仍将面临较大的资金压力。

图表 9. 公司主要对外投资概况（单位：亿元）

| 公司简称 | 计划出资额 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 |
|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 浙江乐清湾铁路有限公司 | 11.98 | 9.80 | 11.92 | 12.61 | 12.76 |
| 温州瓯江口大桥有限公司 | 35.52 | 1.34 | 3.07 | 7.12 | 7.36 |
| 浙江温州沈海高速公路有限公司 | 34.87 | 12.73 | 18.12 | 23.95 | 24.80 |
| 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 | 45.76 | 0.69 | 3.53 | 5.65 | 5.65 |
| 合计 | 128.13 | 24.56 | 36.64 | 53.75 | 50.57 |

资料来源：乐清国投

(5) 房产开发业务

➤ 保障性住房

跟踪期内，该公司仍在乐清市城区内建设保障房及配套工程，土地以划拨方式获得，保障房建成后销售给新建住房片区附近符合政策要求的拆迁户，在完成安置任务后，多余的房源由公司根据市政府的安排统筹向其他片区符合安置条件的拆迁户销售。

截至 2019 年 3 月末，该公司已建成保障性住房项目包括晨怡花园、东门片 A 地块房屋、中心区康居（一、二、三期）工程、“二区五路”工程安置房项目、旧城区 B 地块项目、乐成镇限价房（一期、二期）和北白象镇限价房等 7 个项目，实际投资 31.42 亿元，已回笼资金 15.29 亿元。2018 年及 2019 年第一季度，公司分别确认保障房销售收入 4.73 亿元和 0.59 亿元，但受保障房项目以协议价（低于市价）销售影响，盈利空间较弱，2018 年因补结转前期保障房销售成本使得当年保障房销售出现收入成本倒挂。

图表 10. 截至 2019 年 3 月末已完工保障性住房情况（单位：万平方米，亿元）

| 项目名称 | 占地面积 | 建筑面积 | 实际投资 | 已回笼资金 | 完工时间 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 晨怡花园 | 1.72 | 2.75 | 0.46 | 0.50 | 2008 年 12 月 |
| 东门片 A 地块房屋 | 1.03 | 4.92 | 2.75 | 2.22 | 2012 年 11 月 |
| 中心区康居工程一期 | 4.84 | 9.56 | 2.56 | -- | 2015 年 5 月 |
| 中心区康居工程二期 | | | 4.05 | -- | 2015 年 9 月 |
| 中心区康居工程三期 | | | 1.34 | 1.48 | 2015 年 11 月 |
| “二区五路”工程安置房 | 13.39 | 40.15 | 15.17 | 4.49 | 2016 年 10 月 |
| 乐清市新农村建设—旧城区 B 地块棚户区改造安置用房建设工程项目 | 2.59 | 6.12 | 2.17 | 4.72 | 2017 年 9 月 |
| 乐成镇限价房一、二期 | 1.27 | 1.73 | 1.42 | 1.56 | 2017 年 12 月 |
| 乐清市北白象镇限价房 | 1.19 | 2.36 | 1.50 | 0.32 | 2018 年 1 月 |
| 合计 | 26.03 | 67.59 | 31.42 | 15.29 | -- |

资料来源：乐清国投

该公司目前处于建设期项目为柳市镇经适房项目，该项目建筑面积 4.02 万平方米，规划总投资额 2.64 亿元，截至 2019 年 3 月末已完成投资 1.36 亿元，该项目已基本完成建设，处于验收阶段。总体来看，公司保障房项目投资规模较大，资金回笼主要受安置户的安置进度影响。此外，公司保障房开发业务具有一定的公益性，盈利能力相对较弱，项目能否覆盖前期投入成本存在一定不确定性。

➤ 总部经济园项目

跟踪期内，该公司持续推进总部经济园项目的销售，2018 年和 2019 年第一季度分别实现销售收入 3.61 亿元和 1.04 亿元。从项目开发销售进度来看，其中一期项目于 2016 年 12 月完工，实际投资 17.41 亿元，可租售面积为 23.32

