

2012 年长兴城市建设投资集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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
人员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员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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：中鹏信评
【2019】跟踪第【27】
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：2.00 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：

韩飞 张旻烁

电话：

021-51035670

邮箱：

hanf@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2012 年长兴城市建设投资集团有限公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2019 年 05 月 14 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次评级结果主要基于：2018 年公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，2018 年股东在资产注入、政府债务置换等方面对公司支持力度加大，长兴交通投资集团有限公司（以下简称“长兴交投”）提供的保证担保仍能有效保障本期债券安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，存在一定的资金压力、偿债压力，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。2018 年长兴县实现 GDP 609.78 亿元，同比增长 8.5%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性较好。公司为长兴县重要的基础设施投资、建设主体之一，主营业务涵盖基础设施工程建设、土地一级开发、房地产销售及贸易业务等；截至 2018 年末，公司工程代建业务在建项目总投资为 17.99 亿元，已投资 5.23 亿元；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；安置房剩余可售面积合计 239,716.70 平方米，业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度加大，资产负债率有所下降。**2018 年股东在资产注入等方面给予了公司较大支持，其中，长兴恒途实业有限公司（以下简称“恒途实业”）100%股权、长兴虹溪污水处理有限公司 40%股权和长兴永能建设发展有限公司 40%股权被无偿划转给公司，合计增加公司资本公积 31.76 亿元；长兴县级机关事业单位将 58 处经营性房产无偿划转给公司，增加资本公积 1.18 亿元；公司长期应付款中 8.91 亿元地方政府债券置换资金转入资本公积科目；此外，2018 年公司获得财政补贴 4.01 亿元。在外部支持力度加大的情况下，公司资产负债率同比下降 9.06 个百分点，截至 2018 年末公司资产负债率为 48.95%。
- **长兴交投提供的保证担保仍能有效保障本期债券安全性。**2018 年 8 月经中证鹏元综合评定，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仍能有效保障本期债券安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司存货和其他应收款分别为 172.37 亿元和 86.70 亿元，分别占总资产规模的 52.65%和 26.48%，存货主要由代建工程、安置房和土地资产构成，变现能力较弱，且土地资产账面价值的 12.46%已抵押；其他应收款规模较大，主要为与股东及长兴县其他国有单位的往来款，回收时间有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2018 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 12.76 亿元，作为长兴县基础设施建设主体，公司还需投入大量建设资金，面临一定的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，存在一定的偿债压力。**2018 年末公司有息债务为 122.72 亿元，占负债总额的 76.85%，存在一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额 52.98 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 31.70%，担保对象均为长兴县当地国企，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,273,776.76	2,944,058.25	2,339,071.71
所有者权益	1,671,360.18	1,236,164.99	1,074,090.78
有息债务	1,227,173.21	1,270,587.91	980,057.70
资产负债率	48.95%	58.01%	54.08%
流动比率	7.43	5.39	10.30
营业收入	106,707.23	97,712.25	121,916.76
其他收益	40,077.31	40,149.91	0.00
营业外收入	48.12	140.17	47,779.66
利润总额	20,230.95	18,725.70	23,521.72
综合毛利率	11.19%	5.82%	6.82%
EBITDA	70,088.85	71,678.26	78,640.94
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.46	1.56
经营活动现金流净额	78,740.02	-208,092.71	-259,274.66

注：2017 年数据采用 2018 年期初数；

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	5,363,251.01	4,687,634.59	4,243,089.50
所有者权益	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	227,648.89	202,035.63	180,396.55
利润总额	24,224.58	35,907.36	38,211.47
经营活动现金流净额	-26,825.16	-8,017.56	-298,770.87

注：2015 年数据来源于 2016 年审计报告期初数

资料来源：长兴交投 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

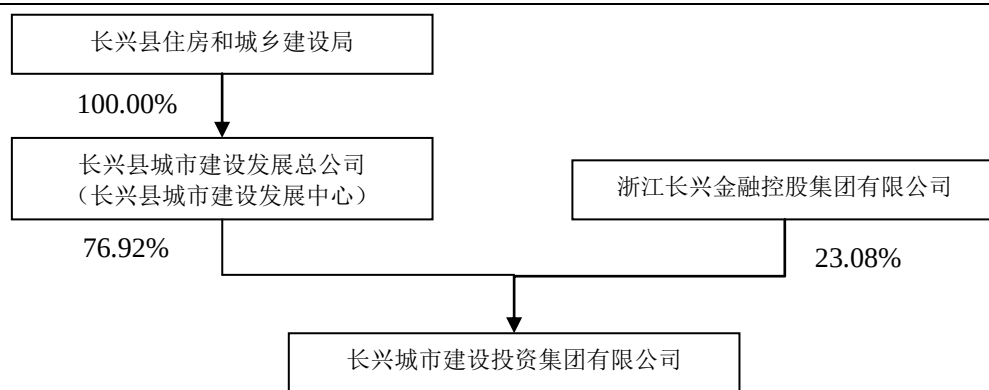
公司于2012年11月30日公开发行10亿元7年期公司债券。本期债券募投资金原计划用于长兴张家村花园保障性住房工程和长兴县回龙山新区道路建设工程。截至2018年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2018年，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2018年末，公司注册资本和实收资本仍为13.00亿元，控股股东仍是长兴县城市建设发展总公司（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。2018年公司新增房地产销售和贸易业务，主营业务涵盖基础设施工程建设、土地一级开发、房地产销售及贸易业务等。

