

2012 年长兴城市建设投资集团有限公司

公司债券 2018 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【903】号 01

债券简称：12 长兴债/PR
长城建

增信方式：保证担保和
银行流动性支持

担保主体：长兴交通投
资集团有限公司

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2019 年
11 月 30 日

债券偿还方式：每年付
息一次，分次还本，从
第 3 个计息年度起至第 7
个计息年度止，每年年
末分别按照债券发行总
额 20%的比例偿还债券
本金。

分析师

姓名：
党雨曦 张伟亚

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资
信评估有限公司城投公
司主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2012 年长兴城市建设投资集团有限公司 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 26 日	2017 年 06 月 21 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对长兴城市建设投资集团有限公司（以下简称“长兴城建”或“公司”）及其 2012 年 11 月 30 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部运营环境较好、为其发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，获得的外部支持仍然较大，长兴交通投资集团有限公司（以下简称“长兴交投”）提供的保证担保和中国工商银行股份有限公司湖州分行（以下简称“工商银行湖州分行”）提供的流动性支持仍能有效提升本期债券信用水平；同时我们也关注到了公司存在较大的资金压力，资产流动性偏弱，有息负债规模增长较快、资产负债率有所攀升、偿债压力进一步加大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年长兴县实现地区生产总值 553.21 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.1%；实现公共财政收入 49.49 亿元，同比增加 8.86%。较好的外部环境为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性较好。公司主要从事长兴县内基础设施建设和土地整理开发业务，主要业务在区域内具有垄断性；截至 2017 年末，公司受托代建业务主要在建、拟建项目总投资 265,775.00 万元，已投资 153,619.00 万元；尚有 849 亩待出让土地和回龙山新区 10,235 亩待整理土地，业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2017 年，根据政府注入资产及其他公司股权划转，公司增加资本公积 148,362.63 万元；且公司 2017 年获得了当地政府 4.01 亿元的财政补贴。
- **长兴交投提供的保证担保和工商银行湖州分行提供的流动性支持仍能有效提升本期债券信用水平。**长兴交投经营实力进一步增强，2018 年经鹏元综合评定，长兴交投主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保和工商银行湖州分行提供的流动性支持仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司存在较大的资金压力。**2017 年公司经营活动现金流为-210,408.11 万元，持续净流出；截至 2017 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资约 20.22 亿元，面临较大资金压力。
- **公司资产流动性偏弱。**截至 2017 年末，公司存货和应收款项分别为 1,246,014.67 万元和 1,003,985.06 万元，分别占总资产规模的 42.40%和 34.16%，存货中大部分为代建工程和土地使用权，其中土地使用权账面价值的 26.24%已抵押，集中变现能力较弱；应收款项中其他应收款占总资产的 32.99%，且回收时间有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用，资产流动性偏弱。
- **公司有息负债规模增长较快，资产负债率有所攀升，偿债压力进一步加大。**2017 年末公司有息负债规模达 1,270,587.91 万元，同比增加 29.65%，占期末负债总额比重为 74.63%，资产负债率攀升至 57.93%。近年公司 EBITDA 利息保障倍数持续下降，2017 年为 1.46，偿债压力进一步加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保余额为 95,500.00 万元，占当期末净资产的比重为 7.73%，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,938,847.53	2,339,071.71	2,136,053.74
所有者权益（万元）	1,236,239.88	1,074,090.78	1,050,684.62
有息债务（万元）	1,270,587.91	980,057.70	866,391.54
资产负债率	57.93%	54.08%	50.81%
流动比率	5.43	10.30	7.48

营业收入（万元）	97,664.99	121,916.76	71,292.26
其他收益（万元）	40,149.91	-	-
营业外收入（万元）	113.20	47,779.66	29,143.95
利润总额（万元）	18,818.85	23,521.72	26,383.25
综合毛利率	5.88%	6.82%	64.30%
EBITDA（万元）	71,765.12	78,640.94	85,265.76
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.56	1.61
经营活动现金流净额（万元）	-210,408.11	-259,274.66	-217,867.33

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

担保方主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	5,363,251.01	4,687,634.59	4,243,089.50
所有者权益（万元）	2,139,845.80	1,772,949.21	1,703,178.34
资产负债率	60.10%	62.18%	59.86%
营业收入（万元）	227,648.89	202,035.63	180,396.55
利润总额（万元）	24,224.58	35,907.36	38,211.47
经营活动现金流净额（万元）	-26,825.16	-8,017.56	-298,770.87

资料来源：长兴交投 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

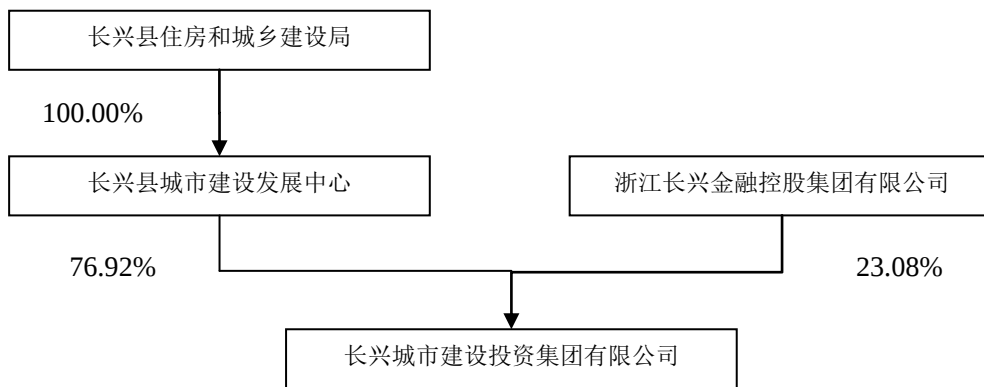
一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展改革委发改财金[2012] 3741号文批准，公司于2012年11月30日公开发行10亿元7年期固定利率公司债券，发行票面利率为6.80%。募集资金用于长兴张家村花园保障性住房工程和长兴县回龙山新区道路建设工程。截至2017年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司控股股东、注册资本、实收资本均未发生变化，控股股东仍是长兴县城市建设发展中心，实际控制人仍是长兴县住房和城乡建设局，注册资本和实收资本仍为13.00亿元。2017年12月，公司由长兴城市建设有限公司变更为现有名。主营业务仍是城市基础设施建设、城市公用设施建设、土地整理和土地开发。