万平方米，截至 2019 年 3 月末已销售面积 6.09 万平方米，回笼资金 5.09 亿元；二期项目在 2015 年底完成地下室施工后停止建设，并于 2017 年 10 月出售给淮安华德力置业有限公司，出售内容包括 3.89 亿元的地下室建筑和 9.30 亿元的土地使用权，2017 年回笼资金 0.77 亿元后，剩余资金预计于 2019 年 10 月前到位；三期项目因规划调整不再建设，市政府已收回相应土地，购地款 2.44 亿元预计于 2019 年 10 月前到位。总体来看，总部经济园虽然一期、二期项目已回笼了部分资金，但一期项目投资规模较大，未来项目资金回笼是否能够覆盖投资尚不确定。

图表 11. 截至 2019 年 3 月末总部经济园项目概况（单位：亿元，万平方米）

| 名称 | 可租售面积 | 已售面积 | 已投资额 | 已回笼资金 | 备注 |
|---------|-------|------|-------|-------|----------------------|
| 总部经济园一期 | 23.32 | 6.09 | 17.41 | 5.09 | 主体已完工 |
| 总部经济园二期 | -- | -- | 10.02 | 0.77 | 已出售，售价 13.19 亿元 |
| 总部经济园三期 | -- | -- | 2.44 | -- | 不再建设，土地款 2.44 亿元暂未回收 |
| 合计 | 23.32 | 6.09 | 29.87 | 5.86 | -- |

资料来源：乐清国投

总体看，该公司是乐清市公共服务运营及基础设施建设的核心主体，目前业务种类包括对外投资、土地开发整理、基础设施建设、保障房开发、物业销售和自来水销售等经营性业务。其中公司经营性业务收入基本保持稳定，且可获得较为稳定的现金流入；保障房建设和土地一级开发业务已基本完成，并实现了一定的资金回笼；未来公司将重点推进城中村改造项目和以市域铁路、高速公路等为主的项目投资，虽然市财政给予了一定规模的资金支持，但项目开发规模大且周期较长，公司未来仍将面临一定的资金压力。

管理

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构保持稳定，组织架构和经营管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构保持稳定，组织架构和经营管理制度未发生重大变化。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本仍为 2.80 亿元，乐清市财政局仍为公司实际控制人。

跟踪期内，该公司仍与关联的当地企事业单位存在一定规模的资金往来情况。截至 2018 年末，公司被关联方占用资金 584.60 万元；公司占用关联方资金余额为 29.58 亿元，其中占用温州港乐清湾港务有限公司资金 2.11 亿元；占用乐清市财政局 27.01 亿元，主要系地方政府债转贷资金及乐清市财政局拨入的项目资本金。

根据该公司提供的本部 2019 年 6 月 21 日《企业信用报告》，公司本部信用记录正常，尚无银行借款逾期、欠息等情况发生。根据国家工商总局、国

家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息 2019 年 6 月 18 日查询结果显示，公司不存在异常情况。

财务

跟踪期内，随着项目开发的集中投入和对外投资规模的快速增大，该公司负债规模快速上升，财务杠杆处于偏高水平。公司资产主要沉淀于项目建设成本和长期股权投资，资产流动性一般，但公司债务期限结构偏长期，期末可动用货币资金存量可对即期债务偿付提供一定支持。

1. 公司财务质量

中兴财光华会计师事务所对该公司的 2018 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。公司执行企业会计准则和企业会计制度。

跟踪期内，该公司合并范围未有重大变化。截至 2019 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司仍为 23 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2018 年，因乐清市财政本金的注入，该公司年末资本公积同比增长 29.85% 至 157.22 亿元（占所有者权益的 86.28%），加上当期经营积累，年末公司所有者权益较上年末增长 25.61% 至 182.21 亿元；但因债务规模快速上升，年末资产负债率仍较上年末上升 5.07 个百分点至 58.41%。2019 年 3 月末，公司持续获得市财政本金注入，期末资本公积较上年末增长 4.79% 至 164.75 亿元，因此推动所有者权益较上年末增长 3.99% 至 189.48 亿元；期末资产负债率升至 59.57%，负债经营程度偏高。