2018年，公司原法定代表人、董事长兼总经理邓珍珍因工作调整不再担任法定代表人、董事长及总经理职务。原董事应汉东、时大威、舒宏源、郭傅强因工作调整不再担任原职务。武旭波担任公司法定代表人、董事长，钱国平担任总经理、董事，周侃明担任副总经理、董事，邓珍珍担任副总经理、董事。公司已于2018年6月6日根据上述变更完成工商登记手续，并已获得长兴县市场监督管理局通过并申领了新的营业执照。

图1 截至2019年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年公司无偿划入、新设增加八家子公司，详见表1。

表1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
长兴恒途实业有限公司	100%	21,000	城市基础设施建设;农村基础设施建设,房屋拆迁;建筑材料、耐火材料、塑料制品销售;物业管理,土地开发整理	无偿划入
长兴联信房屋拆迁有限公司	100%	1,016	房屋拆迁,农村基础设施建设	无偿划入
长兴金盛建设开发有限公司	100%	15,000	城市基础设施建设,农村基础设施建设	无偿划入
长兴金鼎建设开发有限公司	100%	30,000	城市基础设施建设,城市公用设施建设	无偿划入
长兴东鱼坊历史文化街区管理有限公司	100%	500	自有房屋租赁,房地产居间、代理	无偿划入
浙江莱硕科技有限公司	100%	5,000	互联网科技、网络信息科技、电子技术、新能源领域内的技术开发、技术转让、技术咨询	新设
长兴建鑫商业经营管理有限公司	100%	10,000	商业经营管理,计算机系统集成服务,企业管理咨询,企业形象策划,市场营销策划,实业投资,城镇基础设施建设,旅游开发	新设
浙江莱润文化发展有限公司	100%	2,000	文化交流活动策划,工艺品制作、销售,展览展示服务,广告设计制作,互联网技术开发、技术服务,普通货物运输,矿石资源开采、销售、加工	新设

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设和投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均

出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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。

表2 2018年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
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）	发展改革委、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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《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）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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

	[2018]101号)	平台公司合理融资需求；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；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
--	-------------	--

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年长兴县经济保持增长，经济实力持续增强

2018年长兴县实现地区生产总值609.78亿元，按可比价格计算，同比增长8.5%，增速较为稳定。其中第一产业增加值33.39亿元，同比增长3.1%；第二产业增加值300.41亿元，同比增长8.6%；第三产业增加值275.97亿元，同比增长9.1%。三次产业结构比例由2017年的6.1:49.7:44.2调整为5.47:49.27:45.26，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。2018年长兴县人均地区生产总值95,961元，同比增长8.1%，是全国人均同期水平的148.45%。

从工业运行来看，2018年长兴县规模以上工业增加值同比增长8.9%，729家规模以上工业企业产值同比增长13.2%。全年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占全县规模以上工业产值的64.8%，同比增长14.6%，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，但增速有所下降。2018年长兴县固定资产投资增速为5.5%，同比下降7.9个百分点。消费和进出口是长兴县经济增长的另两大驱动因素，2018年社会消费品零售总额284.2亿元，同比增长10.1%；2018年进出口贸易规模为191.28亿元，同比增长23.7%；其中出口总额157.22亿元，同比增长15.1%，进口总额34.06亿元，同比下降88.8%。主要出口行业中，纺织服装出口93.16亿元，同比增长20.6%；机械电子出口29.06亿元，同比下降3.1%；化工出口13.91亿元，同比增长11.1%。

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，2018年底金融机构本外币存款、贷款余额分别为831.49亿元、698.36亿元，分别同比增长13.4%、15.2%。

总体来看，2018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3 2017-2018 年长兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	609.78	8.5%	553.21	8.1%
第一产业增加值	33.39	3.1%	33.50	2.5%
第二产业增加值	300.41	8.6%	275.10	7.3%
第三产业增加值	275.97	9.1%	244.60	10.0%
规模以上工业增加值	-	8.9%	236.17	8.6%
固定资产投资	-	5.5%	-	13.4%
社会消费品零售总额	284.20	10.1%	258.40	11.5%
进出口总额	191.28	23.7%	154.10	9.8%
存款余额	831.49	13.4%	733.20	13.3%
贷款余额	698.36	15.2%	606.00	14.4%
人均 GDP（元）	95,961		87,335	
人均 GDP/全国人均 GDP	148.45%		146.39%	

资料来源：2017-2018 年长兴县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年长兴县实现公共财政收入59.37亿元，同比增长19.9%，其中税收收入50.11亿元，占公共财政收入比重为84.4%；同期长兴县公共财政支出为71.58亿元，同比增长13.5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为82.94%。