图1 截至2018年4月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年政府向公司无偿划入长兴建设房屋开发有限公司（以下简称“房开公司”）和长兴中心广场商业管理有限公司，合并范围增加两家子公司。因房开公司于2017年12月31日纳入公司合并范围，故2017年房开公司资产纳入公司合并范围，营业收入未纳入公司合并范围。

截至2017年12月31日，公司资产总额为293.88亿元，所有者权益为123.62亿元，资产负债率为57.93%；2017年度，公司实现营业收入9.77亿元，利润总额1.88亿元，经营活动现金流净额-21.04亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50 号文”），重申了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融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 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，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、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，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表1 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《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）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《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）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017 年长兴县经济保持增长，经济实力持续增强

2017 年长兴县实现地区生产总值 553.21 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.1%，增速较为稳定，2017 年增速高于全国平均水平（6.9%）1.2 个百分点。其中第一产业增加值 33.50 亿元，同比增长 2.5%；第二产业增加值 275.10 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 244.60 亿元，同比增长 10.0%。三次产业结构比例由 2016 年的 6.7:49.9:43.4 调整为 6.1:49.7:44.2，工业仍是国民经济的主导部门，但第三产业占比进一步上升。2017 年长兴县人均地区生产总值 87,335 元，同比增长 7.7%，是全国人同期水平的 146.39%。

从工业运行来看，2017 年长兴县规模以上工业增加值为 236.17 亿元，同比增长 8.6%。

当年规模以上工业企业累计产值为 1,305.83 亿元；其中规模以上工业中电气机械和器材制造业、纺织业、非金属矿物制品业、化学纤维制造业等四大行业累计产值为 887.09 亿元，占全县规模以上工业产值的 67.9%，支柱产业的主导地位仍旧突出。

从经济的驱动因素来看，固定资产投资依然是长兴县经济增长的主要来源。2017 年长兴县固定资产投资增速为 13.4%；其中，工业及基础设施投资分别同比增长 13.1%和 30.6%。消费和进出口是长兴县经济增长的另两大驱动因素，2017 年社会消费品零售总额增速为 11.5%；2017 年进出口贸易规模为 154.10 亿元，亦较上年有所增长。

长兴县金融机构人民币存、贷款保持较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境，2017 年底金融机构本外币存款、贷款余额分别为 733.20 亿元、606.00 亿元，分别同比增长 13.3%、14.4%。

总体来看，2017 年来长兴县经济保持了良好的增长态势，经济实力进一步增强。

表2 2016-2017 年长兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	553.21	8.1%	499.14	8.0%
第一产业增加值	33.50	2.5%	33.40	2.5%
第二产业增加值	275.10	7.3%	249.00	8.4%
第三产业增加值	244.60	10.0%	216.70	8.3%
工业增加值	236.17	8.6%	220.30	9.2%
固定资产投资	-	13.4%	407.75	13.5%
社会消费品零售总额	258.40	11.5%	231.82	12.5%
进出口总额（亿元）	154.10	9.8%	140.33	17.2%
存款余额	733.20	13.3%	647.04	13.4%
贷款余额	606.00	14.4%	529.82	6.2%
人均 GDP（元）	87,335		79,114	
人均 GDP/全国人均 GDP	146.39%		146.56%	

资料来源：鹏元经济数据库，鹏元整理

2017 年长兴县公共财政收入以及政府性基金收入均有所增长，推动地方财政实力进一步增强

2017 年长兴县地方综合财力为 114.40 亿元，较上年增长 24.44%，主要系政府性基金收入以及公共财政收入提高所致。从构成来，当年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占地方综合财力的比重分别为 43.26%、17.09%和 39.65%。

得益于地方经济的持续发展，2017 年长兴县实现公共财政收入 49.49 亿元，较上年增长 8.86%。其中税收收入为 42.05 亿元，占公共财政收入的比例为 84.96%，主要税源为增

值税、营业税、企业所得税和个人所得税，公共财政收入质量较好。2017 年长兴县上级补助收入为 19.55 亿元，为地方综合财力的作出有益的补充。

长兴县政府性基金收入以土地出让收入为主，是长兴县地方综合财力的重要来源。受当地土地市场行情向好等因素影响，2017 年长兴县实现政府性基金收入 45.36 亿元，较上年大幅增长 71.23%。考虑到区域土地市场的状态容易受土地市场波动和地方政府政策影响，未来该部分收入仍可能存在一定的波动性。

财政支出方面，长兴县财政支出主要由公共财政支出和政府性基金支出构成。公共财政支出主要用于教育、医疗卫生、社会保障和就业等民生方面，具有一定支出刚性。2017 年长兴县公共财政支出为 63.08 亿元，较上年增长 9.78%。财政收支平衡方面，2017 年长兴县财政自给率为 78.46%，与上年基本持平，当地政府财政自给能力仍然较好。

表3 2016-2017 年长兴县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力（一）+（二）+（三）	114.40	91.93
（一）公共财政收入	49.49	45.46
其中：税收收入	42.05	38.17
非税收入	7.44	7.29
（二）上级补助收入	19.55	19.98
其中：返还性收入	1.30	1.45
一般性转移支付收入	10.51	10.08
专项转移支付收入	7.74	8.45
（三）政府性基金收入	45.36	26.49
其中：土地出让收入	34.87	19.58
财政支出（一）+（二）	104.73	85.95
（一）公共财政支出	63.08	57.46
（二）政府性基金支出	41.65	28.49
财政自给率	78.46%	79.12%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：鹏元经济数据库，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是长兴县城市基础设施投资、建设主体之一，业务涵盖基础设施工程建设及土地一级开发。公司收入主要来自工程代建和土地开发业务。2017年，公司工程代建收入持续增加。2017年土地开发收入受公司及政府规划安排影响未获得收入，致使公司主营业务收入有所下降。受工程代建业务毛利率下降影响，公司主营业务毛利率持续下降，2017年为