跟踪期内，随着城中村项目的集中投入以及对外投资规模的快速增大，该公司负债规模快速上升，债务负担有所加重。2018 年末公司负债总额较上年末增长 54.31% 至 255.87 亿元，增量主要来源于刚性债务、其他应付款、长期应付款（剔除计入刚性债务的 4.28 亿元）和专项应付款，年末分别占负债总额的 64.16%、13.44%、6.23% 和 12.37%。其他应付款较上年末增加了 15.59 亿元至 34.39 亿元，主要系公司与乐清市政府下属机构之间的往来款增加所致，年末主要包括应付乐清市土地储备中心 14.03 亿元和城东市城中村改造办 1.21 亿元。长期应付款较上年末增加 6.43 亿元至 20.23 亿元，主要系乐清瓯江口大桥投资合伙企业（有限公司）向子公司乐清市高速公路发展有限公司投入项目资金所致，年末主要包括 8.94 亿元的地方政府债券资金、瓯江口大桥产业基金 6.35 亿元和 4.28 亿元的海峡乐清高速私募基金（4.28 亿元已计入刚性债务）。专项应付款较上年末增加了 3.57 亿元至 31.66 亿元，主要

系当年市政公用建设局拨付 3.37 亿元项目资本金所致，年末主要包括市财政局拨入的项目资本金 20.54 亿元以及在建项目的资金补助 11.12 亿元。2018 年，因城中村改造项目的集中投入，公司刚性债务总额较上年末增长了 66.28 亿元至 164.16 亿元。公司偏重于长期融资，2018 年末中长期刚性债务占比 77.94%。公司融资渠道较广，2018 年末刚性债务中银行借款、企业债券、短期融资券、资管计划、海峡乐清高速私募基金分别占比 79.92%、10.97%、3.05%、3.05% 和 2.61%。其中，银行借款余额为 131.19 亿元，主要为保证借款和质押借款，年末余额分别为 22.50 亿元和 74.68 亿元。从银行借款放款方来看，2018 年末国开行发放的政策性贷款余额为 74.39 亿元，均为城中村改造项目配套贷款，融资成本为 4.66-4.90%；此外，公司获得农发行、宁波银行、农业银行、工商银行等多家金融机构贷款，其中农发行借款余额最大，为 15.76 亿元，主要为疏港公路南塘至乐成段等基建项目配套贷款，融资成本为 4.35-5.67%。

2019 年以来，该公司持续加大外部融资力度，即期债务偿付压力也不断上升。2019 年 3 月末公司负债总额较上年末增长了 23.26 亿元至 279.14 亿元。其中刚性债务因 7 亿元中期票据的发行以及新增银行借款，2019 年 3 月末余额较上年末增加了 23.49 亿元至 187.65 亿元，短期刚性债务较上年末增长了 1.33 亿元至 37.55 亿元。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保金额合计 18.11 亿元，其中为乐清市新农投资集团有限公司¹银行借款提供担保 14.81 亿元，为浙江温州沈海高速公路有限公司银行借款提供担保 3.00 亿元，为乐清市第三人民医院银行借款提供担保 0.30 亿元。公司对外担保规模尚可，2019 年 3 月末担保比率为 9.56%，但担保对象较为集中，或将面临一定的代偿风险。