四、经营与竞争

公司是长兴县城市基础设施投资、建设重要主体之一，主营业务涵盖基础设施工程建设、土地一级开发、房地产销售及贸易业务等。2018年公司收入主要来源于贸易收入、工程代建收入和房地产销售收入，其中贸易收入、房地产销售收入是2018年新增业务，贸易收入规模较大，但毛利率较低。毛利率方面，受房地产销售收入毛利率较高的影响，2018年公司主营业务毛利率为10.05%，同比上升1.44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	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建收入	34,359.23	8.85%	96,865.18	8.61%
房地产销售收入	17,088.19	39.24%	-	-
贸易收入	47,299.82	0.35%	-	-
水费	286.63	-28.03%	-	-
管道安装费	176.25	81.51%	-	-
合计	99,210.12	10.05%	96,865.18	8.61%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建收入有所下降，目前在建项目较多，未来工程代建收入较有保障；但后续投资金额较大，公司存在一定的资金压力

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。公司与长兴县住房和城乡建设局（以下简称“住建局”）、长兴县人民政府签订项目代建协议，住建局、长兴县人民政府将项目委托公司投资建设。项目建设期间公司承担项目的建设投资主体职责，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，由委托方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。

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，2018年公司工程代建收入为34,359.23万元，同比下降64.53%，主要来自于长兴县环城西路公铁立交工程¹，根据公司与长兴县住房和城乡建设局签订的代建协议，项目代建投资额为3.13亿元，项目于2010年开工，2012年完工。代建收入项目加成比例和上年保持一致，均为10%，2018年公司工程代建业务毛利率为8.85%，较上年略有上升。

表5 2018 年公司工程代建收入明细（单位：万元）

时间	项目名称	结算成本	确认金额	加成比例
2018 年	长兴县环城西路公铁立交工程	31,318.59	34,450.45	10.00%

注：确认金额为含税金额；

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建工程项目包括长兴县中心城区停车场建设项目、长兴县中医院迁建二期工程、居民小区污水零直排创建项目、龙之梦项目供排水配套工程等。除了零星工程之外的在建项目预计总投资为179,923.00万元，已投资52,331.95万元，尚需投资127,591.05万元。公司在建项目较多，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。

截至2018年末，公司存货里主要已完工项目有长兴历史文化街区、房地产去库存项目、25-回龙山新区、38-长兴老剧院地块、张家村北区和浙江省长兴县经一路跨铁立交工程等，期末合计余额529,600.72万元。其中长兴历史文化街区和广场商业街二期系公司自营项目，2018年公司形成租金收入2,856.85万元，主要来源于长兴历史文化街区和广场商业街²，出租率达到85%左右，因尚未进行竣工决算，长兴历史文化街和广场商业街二期仍在存货-开发成本科目核算。房地产去库存项目、长兴高速铁路火车站站前广场、47-长兴县中医

¹系长兴县城市建设发展中心委托建设的基础设施建设工程移交项目，由其他应收款转为存货科目。

²广场商业街包含广场商业街一期、二期，其中广场商业街一期在投资性房地产科目核算。

院和23-中央大道、发展大道项目，系长兴县人民政府委托公司代建项目，工程竣工结算后，由委托方安排支付公司项目款，结算金额为项目成本加成一定比例。25-回龙山新区、38-长兴老剧院地块系土地开发成本，尚未结转土地开发收入。张家村北区、张家村南区系住建局注入长兴建设房屋开发有限公司（以下简称“长兴房开”）的安置房。浙江省长兴县经一路跨铁立交工程和长兴县西环路二期工程等基础设施工程系长兴县城市发展中心移交的工程项目，合计153,728.00万元，冲减长兴其他应收款。

表6 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	总投资	已投资
长兴县中心城区停车场建设项目	自营	114,448.00	29,543.00
居民小区污水零直排创建项目	代建	19,500.00	217.53
长兴县中医院迁建二期工程	代建	17,460.00	13,705.39
龙之梦项目供排水配套工程	自营	12,000.00	4,158.05
长兴县第二小学改扩建工程	代建	8,515.00	2,305.36
东门大桥改造工程	代建	5,000.00	2,392.60
回龙山新区路网	代建	3,000.00	10.02
合计	-	179,923.00	52,331.95

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至 2018 年末公司存货中主要已完工未结算项目（单位：万元）

项目名称	项目性质	期末余额
长兴历史文化街区	自营	87,777.54
房地产去库存项目	代建	73,921.12
25-回龙山新区	土地开发	73,568.96
38-长兴老剧院地块	土地开发	58,608.23
张家村北区	安置房	49,989.79
浙江省长兴县经一路跨铁立交工程	基础设施工程	38,855.07
张家村南区	安置房	30,550.16
长兴县西环路二期工程	基础设施工程	26,487.78
长兴高速铁路火车站站前广场	代建	23,400.00
广场商业街二期	自营	12,224.33
长兴县城市水面工程	基础设施工程	11,802.09
47-长兴县中医院	代建	11,550.58
23-中央大道、发展大道	代建	10,942.04
长兴县环城西路南延伸线工程	基础设施工程	9,980.12
长兴县小浦（合溪水库）至雉城原水管道工程	基础设施工程	9,942.91
合计	-	529,600.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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已完工，尚未进行竣工结算。

