

Deloitte.

德勤

温州市 2019 年度第一期棚户区改造项目
专项债券（五年期）
收益与融资自求平衡

财务评估咨询报告

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所



2019 年 2 月 27 日

目录

一、项目概述	2
二、评估分析	3
1.瑞安市西门棚户区改造项目、瑞安市南门棚户区改造项目	4
1.1 资金充足性	4
1.1.1 投资估算	4
1.1.2 资金筹措	4
1.1.3 资金覆盖率	4
1.1.4 小结	4
1.2 资金稳定性	8
2.瑞安市锦湖西门、瓦窑团块棚户区改造项目	9
2.1 资金充足性	9
2.1.1 投资估算	9
2.1.2 资金筹措	9
2.1.3 资金覆盖率	9
2.1.4 小结	9
2.2 资金稳定性	13
三、风险分析	14
四、评估结论	14
免责声明	15

**温州市 2019 年度第一期棚户区改造项目
专项债券（五年期）
收益与融资自求平衡
财务评估咨询报告**

一、项目概述

温州市位于浙江省东南部，为浙江省辖地级市。全市辖 4 个市辖区、5 个县、2 个县级市，是中国首批 14 个沿海开放城市之一、海峡西岸经济区五大中心城市之一、浙江省省级历史文化名城、浙江的经济中心之一、浙东南第一大都市、浙南经济文化交通中心。温州市位于中国东部海岸线中段，浙江东南部，东濒东海，南接福建宁德市，西与丽水市相连，北与台州市毗邻。全市陆域面积 11,784 平方公里，海域面积约 11,000 平方公里，其中市区（鹿城、龙湾、瓯海、洞头四个区）面积 1,359 平方公里。近几年，温州城市经济实力和财政实力不断增强，城市化进程不断加快，综合实力显著增强，城市面貌日新月异。

本期温州市棚户区项目专项债券包含内容如下：

1. 瑞安市西门棚户区改造项目、瑞安市南门棚户区改造项目
2. 瑞安市锦湖西门、瓦窑团块棚户区改造项

为保障棚户区改造等重点领域合理融资需求，按照《新预算法》（2014年修订）、《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）、《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》（财预〔2018〕28号）等文件精神，结合温州市2019年棚户区改造计划，温州市政府决定通过发行地方政府棚户区改造专项债券实施本项目，以满足棚户区改造的融资需求。

二、评估分析

2017年财政部公布《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（“财预〔2017〕89号”），提出在法定专项债务限额内，鼓励有条件的地方试点发展项目收益与融资自求平衡的专项债券，积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，以对应的政府性基金或专项收入偿还。

2018年财政部、住建部联合公布《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》（“财预〔2018〕28号”），提出地方政府棚户区改造专项债券作为地方政府专项债券的一个品种，是指遵循自愿原则、纳入试点的地方政府为推进棚户区改造发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。试点发行棚改专项债券的棚户区改造项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的纳入政府性基金的国有土地使用权出让收入、专项收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益与融资自求平衡。棚改专项债券纳入地方政府专项债务限额管理。

根据财预〔2017〕89号及财预〔2018〕28号文件的要求，地方政府发行棚户区改造专项债券，需要在满足法定专项债务限额的前提下，充分考虑资金筹措的充足性和稳定性。

1. 瑞安市西门棚户区改造项目、瑞安市南门棚户区改造项目

1.1 资金充足性

本项目收益与融资平衡分析结果显示，专项债券存续期内还本付息资金充足，债券本息资金覆盖率可达到 1.33 倍。对此，我们从投资估算、资金筹措、资金覆盖率等方面具体分析如下：

1.1.1 投资估算

参考 2019 年 1 月 25 日五年期国债收益率 2.96%，以及 2019 年 1 月 31 日“2019 年浙江省土地储备专项债券（一期）”五年期发行票面利率 3.19%。本项目从客观、谨慎角度出发，暂按五年期发行利率 3.80%进行测算，静态总投资 238,521 万元，据此估算总投资为 268,396 万元，详见表 1-1。