8.61%，同比下降0.40个百分点。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发收入	-	-	50,507.35	4.76%
工程代建收入	96,865.18	8.61%	70,606.36	12.05%
合计	96,865.18	8.61%	121,113.71	9.01%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司工程代建收入呈上升趋势，但受不同项目约定收益率不同影响，毛利率持续下降；目前公司在建项目较多，未来工程代建收入较有保障；但后续投资金额较大，公司存在较大的资金压力

近年来，随着长兴县经济的快速发展，城市基础设施建设步伐逐渐加快，公司在长兴县市政设施、公用设施及旧城改造等基础设施建设中承担较多的建设任务。公司与住建局签订项目代建协议，住建局将项目委托公司投资建设。项目建设期间公司承担项目建设的投资主体职责，项目建设资金由公司自筹，项目建设成本按施工合同金额进行结算。工程竣工结算后，由住建局安排支付公司项目款，结算金额为项目成本加成一定比例，不同项目的加成比例有一定差异。

2017年公司工程代建收入为96,865.18万元，同比增加37.19%，公司代建收入随公司工程施工进度和政府规划而有所变动。2017年公司工程代建业务毛利率为8.61%，较上年下降3.44个百分点，主要系不同项目投资收益比例不同所致。

按照本期债券募投项目长兴张家村花园保障性住房工程和长兴县回龙山新区道路建设工程与住建局签订的协议，住建局应自2013年起分年对募投项目进行回购。2016年政府对长兴张家村花园保障性住房工程（北区）进行结算，2017年政府对长兴张家村花园保障性住房工程（南区）进行结算。长兴县回龙山新区道路建设工程公司预计近两年进行竣工结算。

表5 2017 年公司工程代建收入明细（单位：万元）

时间	项目名称	成本	确认收入	加成比例
2017 年	长广老校区盖章建设工程工程项目	10,562.72	11,619.00	10.00%
	长兴建设商务楼工程项目	30,333.33	33,366.66	10.00%
	张家村花园保障型住房工程（南区）	47,192.21	51,911.43	10.00%
	合计	88,088.26	96,897.09	

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司主要在建代建工程项目包括长兴县中医院迁建工程二期综合楼、长广集团老小区改造及配套基础设施建设等。除了零星工程之外的在建和拟建项目预计总

投资为265,775.00万元，已投资153,619.00万元，尚需投资112,156.00万元。公司在建及拟建项目较多，未来公司工程代建收入较有保障，但项目后续投入也加大了公司的资金压力。

表6 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建及拟建项目具体情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	工程时间
长兴县中医院迁建二期工程	17,460.00	7,132.00	2015—2018
长兴历史文化街区工程	80,000.00	71,158.00	2016—2017
回龙山新区开发建设	80,000.00	68,906.00	2016—2017
县前街改造工程	6,000.00	1,533.00	2016—2017
海兴路改造工程	8,000.00	2,600.00	2016—2017
长兴县实验幼儿园异地改建工程	4,500.00	1,000.00	
长兴人力社保大楼改造工程	1,300.00	1,290.00	
在建工程小计	197,260.00	153,619.00	-
气象路	4,000.00	-	-
画溪大道道路改造工程	1,000.00	-	-
第二污水处理厂二期工程	15,000.00	-	-
城区污水泵站及管网建设改造工程	20,000.00	-	-
东门大桥改造工程	5,000.00	-	-
回龙山新区路网	3,000.00	-	-
长兴县第二小学改扩建工程	8,515.00	-	-
龙之梦项目供排水配套工程	12,000.00	-	-
拟建工程小计	68,515.00		-
合计	265,775.00	153,619.00	-

资料来源：公司提供

部分在建项目由公司自筹资金建设，竣工后公司自营。截至2017年末，公司主要在建自营工程项目包括长兴城区停车场综合建设工程、长兴公交换乘专用停车枢纽工程等，总投资173,900.00万元，已投资85,000.00万元，尚需投资88,900.00万元。自营项目的建设增加了公司的资金压力。

表7 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建自营工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	工程时间
长兴城区停车场综合建设工程	143,700.00	60,000.00	2016—2020
长兴公交换乘专用停车枢纽工程	30,200.00	25,000.00	2016—2018
合计	173,900.00	85,000.00	

资料来源：公司提供

公司土地出让业务开发成本和不同协议影响，收入和毛利率波动较大；但公司土地业务存货较多，未来业务收入有一定保障

公司负责长兴县内土地开发工作。公司与长兴县财政局以及长兴县国土资源局共同签订《关于合作开发土地协议》，由公司对土地实施一级开发，土地完成一级开发后移交

政府，政府通过招、拍、挂等方式上市交易，土地交易成功后，公司与长兴县人民政府以及长兴县国土资源局进行结算。

2015年公司与长兴县人民政府以及长兴县国土资源局共同签订了《合作开发土地协议》，由公司对回龙山新区区域内的共计13,035亩的土地实施一级开发。结算时土地交易的地价款提取国有土地收益基金、农业土地开发资金及支付相关税费后，扣除长兴县人民政府和长兴县国土资源局工作经费，剩余部分全额返还公司。土地开发成本是根据该地区目前已经开发完善的区域的平均单位面积成本和当年拍卖的土地面积计算得出的。

2016年公司与长兴县财政局以及长兴县国土资源局共同签订了《关于合作开发土地协议》，由公司对长兴县老剧院地块内的共计195亩的土地实施一级开发。结算时土地开发成本为老剧院地块总整理成本乘以一定比例，该比例为销售土地面积占总面积之比，并将土地开发成本加成5%作为公司的土地开发收入。