公司房地产销售业务毛利率较高，剩余可售面积较多，未来房地产销售业务收入较有保障

公司房地产销售业务主要由长兴房开负责。公司2017年12月获得长兴交投无偿转让的长兴房开51.05%的股权，长兴房开纳入公司合并报表范围，成为发行人全资控股子公司。长兴房开安置房自行建设、资金自筹，项目建设完成后根据安置计划及保障房使用计划予以安置或作为保障房进行销售，其中约60%面积作为保障性住房销售给当地居民，其余面积作为普通商品房销售给居民。长兴房开已完工的安置房项目有五峰花园、紫金南苑、画溪花园、米西花园、锦绣花苑、张家村花园、金莲花园；目前在售的项目有五峰花园、画溪花园、米西花园二期、张家村花园。

2018年度公司安置房安置、销售面积合计30,146.93平方米，确认收入17,088.19万元，其中，安置小区有五峰花园和金莲花园，对外销售小区有画溪花园、米西花园二期和紫金南苑一期。在售安置房项目销售总面积627,835.00平方米，剩余可售面积合计239,716.70平方米，未来房地产销售业务收入较有保障。

表8 2018年已完工安置房销售情况（单位：万元、平方米）

项目名称	类别	销售面积	确认收入	确认成本	剩余可售面积	项目总面积
五峰花园	安置	3,728.12	2,306.55	1,503.39	12,548.05	97,167.00
金莲花园	安置	2,343.83	763.51	741.53	0.00	43,386.00
画溪花园	销售	11,735.10	6,064.28	3,866.16	10,377.97	162,915.00
米西花园二期	销售	10,302.61	6,678.99	3,544.52	4,329.68	61,474.00
紫金南苑一期	销售	2,037.27	1,274.86	727.70	0.00	50,432.00
张家村花园	安置/销售	0.00	0.00	0.00	212,461.00	212,461.00
合计	-	30,146.93	17,088.19	10,383.30	239,716.70	627,835.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品贸易业务盈利能力较差，客户和供应商集中度较高

公司商品贸易收入来源于子公司浙江滨河实业有限公司（以下简称“滨河实业”），滨河实业主要承担长兴东鱼坊历史文化街和长兴县城区智能停车场的物业经营，出于战略规划考虑，推动公司向实体化经营方向发展，2018年滨河实业新增贸易板块业务，一般采取以销订购的经营模式，经营货种主要为煤炭、PE管材、电池、紫砂泥、钢材、火法铅等。

蓄电池贸易方面，由于相关贸易处于发展初期，已销售的品种主要集中在铅酸蓄电池

类，供应商和客户集中度较高，上游主要集中为浙江赫牛能源有限公司，下游客户以浙江森悦文化传播有限公司为主。煤炭贸易方面，目前主要销售榆林煤品种，公司与长兴锦通物资有限公司、长兴翱翔煤业有限公司签订了采购协议，销往安徽、浙江等地客户。采购货款按结算清单所列货款扣除相关成本后确认，并在收到发票后三个工作日内支付；公司于每月末于下游客户确认下一月煤炭的销售价格，客户在货到开具发票后5至45日内向公司全额支付相应货款。PE管材贸易方面，公司主要与浙江枫叶管业科技有限公司、安徽永高塑业发展有限公司签订了战略合作等形式的采购协议，再销往浙江本地建筑、工程建设公司。采购货款待产品检验合格交货后按合同规定支付结算金额的95%，其余货款待验收合格后两年内结清；销售货款待下游客户验货合格后当月支付不少于结算金额70%-95%的货款，剩余货款按年利率10%计取利息，并于当年末付清。根据协议约定，采购与销售的货款均应在相关合同签订后3个月内支付。

公司2018年实现商品贸易收入47,299.82万元，其中，实现蓄电池贸易收入24,435.82万元、煤炭贸易收入14,957.35万元、PE管贸易收入3,032.73万元、火法铅贸易收入2,949.07万元、钢材贸易收入1,772.76万元和紫砂泥贸易收入152.09万元。2018年，公司商品贸易业务前五大客户分别为浙江森悦文化传播有限公司、湖州南方水泥销售有限公司、芜湖海螺贸易有限公司、长兴鑫长贸易有限公司、杭州华水市政工程有限公司，前五大客户销售收入占商品贸易业务收入总额的93.70%；2018年，公司商品贸易业务前五大供应商采购金额占商品贸易总采购成本的93.42%，公司商品贸易业务处于发展初期，盈利能力较差，客户和供应商集中度均较高。

表9 2018年商品贸易前五大客户明细（单位：万元）

客户名称	客户性质	确认收入	占商品贸易业务收入比例	商品种类
浙江森悦文化传播有限公司	民企	24,435.82	51.66%	蓄电池
湖州南方水泥销售有限公司	国企	7,557.47	15.98%	煤炭
芜湖海螺贸易有限公司	国企	7,399.88	15.64%	煤炭
长兴鑫长贸易有限公司	国企	2,949.07	6.23%	火化铅
杭州华水市政工程有限公司	民企	1,978.01	4.18%	管材
合计	-	44,320.25	93.70%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 2018年商品贸易前五大供应商明细（单位：万元）

供应商名称	供应商性质	采购金额	占商品贸易采购成本比例	商品种类
浙江赫牛能源有限公司	民企	24,433.47	51.84%	蓄电池
长兴锦通物资有限公司	民企	13,034.08	27.65%	煤炭