1.1.2 资金筹措

瑞安市西门棚户区改造项目、瑞安市南门棚户区改造项目资金筹措总额 268,396 万元。其中：静态总投资 238,521 万元，由瑞安市足额筹集 88,520 万元；以前年度发行七年期棚户区改造专项债券 21,000 万元，并计划于 2019 年申请发行五年期棚户区改造专项债券 129,000 万元（其中本期发行 90,000 万元）。基于以上投资计划、资金筹措安排，我们未发现相关项目建设期内所需建设资金存在缺口的情况。各年度投资计划及资金筹措方案详见表 1-2。

1.1.3 资金覆盖率

根据项目收益与融资平衡分析结果，瑞安市西门棚户区改造项目、瑞安市南门棚户区改造项目专项债券本息资金覆盖率可达到 1.33 倍，系专项收入与本期债券还本付息总额之比。各年度现金流分析测算表详见表 1-3。

1.1.4 小结

综上，在本期专项债券存续期内，我们未注意到本项目资金出现不能满足还本付息要求的情况。

表 1-1 项目总投资估算表

单位：人民币万元

项目工程估算表	金额
一、征地拆迁补偿费用	
征收及安置费用	238,521
征地拆迁补偿费合计	238,521
二、开发建设费用	
其他成本	-
开发建设费合计	-
三、土地出让相关费用	
土地招拍挂费用	-
土地整理费用	
土地出让相关税费合计	-
静态投资总额	
静态投资总额	238,521
四、其他专项费用	
支付的各项税费	-
债券利息费用*	29,876
其他专项费用合计	29,876
估算总额	268,396

*注：本项目于 2018 年 12 月申请发行棚户区改造专项债券 21,000 万元（2018 年浙江省棚改专项债券（二期）），彼时财务评估报告测算计划总计发行债券 150,000 万元，预估债券利率为 4.05%，债券利息费用合计 42,525 万元，对应估算总投资为 281,046 万元；截至本报告日，上述 21,000 万元债券已成功发行，实际票面利率为 3.65%，本项目计划发行债券总额仍为 150,000 元，本报告中预估债券利率为 3.80%，债券利息费用合计 29,876 万元，因此对应估算总投资调整为 268,396 万元。

表 1-2 投资计划及资金筹措表

单位：人民币万元

年度资金平衡表	以前年度投入	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
资金筹措									
资本金*	33,895	60,000	24,501	-	-	-	-	-	118,396
债券发行	21,000	129,000	-	-	-	-	-	-	150,000
专项收入	-	-	-	-	-	240,017	-	-	240,017
上年余额			4,608	23,441	17,772	12,104	246,452	240,783	
合计	54,895	189,000	29,109	23,441	17,772	252,120	246,452	240,783	508,413
资金使用									
建设资金使用金额合计	54,895	184,392	5,669	5,669	5,669	5,669	5,669	767	268,396
资金余额（资金筹措—资金使用）	-	4,608	23,441	17,772	12,104	246,452	240,783	240,017	

注：其用于静态投资 88,520 万元，用于支付债券利息 29,876 万元。

表 1-3 现金流分析测算表

单位：人民币万元

年度现金流模拟测算表	以前年度投入	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
现金流入									
资本金流入	33,895	60,000	24,501	-	-	-	-	-	118,396
债券资金流入	21,000	129,000	-	-	-	-	-	-	150,000
专项收入	-	-	-	-	-	240,017	-	-	240,017
现金流入总额	54,895	189,000	24,501	-	-	240,017	-	-	508,413
现金流出									
建设期资金流出	54,895	183,626	-	-	-	-	-	-	238,521
债券还本付息	-	767	5,669	5,669	5,669	5,669	134,669	21,767	179,876
现金流出总额	54,895	184,392	5,669	5,669	5,669	5,669	134,669	21,767	418,396
现金净流量									
当年项目现金净流入	-	4,608	18,833	-5,669	-5,669	234,348	-134,669	-21,767	90,017
期末项目累计现金结存额	-	4,608	23,441	17,772	12,104	246,452	111,783	90,017	