(2) 现金流分析

在现金流方面，该公司自来水销售、道路收费等业务现金回笼较为稳定，2018 年营业收入现金率为 78.71%，较上年下降 7.78 个百分点主要系保障房和总部经济园办公楼销售收入占比高，但相关项目资金于以前年度回笼。2018 年，受益于往来资金净流入增多，当年公司经营性现金净流量为 9.15 亿元，扭转了上年净流出的态势。2018 年公司继续推进城中村改造项目以及高速公路铁路等的出资，当年公司投资性现金净流量为-101.82 亿元，持续存在非筹资环节资金缺口。2018 年公司继续通过外部融资、财政资金注入等方式满足资金缺口，当年筹资性现金净流入为 98.35 亿元。2019 年第一季度，公司经营性现金净流量为-0.72 万元；公司继续推进城中村改造等项目的建设，当期投资性现金净流量为-16.49 亿元；公司仍主要依靠取得银行借款、财政补助等方式获得资金，当期筹资性现金净流量为 30.61 亿元。

¹ 乐清市新农村建设投资集团有限公司成立于 2011 年 3 月，股东为乐清市国有资产监督管理办公室，现注册资本为 1.80 亿元，主要承担乐清市农村范围内的棚户区改造业务。

(3) 资产质量分析

该公司 2018 年末资产总额较上年末增长 40.92% 至 438.08 亿元，增量主要来源于长期股权投资、固定资产和在建工程。其中长期股权投资较上年末增长 21.38 亿元至 63.59 亿元，主要系公司增加对温州瓯江口大桥有限公司、浙江温州沈海高速公路有限公司、温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司等企业的投资款以及新增对瓯江北口大桥投资合伙企业（有限公司）、温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司市域铁路 S2 一期工程和深圳市前海建合投资管理有限公司的投资所致；固定资产较上年末增长 10.35 亿元至 16.33 亿元，主要系污水处理厂及设备由在建工程转入固定资产所致；在建工程较上年末增长 77.37 亿元至 156.00 亿元，主要系城中村改造项目开发成本较上年末增长了 71.69 亿元至 90.81 亿元以及其余市政工程项目开发成本较上年末增长了 5.68 亿元至 65.19 亿元。此外，公司资产还集中于货币资金、存货和其他长期资产，2018 年末分别占资产总额的 5.50%、24.31% 和 7.71%。年末货币资金余额为 24.10 亿元，未受限余额为 23.38 亿元；存货余额为 106.48 亿元，主要系公司土地开发整理及房地产项目建设成本；其他长期资产余额 33.76 亿元，主要系已竣工验收的公司代建市政基础设施工程。

2019 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 30.53 亿元至 468.61 亿元，增量主要来源于货币资金和在建工程。其中货币资金较上年末增长 13.40 亿元至 37.50 亿元，主要系外部融资款暂未投入使用所致；在建工程较上年末增加 14.59 亿元至 170.59 亿元，主要系城中村改造项目、104 国道虹桥至乐成段和疏港公路工程等市政工程项目开发投入增加所致。

(4) 流动性/短期因素

该公司债务期限结构偏长期以及以货币资金和存货为主的流动资产保持较大规模，流动资产对流动债务的覆盖程度较高，2018 年末及 2019 年 3 月末，流动比率分别为 194.75% 和 209.21%。公司账面货币资金存量不断增加，但对流动负债的覆盖度仍欠佳，2018 年末及 2019 年 3 月末，现金比率分别为 30.00% 和 46.01%。但期末公司在持货币资金存量充裕，可对即期债务偿付提供一定的流动性支持。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，该公司存货中的 16.92 亿元用于抵押借款，固定资产中的 4.28 亿元用于抵押借款，无形资产中的 0.40 亿元用于抵押借款，期末公司受限资产占总资产的比重为 4.93%，总体资产受限程度不高。

3. 公司盈利能力

2018 年，该公司总部经济园办公楼出售，带动公司营业收入同比增长 21.03%；但当年收入占比高的保障房业务亏损，总部经济园项目毛利贡献低，公司综合毛利率较上年下降 1.40 个百分点至 9.65%。公司期间费用继续高企，