安新县辰泰有色金属熔炼有限公司	民企	2,928.33	6.21%	火化铅
杭州热联集团股份有限公司	民企	1,837.41	3.90%	钢材
长兴翱翔煤业有限公司	民企	1,801.05	3.82%	煤炭
合计	-	44,034.33	93.42%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地业务存货较多，未来业务收入有一定保障，但受政府规划影响，公司土地开发业务收入波动较大，未来仍存在较大的不确定性

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给政府，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年及2018年受政府规划影响，公司未确认土地开发业务收入。

截至2018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。公司预计三年计划整理土地面积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的影响较大，公司土地开发收入或有一定的波动性。

另外，2018年末公司子公司恒途实业存货余额289,219.96万元，主要系农村土地综合整治项目和土地指标项目，未来可形成土地指标转让收入。

2018年度公司获得了外部支持加大，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。2018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416,553.94万元。另外，2018年公司获得财政补贴40,077.31万元，补贴规模较大，有效提升了公司的利润水平。

整体看来，2018年公司获得地方政府支持力度加大，有力提升了公司的投融资能力及可持续发展能力。

表11 2018 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

协议	内容	对资本公积影响
长兴县国有资产监督管理委员会办公室长国资办[2018]30 号文件	2018 年 10 月 20 日长兴县土地开发整理中心将原持有的长兴恒途实业有限公司 100%股权无偿转让给公司	287,810.26
长兴县国有资产监督管理委员会办公室文件“关于乡镇国有公司股权划转事项的补充意见”；长兴县国有资产监督管理委员会办公室文件长国资办[2018]35 号	2018 年 06 月 28 日长兴县虹星桥镇事业综合服务中心将原持有的长兴虹溪污水处理有限公司 100%股权无偿转让给公司；将长兴建鑫商业经营管理有限公司持有的长兴虹溪污水处理有限公司 60%的股权无偿划转给长兴丽城建设发展有限公司	24,962.96
长兴县国有资产监督管理委员会办公室[2018]1 号文件“关于乡镇国有公司股权划转事项的补充意见”；长兴县国有资产监督管理委员会办公室文件长国资办[2018]35 号	2018 年 06 月 28 日长兴县国有资产经营总公司将原持有的长兴永能建设发展有限公司 100%股权无偿转让给公司；将长兴建鑫商业经营管理有限公司持有的长兴永能建设发展有限公司 60%的股权无偿划转给长兴丽城建设发展有限公司	4,794.58
《中共长兴县委办公室长兴县人民政府办公室印发<关于加快四大集团改革发展的若干意见>的通知》（长委办发[2018]45 号）	公司下属企业因前期地方政府债券置换后的 89,139.00 万元债务从负债类科目调整至权益类科目	89,139.00
《长兴县人民政府办公室印发<关于县级机关事业单位第一批划转房地产有关问题协调会议纪要>》（长兴县人民政府办公室专题会议纪要[2018]27 号）	划转县级机关事业单位有关经营性房产，将 58 处房产无偿划转给公司，以评估价值入账	11,824.77

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。2017年数据采用的是2018年度审计报告期初数。2018年度公司合并范围新增八家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模继续上升，资产仍以流动资产为主，其中存货、其他应收款占比较大，资产流动性仍偏弱

受益于公司资本实力的不断增加，公司资产规模持续增长，2018年末资产总计3,273,776.76万元，同比增长11.20%。从公司资产结构来看，仍以流动资产为主，2018年末流动资产占资产总额的95.10%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	93,294.90	2.85%	198,233.52	6.73%
预付款项	419,591.71	12.82%	409,279.82	13.90%
其他应收款	867,000.18	26.48%	969,463.77	32.93%
存货	1,723,710.29	52.65%	1,246,014.67	42.32%
流动资产合计	3,113,335.92	95.10%	2,858,121.98	97.08%
可供出售金融资产	41,845.13	1.28%	7,351.50	0.25%
投资性房地产	59,372.82	1.81%	50,055.64	1.70%
非流动资产合计	159,262.85	4.90%	85,936.27	2.92%
资产总计	3,273,776.76	100.00%	2,944,058.25	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年末，公司货币资金余额93,294.90万元，主要为银行存款，其中受限比例55.40%，主要系保证金、贷款质押所致，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2018年末账面价值为419,591.71万元，同比上升2.52%，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95.98%，主要系公司委托长兴丽城建设开发有限公司进行长兴中心城区及中心镇棚户区及危旧房改造项目所致，未来公司将对项目进行回收。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2018年末账面价值867,000.18万元，同比下降10.57%。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13 截至 2018 年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	531,086.93	1-3 年	60.89%	往来款
长兴利源污水处理厂	94,567.25	1-3 年	10.84%	往来款
长兴县房屋征收服务中心	40,625.23	1 年以内	4.66%	往来款
浙江长兴永盛水利建设开发有限公司	39,489.90	1 年以内	4.53%	往来款
长兴丽城建设发展有限公司	12,356.44	1 年以内	1.42%	往来款
合计	718,125.75	-	82.34%	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要由开发产品、开发成本和土地资产构成，截至2018年末账面价值1,723,710.29万元，同比增加38.34%，主要系公司合并恒途实业，以及长兴县城市建设发展中心委托建设的基础设施建设工程移交、由其他应收款科目转入存货科目核算所致。其中开发产品主要为房开公司建设的安置房、商品房和恒途实业农村土地综合整治项目、土