1.2 资金稳定性

瑞安市西门棚户区改造项目、瑞安市南门棚户区改造项目专项债券还本付息以专项收入为基础，按照预估的出让单价、出让计划及成本费用，本期瑞安市西门棚户区改造项目、瑞安市南门棚户区改造项目专项债券存续期间有稳定的专项收入，可覆盖债券存续期间各年利息及到期偿还本金的支出需求；且在 2025 年项目本金偿还后仍有 90,017 万元的期末结余。债券存续期内资金留存情况如图 1-1 所示。

综上，针对瑞安市西门棚户区改造项目、瑞安市南门棚户区改造项目在专项债券存续期内还本付息资金的测算，我们未注意到可能对相关项目资金稳定性产生重大影响的情况。

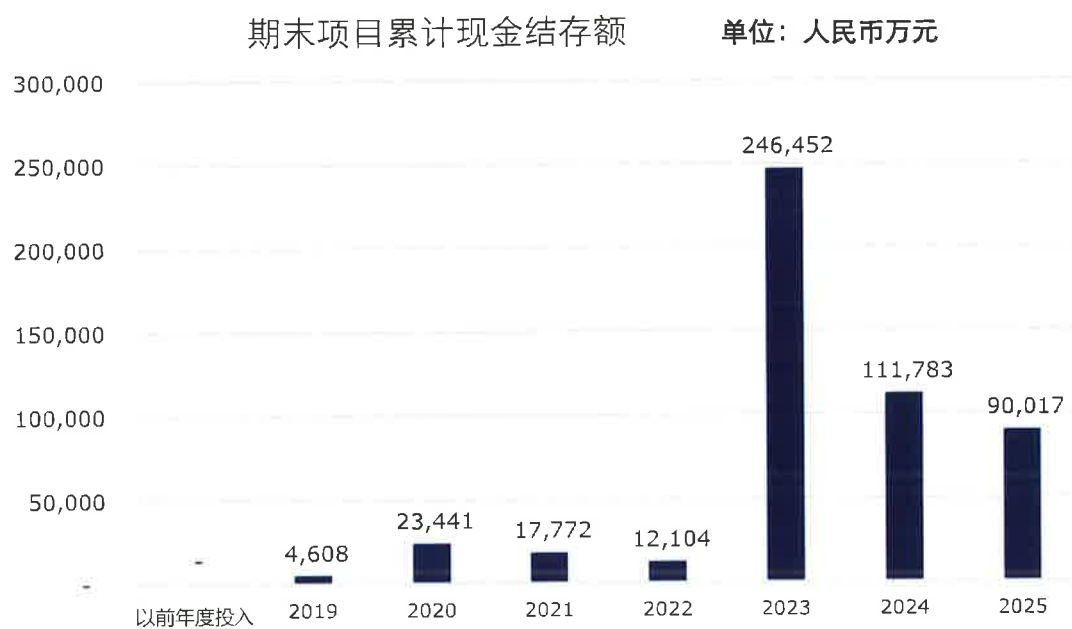


图 1-1 债券存续期内资金留存情况

2. 瑞安市锦湖西门、瓦窑团块棚户区改造项目

2.1 资金充足性

本项目收益与融资平衡分析结果显示，专项债券存续期内还本付息资金充足，债券本息资金覆盖率可达到 1.36 倍。对此，我们从投资估算、资金筹措、资金覆盖率等方面具体分析如下：

2.1.1 投资估算

参考 2019 年 1 月 25 日五年期国债收益率 2.96%，以及 2019 年 1 月 31 日“2019 年浙江省土地储备专项债券（一期）”五年期发行票面利率 3.19%。本项目从客观、谨慎角度出发，暂按五年期发行利率 3.80%进行测算，静态总投资 133,368 万元，据此估算总投资为 149,708 万元，详见表 2-1。

2.1.2 资金筹措

瑞安市锦湖西门、瓦窑团块棚户区改造项目资金筹措总额 149,708 万元。其中：静态总投资 133,368 万元，由瑞安市足额筹集 63,708 万元，计划于 2019 年申请本期发行五年期棚户区改造专项债券 30,000 万元，2020 年申请发行五年期棚户区改造专项债券 56,000 万元。基于以上投资计划、资金筹措安排，我们未发现相关项目建设期内所需建设资金存在缺口的情况。各年度投资计划及资金筹措方案详见表 2-2。