2018 年同比增长 66.11% 至 4.50 亿元，期间费用率为 27.51%。受营业成本上升和期间费用高企等因素影响，公司营业亏损额较上年增加 1.72 亿元至 3.13 亿元。得益于大幅增加的政府补助（主要为经营性拨款），2018 年公司利润总额和净利润分别为 6983.19 万元和 5191.26 万元，但因公司资产规模持续增加，总资产报酬率和净资产收益率仍维持在较低水平，2018 年分别为 0.57% 和 0.32%，资产获利水平欠佳。2019 年第一季度，公司实现营业毛利 6385.97 万元，来源于供水业务和燃料销售等业务。同期，公司分别实现营业利润和净利润-3221.09 万元和-1954.03 万元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，业务种类包括对外投资、土地开发整理、基础设施建设、保障房开发和自来水销售等经营性业务。其中公司经营性业务收入基本保持稳定，且可获得较为稳定的现金流入；公司在开发的保障房建设和土地一级开发业务已基本完成，并实现了一定的资金回笼。

跟踪期内，随着项目开发的集中投入和对外投资规模的快速增大，公司负债规模快速上升，财务杠杆处于偏高水平，2019 年 3 月末公司资产负债率为 59.57%。但公司债务期限结构偏长期，2019 年 3 月末中长期刚性债务占比 79.99%，期末可动用货币资金存量 37.50 亿元，可为即期债务（2019 年 3 月末为 37.55 亿元）偿付提供一定的流动性支持。

2. 外部支持因素

该公司是乐清市政府国有资产运营及基础设施建设的核心主体，能得到乐清市政府在资金补助、项目获取以及政策等方面的大力支持。近年来乐清市财政局不断向公司注入项目资本金，截至 2019 年 3 月末，公司资本公积中约 11 亿元为国有资产股权无偿划入，其余约 153 亿元为市财政拨入的资金。

该公司外部融资渠道较通畅，截至 2018 年末，公司获得银行授信额度为 218.82 亿元，尚未使用授信额度为 90.19 亿元。

跟踪评级结论

跟踪期内，乐清市积极推进产业升级改造，同时加快发展现代服务业，经济运行总体平稳向好，全市地区生产总值首次突破千亿元。该公司仍是乐清市国有资产运营及基础设施建设的核心主体，公司经营性业务收入基本保持稳定，且可获得较为稳定的现金流入；公司在开发的保障房建设和土地一

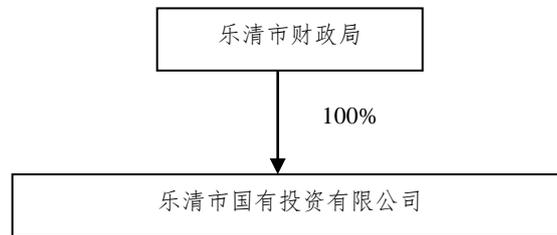
级开发业务已基本完成，并实现了一定的资金回笼；未来公司将重点推进城中村改造项目和以市域铁路、高速公路等为主的项目投资，虽然市财政持续给予资金支持，但项目开发规模大且周期较长，公司未来仍将面临一定的资金压力。

跟踪期内，随着项目开发的集中投入和对外投资规模的快速增大，该公司负债规模快速上升，财务杠杆处于偏高水平。公司资产主要沉淀于项目建设成本和长期股权投资，资产流动性一般，但公司债务期限结构较合理，年末可动用货币资金存量可对即期债务偿付提供一定支持。

同时，我们仍将持续关注：（1）乐清市经济财力变化情况；（2）债务融资环境的变化对该公司的影响；（3）区域房地产、土地市场波动以及国家政策变动对公司土地开发及房产开发业务的影响；（4）公司投资项目后续投入、政府回款及债务偿付情况；（5）公司对外担保风险。