地指标项目，截至2018年末账面价值413,336.10万元，占存货总额的23.98%。开发成本主要为公司代建项目及土地开发成本，截至2018年末账面价值549,568.42万元，同比增加54.33%，主要系长兴县城市建设发展中心委托建设的基础设施建设工程由其他应收款科目转入存货科目核算所致，主要包括浙江省长兴县经一路跨铁立交工程、长兴县环城西路公铁立交桥工程、长兴县西环路二期等工程。土地资产主要为公司拥有的土地使用权，2018年公司未新增土地资产，截至2018年末账面价值760,663.83万元，面积1,835,787.17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94,791.47万元存货已用于贷款抵押，流动性受到一定限制。

表14 截至 2018 年末存货明细（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	141.94	0.01%	0.00	0.00%
开发产品	413,336.10	23.98%	129,255.46	10.37%
开发成本	549,568.42	31.88%	356,095.38	28.58%
土地资产	760,663.83	44.13%	760,663.83	61.05%
合计	1,723,710.29	100.00%	1,246,014.67	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产和投资性房地产构成。可供出售金融资产系公司对浙江浙能长兴发电有限公司、长兴县永兴建设开发有限公司投资款，采用成本法计量，2018年同比增加469.21%，主要系2018年公司以34,493.63万元交易对价受让长兴县永兴建设开发有限公司11.47%股权。投资性房地产为公司拥有的商品房，主要用于租赁，截至2018年末账面价值为59,372.82万元，本期增加12,517.66万元，主要系无偿划入58处县级机关事业单位有关经营性房产，评估价值11,824.77万元。

整体来看，公司资产主要以存货和其他应收款为主，存货主要由代建工程、安置房和土地资产构成，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

2018年公司新增贸易业务和房地产销售收入，但主营业务盈利能力仍较差，公司利润总额对外部支持依赖仍较大

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，2018年公司新增贸易收入和房地产销售收入。2018年公司营业收入为106,707.23万元，主要来自于贸易收入、工程代建收入和房地产销售收入。贸易收入规模较大，主要来自于煤炭、PE管材、电池、

紫砂泥、钢材、火法铅等产品；工程代建收入有所下降，主要受地区规划及建设进度等因素影响。公司未来尚有较多的在建项目和待出让的土地，未来收入较有保障，但收入确认时间存在一定的不确定性。

从盈利能力来看，公司代建业务项目协议约定收益率为10%，业务毛利率较为稳定；2018年房地产销售业务毛利率为39.24%，毛利率较高；2018年贸易收入毛利率为0.35%，盈利能力较弱。受新增房地产销售收入毛利率较高的影响，2018年公司综合毛利率为11.19%，毛利率有所提高。公司财务费用仍维持较高水平，进一步削弱了公司业务盈利空间。2017-2018年，公司其他收益分别为40,149.91万元和40,077.31万元，占当期利润总额的比例分别为214.41%和198.10%，公司主营业务盈利能力仍较差，利润总额对外部支持的依赖仍较大。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	106,707.23	97,712.25
其他收益	40,077.31	40,149.91
营业利润	20,841.70	22,199.21
营业外收入	48.12	140.17
利润总额	20,230.95	18,725.70
综合毛利率	11.19%	5.82%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所好转；随着公司对项目工程建设的不断推进，未来资金需求较大，公司面临一定的资金压力

2018年公司现金回笼情况较好，收现比为1.53。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。2018年受公司经营回款情况良好和往来款净流入的影响，2018年经营活动产生的现金流有所好转，经营活动现金净流入78,740.02万元。

从投资活动来看，2018年度投资支付的现金59,493.63万元，主要由购买理财产品、结构性存款和对长兴县永兴建设开发有限公司投资支出构成。受投资支付的现金大幅增加影响，2018年度投资活动现金净流出42,132.91万元。

筹资活动方面，公司主要依赖于通过银行借款、信托和发行债券等方式进行外部融资。2018年公司取得借款收到的现金规模大幅下降，筹资活动现金流入规模大幅下降；公司筹

资活动现金支出主要是偿还债务本金及利息支出，2018年筹资活动现金净流出150,233.61万元。

截至2018年底公司主要在建项目尚需投入127,591.05万元，将面临一定的资金压力。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.53	0.91
销售商品、提供劳务收到的现金	163,015.83	89,399.45
收到的其他与经营活动有关的现金	123,943.02	151,585.12
经营活动现金流入小计	286,958.85	240,984.56
购买商品、接受劳务支付的现金	143,639.56	177,771.90
支付的其他与经营活动有关的现金	59,513.65	270,636.82
经营活动现金流出小计	208,218.83	449,077.27
经营活动产生的现金流量净额	78,740.02	-208,092.71
投资活动产生的现金流量净额	-42,132.91	22,217.51
筹资活动产生的现金流量净额	-150,233.61	260,460.37
现金及现金等价物净增加额	-113,626.50	74,585.17