2.1.3 资金覆盖率

根据项目收益与融资平衡分析结果，瑞安市锦湖西门、瓦窑团块棚户区改造项目专项债券本息资金覆盖率可达到 1.36 倍，系专项收入与本期债券还本付息总额之比率。各年度现金流分析测算表详见表 2-3。

2.1.4 小结

综上，在本期专项债券存续期内，我们未注意到本项目资金出现不能满足还本付息要求的情况。

表 2-1 项目总投资估算表

单位：人民币万元

项目工程估算表	金额
一、征地拆迁补偿费用	
征收及安置费用	131,975
征地拆迁补偿费合计	131,975
二、开发建设费用	
其他成本	1,393
开发建设费合计	1,393
三、土地出让相关费用	
土地招拍挂费用	-
土地整理费用	
土地出让相关税费合计	-
静态投资总额	
静态投资总额	133,368
四、其他专项费用	
支付的各项税费	-
债券利息费用	16,340
其他专项费用合计	16,340
估算总额	149,708

表 2-2 投资计划及资金筹措表

单位：人民币万元

年度资金平衡表	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
资金筹措								
资本金*	6,648	50,000	7,060	-	-	-	-	63,708
其他自筹渠道	-	-	-	-	-	-	-	-
债券发行	30,000	56,000	-	-	-	-	-	86,000
专项收入	-	-	-	-	139,118	-	-	139,118
上年余额	-	4,678	8,140	11,932	8,664	144,514	141,246	
合计	36,648	110,678	15,200	11,932	147,782	144,514	141,246	288,826
资金使用								
建设资金使用金额合计	31,970	102,538	3,268	3,268	3,268	3,268	2,128	149,708
资金余额（资金筹措—资金使用）	4,678	8,140	11,932	8,664	144,514	141,246	139,118	

注：其用于静态投资 47,368 万元，用于支付债券利息 16,340 万元。

表 2-3 现金流量分析测算表

单位：人民币万元

年度现金流模拟测算表	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
现金流入								
资本金流入	6,648	50,000	7,060	-	-	-	-	63,708
债券资金流入	30,000	56,000	-	-	-	-	-	86,000
专项收入	-	-	-	-	139,118	-	-	139,118
现金流入总额	36,648	106,000	7,060	-	139,118	-	-	288,826
现金流出								
建设期资金流出	31,970	101,398	-	-	-	-	-	133,368
债券还本付息	-	1,140	3,268	3,268	3,268	33,268	58,128	102,340
现金流出总额	31,970	102,538	3,268	3,268	3,268	33,268	58,128	235,708
现金净流量								
当年项目现金净流入	4,678	3,462	3,792	-3,268	135,850	-33,268	-58,128	53,118
期末项目累计现金结存额	4,678	8,140	11,932	8,664	144,514	111,246	53,118	

2.2 资金稳定性

瑞安市锦湖西门、瓦窑团块棚户区改造项目专项债券还本付息以专项收入为基础，按照预估的出让单价、出让计划及成本费用，本期瑞安市锦湖西门、瓦窑团块棚户区改造项目专项债券存续期间有稳定的专项收入，可覆盖债券存续期间各年利息及到期偿还本金的支出需求；且在 2025 年项目本金偿还后仍有 53,118 万元的期末结余。债券存续期内资金留存情况如图 2-1 所示。