2017年受政府规划影响，公司未确认土地开发业务收入。

截至2017年末，公司尚有回龙山地块待出让土地742亩，全部回龙山新区尚未整理土地10,235亩，老剧院地块待出让土地107.09亩，未来公司土地开发业务持续性较好。公司预计未来四年计划整理土地面积超过1,500亩，计划出让面积500亩，但土地出让受政府规划和土地市场环境影响较大，公司土地开发收入或有一定的波动性。

2017年公司合并房开公司，2018年公司将增加安置房销售业务

房开公司主要负责公司房屋销售业务。房开公司承建的房地产项目主要为安置房；房开公司将安置分配后剩余的安置房以商品房形式出售，同时也开发少量商品房，以平衡安置房项目前期部分建设投入；其余部分建设资金政府将根据安置房的实际建设情况拨付资金进行平衡。2017年，房开公司保障性安置住房新建、续建项目包括紫金南苑、米西花园、五峰花园等。2017年，房开公司安置房销售面积为109,819.48平方米，销售金额为54,038.03万元。2017年房开公司并入公司，但当年营业收入未纳入合并范围。2018年，公司将新增安置房销售业务。

表8 2017年房开公司安置房收入情况

项目名称	销售面积（平方米）	收入（万元）
画溪花园	20,122.27	9,133.82
紫金南苑	9,096.38	5,199.34
米西花园	6,248.15	3,867.61
五峰花园	3,227.30	1,106.50
锦绣花苑	4,949.84	3,124.59
张家村	75,271.92	31,606.17
合计	109,819.48	54,038.03

资料来源：公司提供

房开公司在建安置房项目主要是霞城花园和新湖二期，截至2017年末，房开公司在建项目预计总投资6.4亿元，已经投资6.29亿元，尚需投资0.11亿元。房开公司在建安置房可售面积为9.37万万平方米，预计未来收入有所保障。

表9 截至 2017 年末房开公司在建安置房项目情况（单位：亿元、平方米）

项目名称	预计总投资	已投资	可售面积
霞城花园	3.4	3.33	47,920
新湖二期	3.0	2.96	45,780
合计	6.4	6.29	93,700

资料来源：公司提供

近年公司获得了较大力度的外部支持，有力提升了公司的投融资能力及可持续发展能力

公司是长兴县城市基础设施建设主体，在资产注入等方面获得了地方政府的较大力度的支持。2017年，根据政府注入资产及其他公司股权划转，公司增加资本公积148,362.63万元。另外，2017年公司获得财政补贴4.01亿元，补贴规模较大，有效提升了公司的利润水平。

表10 2017 年公司资本公积变动情况（单位：万元）

协议	内容	对资本公积影响
公司与长兴县城市建设发展中心签订的股权转让协议	长兴县城市建设发展中心将原持有的浙江长兴滨河实业有限公司 8%股权无偿转让给公司	增加 18,074.46
公司与长兴县房地产管理处签订的股权转让协议	长兴县房地产管理处将原持有的长兴建恒建设有限公司 45.45%股权无偿转让给公司	增加 2,625.15
公司与长兴县房地产管理处签订的股权转让协议	长兴县房地产管理处将原持有的长兴建信土地开发有限公司 45.45%股权无偿转让给公司	增加 973.72
公司与浙江长兴滨河实业有限公司签订的股权转让协议	浙江长兴滨河实业有限公司将原持有的长兴清泉水务有限公司 100%股权无偿转让给公司	增加 1,924.04
本公司与长兴交通投资集团有限公司签订的股权转让协议	长兴交通投资集团有限公司将长兴建设房屋开发有限公司 51.05%的股权无偿转让给公司	增加 83,252.58
	长兴县住房和城乡建设局将价值 11.34 亿元的长兴建设房屋开发有限公司注入长兴张家村花园保障性住房工程项目	增加 43,926.80
股权转让协议	公司将所持有的长兴清泉水务有限公司 100%股份无偿划出	减少 1,770.12
【2016】54 号文	公司将所持有的长兴县诚信中小企业科技担保有限公司 5.1%股份无偿划出给浙江长兴金融控股集团有限公司	减少 644.00

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

整体看来，公司获得地方政府较大力度支持，有力提升了公司的投融资能力及可持续发展能力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告。2017年，报告应用了《企业会计准则第42号》和《企业会计准则第16号》新会计准则。2017年公司被无偿划入长兴建设房屋开发有限公司（以下简称“房开公司”）和长兴中心广场商业管理有限公司，合并范围增加两家子公司。

资产结构与质量

2017年公司资产规模持续增长，但存货和应收款项占比较高，且受限资产规模较大，资产流动性偏弱

随着政府资产注入及业务规模的扩大，公司资产规模持续增长，2017年末为2,938,947.53万元，同比增加25.64%。从公司资产构成来看，仍然以流动资产为主，2017年末公司流动资产占总资产的比重为97.08%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	193,102.59	6.57%	114,946.75	4.91%
预付款项	409,279.82	13.93%	479,757.97	20.51%
其他应收款	969,463.77	32.99%	665,866.00	28.47%
存货	1,246,014.67	42.40%	917,299.42	39.22%
流动资产合计	2,852,991.05	97.08%	2,201,635.81	94.12%
长期股权投资	-	-	47,637.53	2.04%
投资性房地产	50,055.64	1.70%	53,206.58	2.27%
固定资产	26,229.70	0.89%	26,214.02	1.12%
非流动资产合计	85,856.48	2.92%	137,435.90	5.88%
资产合计	2,938,847.53	100.00%	2,339,071.71	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2017年末，公司货币资金余额193,102.59万元，主要为银行存款，同比增加67.99%，主要系货币资金规模随公司发债募集资金的到账而大幅增加。货币资金余额中占比22.27%的定期存款已用于质押，流动性受到了一定限制。公司预付款项主要为预付的工程款，截至2017年末账面价值为409,279.82万元，2017年较上年下降14.69%主要系长兴建设房屋开发有限公司划拨