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平有所下降，但有息债务规模仍较大，仍存在一定的偿债压力

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，2018年末为1,671,360.18万元，较2017年末增加435,195.19万元，主要系无偿划入恒途实业、长兴虹溪污水处理有限公司、长兴永能建设发展有限公司和地方政府置换资金转增资本公积所致。2018年公司负债总额为1,602,416.58万元，同比有所下降。2018年末，公司产权比率为95.88%，权益对负债的保障程度有所上升。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,602,416.58	1,707,893.25
所有者权益	1,671,360.18	1,236,164.99
产权比率	95.88%	138.16%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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，2018 年末非流动负债占比为 73.85%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。短期借款主要为保证借款，截至2018年末保证借款账面价值为28,000.00

万元，保证单位为长兴南太湖投资开发有限公司。应付账款主要为暂估工程款，2018年末账面余额为44,159.80万元。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、预收其他公司的代建费和工程款，截至2018年末，期末余额为73,346.96万元。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、往来款和保证金，截至2018年末账面价值89,399.35万元，同比增加12.64%。公司一年内到期的非流动负债主要为长期借款和应付债券，截至2018年末余额为181,174.52万元，同比下降46.11%。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,000.00	1.75%	11,450.00	0.67%
应付账款	44,159.80	2.76%	44,830.60	2.62%
预收款项	73,346.96	4.58%	56,404.11	3.30%
其他应付款	89,399.35	5.58%	79,369.90	4.65%
一年内到期的非流动负债	181,174.52	11.31%	336,201.50	19.69%
流动负债合计	419,048.22	26.15%	530,448.17	31.06%
长期借款	652,364.00	40.71%	567,707.50	33.24%
应付债券	365,634.69	22.82%	355,228.91	20.80%
长期应付款	165,369.67	10.32%	254,508.67	14.90%
非流动负债合计	1,183,368.36	73.85%	1,177,445.08	68.94%
负债合计	1,602,416.58	100.00%	1,707,893.25	100.00%
其中：有息债务	1,227,173.21	76.58%	1,270,587.91	74.40%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年末，公司长期借款余额为652,364.00万元，其中保证借款308,200.00万元、质押保证借款224,200.00万元，保证单位均为长兴县当地国有企业，质押物为定期存单、应收账款和政府购买服务。截至2018年末公司应付债券规模达365,634.69万元，同比增加2.93%，主要系2018年新发行债券所致。截至2018年末，长期应付款主要为地方政府债券置换资金，规模为159,554.38万元，长期应付款余额较2017年末减少89,139.00万元，主要系地方政府置换资金转增资本公积所致。专项应付款主要为廉租房、中央公租房和保障房建设资金，2018年末专项应付款期末余额为5,815.29万元。

表19 2018 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	0.00
14 长兴债	7 年	2014.12.02	130,000.00	51,662.50
15 长兴城建私募债	5 年	2015.10.22	110,000.00	109,358.34

17 长兴债	5 年	2017.03.21	63,000.00	62,720.70
17 长建募集	5 年	2017.04.06	87,000.00	86,604.15
18 长兴城投 PPN001	5 年	2018.12.13	40,000.00	38,879.00
2018 定向融资工具	2 年	2018.06.04	16,410.00	16,410.00
合计	-	-	546,410.00	365,634.69

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务规模为 1,227,173.21 万元，同比下降 3.42%，占期末负债总额比重为 76.58%，有息债务规模同比略有下降，但仍处于较高水平。其中 2019 年公司需偿还有息债务 18.75 亿元。公司有息债务规模较大，且短期面临较大的到期债务，存在一定的偿债压力。

表20 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息债务	18.75	30.72	18.50	54.75

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2018 年随着公司所有者权益的持续增加，公司资产负债率有所下降。2018 年，公司存货大幅增加和流动负债下降，致使流动比率、速动比率均有所上升。受财务费用利息支出下降的影响，EBTIDA 略有下降，EBITDA 对利息的保障倍数有所上升，EBITDA 对利息支出的保障程度有所上升。

目前，有息债务规模较大，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，且公司在建项目较多，面临一定的资金压力。总体来看公司存在一定的偿债压力。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	48.95%	58.01%
流动比率	7.43	5.39
速动比率	3.32	3.04
EBITDA（万元）	70,088.85	71,678.26
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.46
有息债务/EBITDA	17.51	17.73

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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22 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23 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）	2,846,916.03	2,110,544.28
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，中证鹏元整理

基于上述情况，经中证鹏元综合评定，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仍能有效保障本期债券的安全性。

（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、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年4月1日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额为529,779.00万元，占当期末净资产的比重为