附录一：

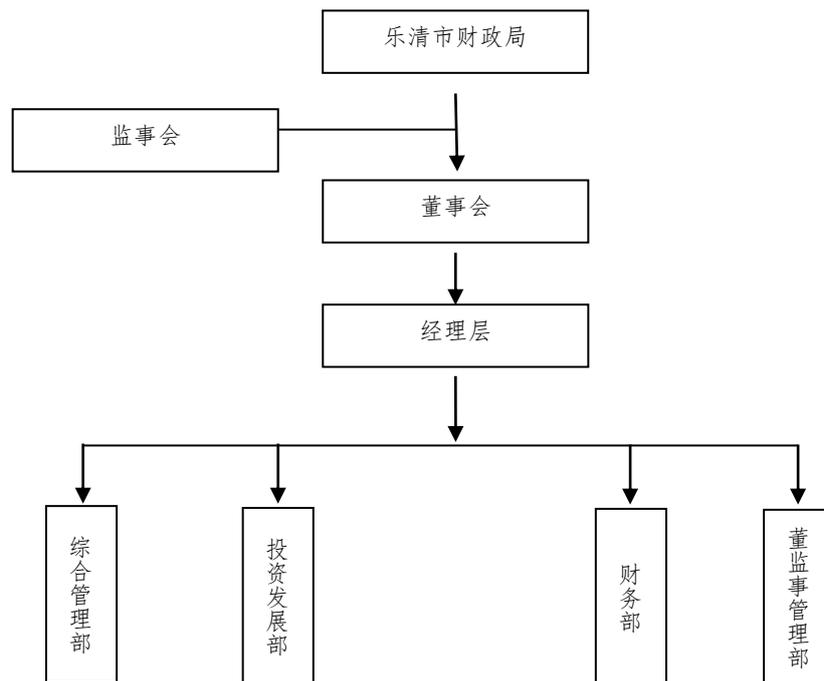
公司与实际控制人关系图



注：根据乐清国投提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据乐清国投提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

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] | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|---------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 266.37 | 310.88 | 438.08 | 468.61 |
| 货币资金 [亿元] | 16.04 | 18.75 | 24.10 | 37.50 |
| 刚性债务[亿元] | 87.40 | 97.87 | 164.16 | 187.65 |
| 所有者权益 [亿元] | 115.06 | 145.06 | 182.21 | 189.48 |
| 营业收入[亿元] | 9.74 | 13.51 | 16.35 | 3.80 |
| 净利润 [亿元] | 1.73 | 1.09 | 0.52 | -0.20 |
| EBITDA[亿元] | 3.06 | 2.99 | 3.43 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 5.12 | -9.37 | 9.15 | -0.72 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -9.85 | -34.27 | -101.82 | -16.49 |
| 资产负债率[%] | 56.80 | 53.34 | 58.41 | 59.57 |
| 长短期债务比[%] | 177.08 | 226.33 | 218.53 | 242.49 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 131.65 | 148.21 | 111.00 | 100.98 |
| 流动比率[%] | 247.44 | 274.29 | 194.75 | 209.21 |
| 速动比率 [%] | 48.52 | 65.43 | 53.98 | 71.05 |
| 现金比率[%] | 29.37 | 36.91 | 30.00 | 46.01 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.64 | 0.46 | 0.27 | — |
| 有形净值债务率[%] | 138.09 | 124.18 | 150.33 | 157.88 |
| 担保比率[%] | 9.15 | 9.74 | 9.94 | — |
| 毛利率[%] | 17.75 | 11.05 | 9.65 | 16.81 |
| 营业利润率[%] | -9.90 | -10.43 | -19.12 | -8.48 |
| 总资产报酬率[%] | 0.89 | 0.67 | 0.57 | — |
| 净资产收益率[%] | 1.65 | 0.84 | 0.32 | — |
| 净资产收益率*[%] | 1.67 | 0.86 | 0.33 | — |
| 营业收入现金率[%] | 96.17 | 86.49 | 78.71 | 81.96 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 11.21 | -17.77 | 13.95 | — |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%] | 3.74 | -5.91 | 4.34 | — |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -10.37 | -82.78 | -141.33 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -3.46 | -27.52 | -43.95 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 0.91 | 0.72 | 0.43 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.03 | 0.03 | 0.03 | — |

注：表中数据依据乐清国投经审计的2016-2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、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。