入公司合并范围，对其预付账款合并抵消所致。预付账款中预付长兴丽城建设发展有限公司的工程款占预付款项的98.40%，主要系长兴丽城建设开发有限公司承担较多房开公司的建设项目所致。

公司其他应收款主要为与股东及长兴县其他国有单位的往来款，截至2017年末账面价值969,463.77万元，同比增加14.59%，主要系增加对长兴县城市建设发展中心的借款。根据《长兴县人民政府关于妥善处理长兴城市建设有限公司应收款项相关问题的通知》（长政发[2014]17号）批示，公司其他应收款中41.47亿元是公司与政府及相关部门的往来款项及垫付款项，将由政府及相关部门承担还款责任。截至2017年末政府已支付公司11.00亿元。此外，公司其他应收款金额较大，且还款期限存在不确定性，对公司资金形成了较大的占用。

表12 截至2017年12月末其他应收款前五名情况（单位：万元）

单位名称	金额	年限	占期末余额的比例	款项的性质
长兴县城市建设发展中心	783,407.08	1-3 年	80.40%	往来款
长兴利源污水处理厂	92,303.23	1-3 年	9.47%	往来款
长兴县房屋征收服务中心	35,378.19	1 年以内	3.63%	往来款
浙江长兴金融控股集团有限公司	18,923.72	1-2 年	1.94%	往来款
长兴丽城建设发展有限公司	9,880.64	1-3 年	1.01%	往来款
合计	939,892.86		96.45%	

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

公司存货由开发产品、开发成本和土地资产构成，截至2017年末账面价值1,246,014.67万元，同比增加35.83%，主要系公司合并房开公司所致。其中开发产品主要为公司建设的安置房和商品房，截至2017年末账面价值129,255.46万元，占存货总额的10.37%，均为公司合并房开公司所增加的项目，包括张家村花园保障型住房工程等。开发成本主要为公司代建项目及土地开发成本，截至2017年末账面价值356,095.38万元，同比增加41.54%，主要系公司合并房开公司所致，包括回龙山新区、长兴老剧院地块、中央大道等工程。开发成本中包含41,586.76万元公益资产。土地资产主要为公司拥有的土地使用权，截至2017年末账面价值760,663.83万元，面积1,939,461.08平方米，其中92.40%为政府划拨土地，未缴纳土地出让金。其中账面价值的27.34%已用于贷款抵押，流动性受到一定限制。2017年土地资产同比增加14.26%，主要系公司合并房开公司所致。

公司非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成。2017年房开公司纳入公司合并范围，公司长期股权投资余额为零。投资性房地产为公司拥有的商品房，主要用于租赁，截至2017年末账面价值为50,055.64万元，系固定资产转入，已全部抵押。固定资产主要为公司拥有的房屋建筑物，截至2017年末账面价值为26,229.70万元。截至2017年末，公司固

定资产中的房屋建筑物均未办理权属证明。综上所述，2017年公司资产中43,000.00万元货币资金、207,960.06万元土地资产和50,055.64万元投资性房地产已用于抵押。

整体来看，公司资产主要以代建工程和土地使用权等流动资产为主，变现能力较弱，且部分资产已经抵押；其他应收款规模较大，且回收时间有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用，整体流动性偏弱。

盈利能力

2017年公司收入结构变动较大；主营业务盈利能力较差，公司利润总额对外部支持的依赖不断增大

长兴县内的土地开发和工程项目代建业务是公司的主要收入来源。2017年公司土地开发业务未获得收入，致使营业收入同比下降19.89%。2017年公司营业收入为96,865.18万元，全部来自工程代建收入。2017年工程代建收入大幅增加，主要受地区规划及建设进度等因素影响。公司未来尚有较多待代建的竣工工程和待出让的土地，未来收入较有保障，但交易时间存在一定的不确定性。

从盈利能力来看，公司代建业务因不同项目协议约定收益率不同，业务毛利率持续下降；且2017年公司未从事毛利率较高的土地开发业务。2017年，公司综合毛利率为5.88%，毛利率持续下降。公司财务费用维持较高水平，进一步削弱了公司业务盈利空间。2017年，公司政府补助计入其他收益，致使营业利润大幅增加至22,319.34万元。去除其他收益，公司营业利润持续为负

2017年，公司获得政府补助40,149.91万元，占利润总额的113.35%，公司利润总额对外部支持的依赖不断增加。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	97,664.99	121,916.76
其他收益	40,149.91	0.00
营业利润	22,319.34	-20,475.84
营业外收入	113.20	47,779.66
利润总额	18,818.85	23,521.72
综合毛利率	5.88%	6.82%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年，公司经营活动现金流持续净流出；随着公司对项目工程建设的不断推进，投资活动现金流持续净流出且未来资金需求较大，公司面临较大资金压力

2017年公司现金回笼情况尚可，收现比为0.91。近年来，公司承担了大量的道路、公用设施等基础设施的建设任务，在工程项目完工交付前，公司需要自筹资金进行项目建设，导致公司购买商品、接受劳务支付的现金随工程进度而波动。2017年，公司工程投入略有下降，致使购买商品、接受劳务支付的现金略有下降。2017年公司往来款仍呈净流出趋势，但净流出规模下降。2017年经营活动产生的现金流净额持续净流出，但规模有所下降，为-210,408.11万元。

从投资活动来看，公司购建、购买长期资产和对外投资活动较少，投资活动产生的现金流量净额规模较小。2017年公司合并房开公司，获得部分货币资金，致使投资活动产生的现金净流入22,865.28万元。