综上，针对瑞安市锦湖西门、瓦窑团块棚户区改造项目在专项债券存续期内还本付息资金的测算，我们未注意到可能对相关项目资金稳定性产生重大影响的情况。

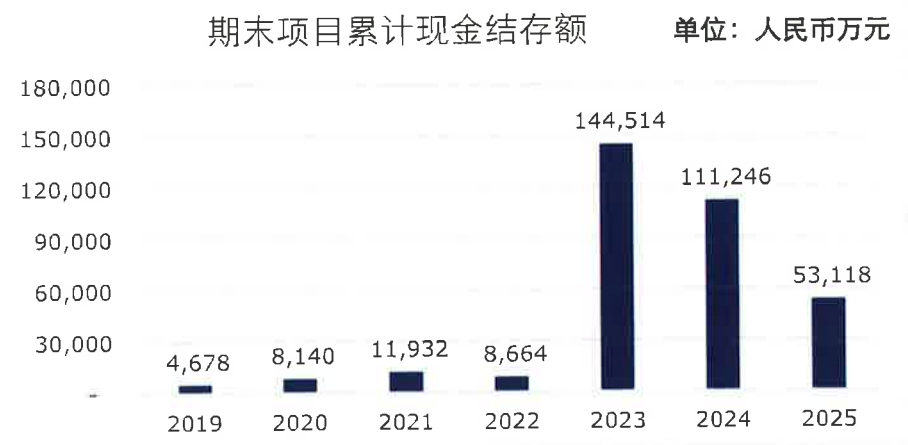


图 2-1 债券存续期内资金留存情况

三、风险分析

根据本项目收益与融资自求平衡的压力测试结果，当专项收入、债券利率等影响债券还本付息的因素在 $\pm 10\%$ 范围内变动的情况下，专项债券本息资金覆盖率仍然大于1，还本付息资金具有一定的风险抵抗能力。

总体而言，本项目预计土地出让收入及其他专项收入对其拟使用的募集资金保障程度较高；但未来募投项目地块实际出让价格、出让进度、其他专项收入规模等受宏观经济及土地市场影响较大。若土地未能按计划出让、土地出让收入及其他专项收入暂时难以实现，而导致不能偿还到期债券本金，可在专项债务限额内以及满足覆盖倍数的情况下发行棚户区改造专项债券用于周转偿还，进而在项目收入最终实现后予以归还，或者通过追加资本金等方式来满足还本付息要求。

四、评估结论

基于财政部对地方政府发行棚户区改造专项债券的要求，本项目可以通过发行专项债券的方式进行融资以完成资金筹措，并以棚户区改造整理土地出让收入及其他专项收入所对应的充足、稳定现金流作为还本付息的资金来源。通过对本项目收益与融资自求平衡情况的分析，我们未注意到本期专项债券在存续期内出现无法满足专项债券还本付息要求的情况。

综上所述，通过发行地方政府棚户区改造专项债券的方式，满足温州市棚户区改造项目的资金需求，应是现阶段较优的资金解决方案。

免责声明

本报告中的评论仅供贵方作一般参考之用，其内容（无论整体或部分）不构成我们的意见。

我们出具的评论将仅基于下列事项：

- a. 我们在本报告述及或引用的资料、文件、事实和假设；
- b. 我们假设提供给我们所有资料（未经独立核实）为准确、真实、完整和有效；
- c. 贵方理解本报告只涵盖特定的中国大陆和相关国家/地区问题及相应影响，并未考虑其他任何类别的相关事宜；
- d. 在此报告出具时有效的有关法律、法规和解释（“权威法规”）。这些权威法规可能会被修订，且可能具有追溯效力。我们没有义务告知贵方对此报告中所作分析或任何事项可能产生影响的任何变更或发展，我们亦不会对本报告出具日之后的任何事项作考虑。在报告出具之日后权威法规的任何变更亦可能会影响报告中评论的有效性；
- e. 贵方理解此报告对任何税务机构及/或司法机构并无约束效力，亦不应被视为我们就任何税务机构及/或司法机构将会同意我们的评论而作出的任何声明、保证或担保；
- f. 与此约定业务有关的所有服务仅供贵方参考及内部使用，除了贵方作为业务约定书合同一方以外，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所（“德勤”或“我们”）与其他任何人士或任何方（“第三方”）均不产生合约利益关系。此约定业务的服务并非为任何第三方的明示或默示的利益。除贵方以外，任何第三方没有权利以任何形式或基于任何目的，依赖“德勤”的提交物、建议、评论、报告或其他服务；
- g. 我们不会对任何第三方承担任何义务和责任（包括但不限于疏忽引起的责任）。如有任何第三方依赖我们报告的情况，贵方同意将保护德勤，其关联机构以及人员免受任何与向第三方披露报告（无论是否经过我们的同意）有关的第三方索偿或责任的影响，并补偿所产生的诉讼费以及其他费用。