31.70%。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24 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	担保方式
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	30,000.00	2030.1.30	保证
	7,240.00	2020.11.26	保证
浙江长兴龙新建设发展有限公司	2,000.00	2020.1.21	保证
浙江长兴经开建设开发有限公司	16,670.00	2021.9.1	保证
浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司	12,667.00	2024.1.8	保证
	12,667.00	2024.1.15	保证
长兴中医院	13,000.00	2023.2.28	保证
长兴永隆建设发展有限公司	29,900.00	2021.1.9	保证
	10,000.00	2019.6.14	保证
	10,000.00	2023.1.1	保证
长兴永成建设发展有限公司	3,000.00	2019.4.11	保证
长兴欣盛建设开发有限公司	30,000.00	2021.6.25	保证
长兴县永兴建设开发有限公司	2,700.00	2019.12.30	保证
长兴通润矿业有限公司	3,000.00	2019.9.30	保证
长兴申源村镇建设开发有限公司	2,500.00	2019.9.29	保证
长兴南太湖投资开发有限公司	28,560.00	2019.3.16	保证
长兴龙山建设开发有限公司	9,000.00	2021.2.13	保证
长兴联信房屋拆迁有限公司	2,500.00	2020.3.2	保证
长兴丽城建设发展有限公司	50,000.00	2027.4.19	保证
	14,500.00	2021.3.16	抵押+保证
长兴交通投资集团有限公司	76,800.00	2026.12.21	保证
	33,400.00	2022.4.21	保证
	30,000.00	2019.7.8	保证
	30,000.00	2020.9.13	保证
	30,000.00	2020.4.12	保证
	3,600.00	2019.7.26	保证
长兴广播电视台	4,000.00	2019.9.5	保证
长兴安畅物资贸易有限公司	2,700.00	2019.12.21	保证
都市股份有限公司	29,375.00	2030.8.13	保证
合计	529,779.00	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年，长兴县经济总量不断扩大经济实力持续增强；公司工程代建业务主要在建项目总投资17.99亿元；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，安置房剩余可售面积合计239,716.70平方米，业务持续性较好；公司获得的外部支持力度加大，根据地方政府资产注入、股权注入和资本注入相关文件，公司合计增加资本公积41.66亿元，另外，公司获得财政补贴4.01亿元；长兴交投提供的保证担保仍能有效保障本期债券安全性。

同时值得关注的是，2018年末，公司主要在建项目尚需投资约12.76亿元，面临一定的资金压力；公司资产中存货和其他应收款占比较大，资产整体流动性仍较弱；有息债务规模仍较大，仍存在一定的偿债压力；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，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，上调公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	93,294.90	198,233.52	114,946.75
预付款项	419,591.71	409,279.82	479,757.97
其他应收款	867,000.18	969,463.77	665,866.00
存货	1,723,710.29	1,246,014.67	917,299.42
总资产	3,273,776.76	2,944,058.25	2,339,071.71
短期借款	28,000.00	11,450.00	0.00
应付票据及应付账款	44,159.80	44,830.60	14,819.86
预收款项	73,346.96	56,404.11	17,800.00
其他应付款	89,399.35	79,369.90	31,465.26
一年内到期的非流动负债	181,174.52	336,201.50	148,390.40
长期借款	652,364.00	567,707.50	580,114.00
应付债券	365,634.69	355,228.91	251,410.25
长期应付款	165,369.67	254,508.67	219,718.71
总负债	1,602,416.58	1,707,893.25	1,264,980.93
有息债务	1,227,173.21	1,270,587.91	980,057.70
所有者权益	1,671,360.18	1,236,164.99	1,074,090.78
营业收入	106,707.23	97,712.25	121,916.76
其他收益	40,077.31	40,149.91	0.00
营业利润	20,841.70	22,199.21	-20,475.84
营业外收入	48.12	140.17	47,779.66
净利润	18,596.06	18,682.72	23,283.01
经营活动产生的现金流量净额	78,740.02	-208,092.71	-259,274.66
投资活动产生的现金流量净额	-42,132.91	22,217.51	2,518.93
筹资活动产生的现金流量净额	-150,233.61	260,460.37	213,418.99
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	11.19%	5.82%	6.82%
收现比	1.53	0.91	0.93
产权比率	95.88%	138.16%	117.77%
资产负债率	48.95%	58.01%	54.08%
流动比率	7.43	5.39	10.30
速动比率	3.32	3.04	6.01
EBITDA	70,088.85	71,678.26	78,640.94
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.46	1.56
有息债务/EBITDA	17.51	17.73	12.46

资料来源：公司2018年审计报告及2015-2017年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末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
浙江滨河实业有限公司	100,000.00	100.00%	基础设施建设
浙江莱润文化发展有限公司	2,000.00	100.00%	矿石资源开采、销售、加工
长兴东鱼坊历史文化街区管理有限公司	500.00	100.00%	房屋租赁
长兴莱畅城市设施管理有限公司	1,000.00	100.00%	停车场服务
长兴建恒建设有限公司	2,200.00	100.00%	基础设施建设
长兴建信土地开发有限公司	2,200.00	100.00%	土地整理和土地开发
长兴清泉水务有限公司	17,000.00	100.00%	生活污水、工业污水净化处理
长兴建设房屋开发有限公司	57,000.00	93.16%	房地产开发
浙江莱硕科技有限公司	5,000.00	100.00%	技术转让、技术咨询
长兴建鑫商业经营管理有限公司	10,000.00	100.00%	基础设施建设
长兴恒途实业有限公司	21,000.00	100.00%	基础设施建设
长兴联信房屋拆迁有限公司	1,016.00	100.00%	房屋拆迁,农村基础设施建设
长兴金盛建设开发有限公司	15,000.00	100.00%	基础设施建设
长兴金鼎建设开发有限公司	30,000.00	100.00%	基础设施建设

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 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+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录四 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。