筹资活动方面，由于经营活动资金缺口较大，公司主要依赖于外部融资解决。近年政府注资以及公司借款规模的迅速扩大使公司近年筹资活动现金流入得到提升。公司筹资活动现金支出主要是偿还债务本金及利息支出。2017年通过筹资活动获取的现金流量净额为260,460.37万元。随着主要在建项目的持续推进，公司尚需投入20.22亿元，将面临较大的资金压力。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.91	0.93
销售商品、提供劳务收到的现金	89,282.41	112,805.71
收到的其他与经营活动有关的现金	149,247.81	143,951.11
经营活动现金流入小计	238,530.21	256,756.81
购买商品、接受劳务支付的现金	177,697.78	225,695.09
支付的其他与经营活动有关的现金	270,571.99	289,678.91
经营活动现金流出小计	448,938.32	516,031.48
经营活动产生的现金流量净额	-210,408.11	-259,274.66
投资活动产生的现金流量净额	22,865.28	2,518.93
筹资活动产生的现金流量净额	260,460.37	213,418.99
现金及现金等价物净增加额	72,355.84	-43,336.75

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增加，负债水平持续攀升，偿债压力加大

得益于地方政府的资产注入及未分配利润的增加，公司所有者权益持续增长，2017

年末为1,236,239.88万元，同比增加15.10%。随着公司业务规模的扩张，以及加大债务融资力度，公司负债总额也逐年上升，2017年末为1,702,607.65万元，同比增长34.60%。负债增长率远高于所有者权益增长率。2017年末，公司产权比率为137.72%，权益对负债的覆盖程度持续下降。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	1,702,607.65	1,264,980.93
所有者权益	1,236,239.88	1,074,090.78
产权比率	137.72%	117.77%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，非流动负债仍是公司负债的主要组成，但占比波动较大，2017 年末非流动负债占比为 69.16%。

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。预收款项主要为预收长兴深长污水处理有限公司的污水处理经营权和预收其他公司支付的代建费，截至 2017 年末，账面价值 60,221.36 万元。公司预收款项随公司代建工程的进度而波动。公司其他应付款主要为与政府机构及下属国有企业的借款和往来款，截至 2017 年末账面价值 60,221.36 万元，同比增加 118.77%，主要新增对长兴县中医药的借款。公司一年内到期的非流动负债主要为借款，截至 2017 年末余额为 336,210.50 万元，同比增加 126.57%，主要系一年内到期的长期借款增加。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	56,334.32	3.31%	17,800.00	1.41%
其他应付款	60,221.36	3.54%	27,526.75	2.18%
一年内到期的非流动负债	336,201.50	19.75%	148,390.40	11.73%
流动负债合计	525,162.57	30.84%	213,737.96	16.90%
长期借款	567,707.50	33.34%	580,114.00	45.86%
应付债券	355,228.91	20.86%	251,410.25	19.87%
长期应付款	248,693.38	14.61%	213,918.42	16.91%
非流动负债合计	1,177,445.08	69.16%	1,051,242.97	83.10%
负债合计	1,702,607.65	100.00%	1,264,980.93	100.00%
有息债务	1,270,587.91	74.63%	980,057.70	77.48%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2017 年末，公司长期借款余额为 567,707.50 万元，其中保证借款 355,220.00 万元、质押借款 51,832.50

万元和信用借款 40,105.00 万元。应付债券为公司发行的五期债券，截至 2017 年末公司应付债券规模达 355,228.91 万元，同比增加 41.29%，主要系 2017 年新发行债券所致。截至 2017 年末，长期应付款均为地方政府债券置换资金，规模为 248,693.38 万元，为无息借款。2017 年公司偿还长期借款中的融资租赁款项。

表17 2017 年末公司应付债券明细（单位：万元）

债券简称	期限	发行起始日期	发行规模	余额
12 长兴债	7 年	2012.11.30	100,000.00	19,575.60
14 长兴债	7 年	2014.12.02	130,000.00	77,546.79
15 长兴城建私募债	5 年	2015.10.22	110,000.00	108,991.68
17 长兴债	5 年	2017.3.21	63,000.00	62,632.50
17 长建募集	5 年	2017.4.6	87,000.00	86,482.35
合计			490,000.00	355,228.91

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年末，公司有息债务规模为 1,270,587.91 万元，同比增长 29.64%，占期末负债总额比重为 74.63%，有息债务规模增长较快。其中 2018 年公司需偿还有息债务 36.39 亿元。公司有息债务规模较大，增长较快，且短期面临较大的到期债务，偿债压力进一步加大。

表18 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
有息债务	36.29	15.02	21.81	53.94

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2017 年随着公司负债持续增长，公司资产负债率持续增加。2017 年，公司一年内到期的非流动负债大幅增加，致使流动比率、速动比率均大幅下降。受利息总额下降影响，EBTIDA 有所下降，EBITDA 对利息的保障倍数持续下降，EBITDA 对利息支出的保障程度降低。

目前，公司资产负债率有所上升，有息债务规模上升较快，流动资产中其他应收款规模较大，且存货中部分土地资产已用于抵押，公司资产流动性偏弱，且公司通过经营活动获得现金的能力较弱，面临的资金压力较大。总体来看公司存在一定的债务偿付压力。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	57.93%	54.08%
流动比率	5.43	10.30
速动比率	3.06	6.01
EBITDA（万元）	71,765.12	78,640.94

EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.56
有息债务/EBITDA	17.70	12.46

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

长兴交投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保与银行无条件流动性贷款支持，仍能有效提升本期债券的信用水平

（一）第三方保证担保

本期债券由长兴交投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年内。

2017年，长兴交投注册资本、实收资本、经营范围均未发生变化，控股股东及实际控制人仍为长兴县交通运输局，主营业务仍是土地开发、房地产开发、城市基础设施建设。

2017年长兴交投经营实力进一步增强，当年营业收入同比增长12.68%至227,648.89万元，收入来源仍较为多元化。2017年长兴交投安置房销售收入同比下降21.37%至83,965.33万元，主要系2017年结转的安置房面积有所减少，占当期营业收入的比例为36.88%。同时，由于出让土地价格大幅增加，2017年长兴交投土地开发收入同比增长107.69%至70,950.00万元，占营业收入比重上升至31.17%。同时，2017年长兴交投项目委托建设收入、保安服务费收入、运输收入与旅游收入增速分别达到9.96%、13.48%、0.35%和43.88%，为长兴交投营业收入带来较好的补充。毛利率方面，2017年长兴交投综合毛利率为17.97%，较上年有所降低。

表20 2016-2017 年长兴交投营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
安置房销售收入	83,965.33	14.46%	106,783.49	9.77%
土地开发收入	70,950.00	54.11%	34,161.00	66.57%
委托建设收入	35,560.95	2.05%	32,339.75	32.29%
保安服务费收入	11,224.16	6.88%	9,890.48	41.05%
运输收入	7,557.48	-33.77%	7,531.48	-28.33%
旅游收入	5,635.63	28.25%	3,916.99	35.27%
炸药销售收入	4,662.25	12.94%	3,494.19	12.30%
租金收入	950.21	3.05%	750.01	-8.62%
其他	7,142.89	-	3,168.24	-

合计	227,648.89	17.97%	202,035.63	23.19%
----	------------	--------	------------	--------

资料来源：长兴交投 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，长兴交投资产总额为536.33亿元，所有者权益为213.98亿元，资产负债率为60.10%；2017年度，公司实现营业收入22.76亿元，利润总额2.42亿元，经营活动现金净流出2.68亿元。

表21 长兴交投主要财务指标

项目	2017 年	2016 年
总资产（万元）	5,363,251.01	4,687,634.59
所有者权益（万元）	2,139,845.80	1,772,949.21
有息债务（万元）	2,691,897.70	2,064,210.78
资产负债率	60.10%	62.18%
流动比率	6.58	3.50
营业收入（万元）	227,648.89	202,035.63
其他收益（万元）	77,559.64	-
营业外收入（万元）	363.14	87,592.54
利润总额（万元）	24,224.58	35,907.36
综合毛利率	17.97%	23.19%
EBITDA（万元）	107,080.28	119,295.04
EBITDA 利息保障倍数	1.05	1.03
经营活动现金流净额（万元）	-26,825.16	-8,017.56

资料来源：长兴交投 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

基于上述情况，经鹏元综合评定，2018年长兴交投主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步提升了本期债券的安全性。

（二）流动性支持协议

公司与工商银行湖州分行签订了《流动性贷款支持协议》，协议约定“在本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，工商银行湖州分行在符合国家法律、法规的前提下，承诺在每次付息和本金兑付日前五个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额按照每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难”。该流动性支持增强了公司的财务弹性，在一定程度上保证了债券本息的按时偿付。

七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保余额为95,500.00万元，占当期末净资产的比重为7.73%。公司担保对象主要为长兴县下属国有企业，区域集中度较高，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表22 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
都市股份有限公司	28,000.00	2015.8.14-2030.8.13	否
长兴县中医院	13,000.00	2017.2.28-2023.2.28	否
长兴永成建设发展有限公司	4,000.00	2016.4.11-2019.4.11	否
长兴广播电视台	4,000.00	2016.9.6-2019.9.5	否
长兴县永兴建设开发有限公司	3,800.00	2015.2.10-2019.12.30	否
长兴龙山建设开发有限公司	10,000.00	2017.2.13-2021.2.13	否
长兴交通投资集团有限公司	30,000.00	2015.6.18-2018.9.9	否
	900.00	2017.9.13-2020.9.12	否
	1,800.00	2017.9.13-2020.9.12	否
合计	95,500.00		

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

2017年，长兴县经济总量不断扩大，公共财政收入继续增强；公司受托代建业务主要在建、拟建项目总投资265,775.00万元；尚有849亩待出让土地和回龙山新区10,235亩待整理土地，业务持续性较好；公司获得的外部支持力度仍较大；长兴交投提供的保证担保和中国工商银行股份有限公司湖州分行提供的流动性支持仍能有效提升本期债券信用水平。

同时值得关注的是，2017年，公司经营活动现金流持续净流出，公司主要在建、拟建项目尚需投资约20.22亿元，面临较大资金压力；公司资产负债中存货和应收款项占比较大，流动性较弱；有息债务规模增长较快，偿债压力进一步增大；公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	193,102.59	114,946.75	167,883.49
应收账款	34,521.29	23,765.67	21,062.79
预付款项	409,279.82	479,757.97	396,654.63
其他应收款	969,463.77	665,866.00	487,931.55
存货	1,246,014.67	917,299.42	918,628.38
其他流动资产	608.91	0.00	0.00
流动资产合计	2,852,991.05	2,201,635.81	1,992,160.85
可供出售金融资产	7,351.50	8,051.50	8,051.50
持有至到期投资	0.00	1,300.00	1,300.00
长期股权投资	0.00	47,637.53	48,442.06
投资性房地产	50,055.64	53,206.58	0.00
固定资产	26,229.70	26,214.02	84,154.57
无形资产	0.78	0.00	0.00
长期待摊费用	966.97	66.00	745.76
递延所得税资产	1,251.90	960.28	1,199.00
非流动资产合计	85,856.48	137,435.90	143,892.89
资产总计	2,938,847.53	2,339,071.71	2,136,053.74
短期借款	11,450.00	0.00	16,000.00
应付账款	44,810.37	14,819.86	15,783.27
预收款项	56,334.32	17,800.00	24,191.44
应交税费	2,190.14	1,262.44	1,141.94
应付利息	13,954.87	3,938.51	4,377.36
其他应付款	60,221.36	27,526.75	53,538.28
一年内到期的非流动负债	336,201.50	148,390.40	151,470.09
流动负债合计	525,162.57	213,737.96	266,502.37
长期借款	567,707.50	580,114.00	380,295.00
应付债券	355,228.91	251,410.25	316,706.45
长期应付款	248,693.38	213,918.42	116,065.00
专项应付款	5,815.29	5,800.29	5,800.29
非流动负债合计	1,177,445.08	1,051,242.97	818,866.74
负债合计	1,702,607.65	1,264,980.93	1,085,369.12
实收资本	130,000.00	130,000.00	130,000.00
资本公积	923,846.97	775,484.34	775,361.19
盈余公积	15,061.40	13,732.91	11,767.06

未分配利润	154,257.39	138,380.21	117,768.05
归属于母公司所有者权益合计	1,223,165.76	1,057,597.45	1,034,896.30
少数股东权益	13,074.12	16,493.33	15,788.33
所有者权益合计	1,236,239.88	1,074,090.78	1,050,684.62
负债和所有者权益总计	2,938,847.53	2,339,071.71	2,136,053.74

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	97,664.99	121,916.76	71,292.26
其中：营业收入	97,664.99	121,916.76	71,292.26
二、营业总成本	115,542.35	142,777.80	68,496.93
其中：营业成本	91,925.40	113,596.03	25,451.25
税金及附加	254.90	199.66	286.24
管理费用	2,058.00	1,995.12	5,630.78
财务费用	21,450.29	27,941.85	34,360.74
资产减值损失	-146.23	-954.86	2,767.92
加：投资收益（损失以“—”号填列）	46.79	385.20	847.36
其他收益	40,149.91	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“—”号填列）	22,319.34	-20,475.84	3,642.68
加：营业外收入	113.20	47,779.66	29,143.95
减：营业外支出	3,613.68	3,782.09	6,403.39
四、利润总额（亏损总额以“—”号填列）	18,818.85	23,521.72	26,383.25
减：所得税费用	42.98	238.71	-691.98
五、净利润（净亏损以“—”号填列）	18,775.87	23,283.01	27,075.23
归属于母公司所有者的净利润	17,205.67	22,578.01	27,218.26
少数股东损益	1,570.20	705.00	-143.04
六、综合收益总额	18,775.87	23,283.01	27,075.23
归属于母公司所有者的综合收益总额	17,205.67	22,578.01	27,218.26
归属于少数股东的综合收益总额	1,570.20	705.00	-143.04

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	89,282.41	112,805.71	78,760.93
收到其他与经营活动有关的现金	149,247.81	143,951.11	69,967.17
经营活动现金流入小计	238,530.21	256,756.81	148,728.09
购买商品、接受劳务支付的现金	177,697.78	225,695.09	241,759.32
支付给职工以及为职工支付的现金	637.80	543.13	559.94
支付的各项税费	30.75	114.35	493.75
支付其他与经营活动有关的现金	270,571.99	289,678.91	123,782.41
经营活动现金流出小计	448,938.32	516,031.48	366,595.42
经营活动产生的现金流量净额	-210,408.11	-259,274.66	-217,867.33
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	1,375.82	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	539.57	1,189.73	1,026.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	1,796.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	20,949.88	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	22,865.28	2,985.73	1,026.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	561.69	466.80	612.35
投资支付的现金	0.00	0.00	1,300.00
投资活动现金流出小计	22,303.59	466.80	1,912.35
投资活动产生的现金流量净额	22,865.28	2,518.93	-886.33
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	628,845.00	319,864.00	306,300.00
收到其他与筹资活动有关的现金	45,518.00	151,230.38	127,845.00
筹资活动现金流入小计	674,363.00	471,094.38	434,145.00
偿还债务支付的现金	357,183.44	206,901.65	164,139.25
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	39,319.19	50,693.75	51,255.38
支付其他与筹资活动有关的现金	17,400.00	80.00	55,956.16
筹资活动现金流出小计	413,902.63	257,675.39	271,350.79
筹资活动产生的现金流量净额	260,460.37	213,418.99	162,794.21
四、现金及现金等价物净增加额	72,355.84	-43,336.75	-55,959.45
加：期初现金及现金等价物余额	77,746.75	121,083.49	177,042.95
五、期末现金及现金等价物余额	150,102.59	77,746.75	121,083.49

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	18,775.87	23,283.01	27,075.23
加：资产减值准备	-146.23	-954.86	2,767.92
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,769.51	4,184.56	4,069.55
长期待摊费用摊销	102.47	679.76	1,728.54
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	0.00	-699.66	0.00
财务费用（收益以“－”号填列）	49,942.95	51,038.71	53,933.57
投资损失（收益以“－”号填列）	-46.79	-385.20	-847.36
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	36.56	238.71	-691.98
存货的减少（增加以“－”号填列）	-89,915.68	-40,547.90	-112,396.56
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-162,020.23	-262,785.80	-132,520.62
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-30,906.55	-33,326.01	-60,985.61
经营活动产生的现金流量净额	-210,408.11	-259,274.66	-217,867.33

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	1,270,587.91	980,057.70	866,391.54
资产负债率	57.93%	54.08%	50.81%
流动比率	5.43	10.30	7.48
速动比率	3.06	6.01	4.03
综合毛利率	5.88%	6.82%	64.30%
EBITDA（万元）	71,765.12	78,640.94	85,265.76
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.56	1.61

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
浙江长兴滨河实业有限公司	100,000	100.00%	新农村建设（城乡一体化农村房屋拆迁、新农村基础设施建设）；房地产开发经营，城市基础设施建设，自有房屋租赁，物业管理；旅游资源开发，生态农业开发；城市建筑物、绿地和街景照明设计；建筑材料销售；实业投资
长兴清水水务有限公司	17,000	100.00%	城市生活污水、工业污水净化处理；市政公用设施的投资、建设。
长兴建信土地开发有限公司	2,200	100.00%	土地整理和土地开发，房屋拆迁
长兴建恒建设有限公司	2,200	100.00%	市政工程施工、房屋建筑工程施工、建筑室内外装饰工程施工
长兴建设房屋开发有限公司	57,000	93.16%	房地产开发（凭有效资质证书经营）、自有房屋租赁。
长兴中心广场商业街管理有限公司	200	100.00%	物业管理（凭有效资质证书经营），企业管理咨询，自有房屋租赁，房地产居间、代理（法律、行政法规规定经纪人员执业资格的，经纪执业人员应当取得资格后经营），庆典活动策划、展览服务，广告设计、制作，户外广告发布。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。