

2014 年长兴城市建设投资有限公司
公司债券 2020 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：



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第 Z【86】号 02

债券简称：14 长兴债/PR
长兴债

债券剩余规模：5.20 亿
元

债券到期日期：2021 年
12 月 03 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：
张旻燊 秦风明

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@cspengyuan.c
om

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
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

2014 年长兴城市建设投资有限公司¹ 公司债券 2020 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	2020 年 06 月 04 日	2019 年 05 月 14 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 2014 年 12 月 3 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：2019 年公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍较好，获得的外部支持力度仍较大；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，存在较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。近年来，长兴县连续引进吉利整车及变速器、龙之梦、爱康科技等投资超百亿元的项目，逐渐形成了新型电池、现代纺织、特色机电三大支柱产业和新能源汽车、高端装备制造、信息产业三大战略性新兴产业，2019 年实现地区生产总值 693.28 亿元，同比增长 8.2%，经济持续快速增长，较好的外部环境为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性仍较好。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 2019 年末，公司在建、拟建代建项目总投资为 4.98 亿元，已投资 2.16 亿元；截至 2019 年末，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

¹公司现名“长兴城市建设投资集团有限公司”

10,235 亩，房产剩余可售面积合计 185,690.66 平方米，业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**地方政府在资产注入等方面给予了公司较大支持，2019 年度政府注入资产、其他公司股权、砂石经营权等，增加资本公积 65.18 亿元，同时实收股东增资合计 6 亿元；此外，获得财政补贴 4.26 亿元。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司预付款项、存货、其他应收款和无形资产分别为合计占总资产规模的 74.33%。预付款项主要为预付工程款，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；其他应收款规模较大，回收时间有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用；无形资产主要为停车场经营权及采砂经营权，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投入资金 35.78 亿元，作为长兴县基础设施建设主体之一，公司还需投入大量建设资金，面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，存在较大的偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模上升至 173.56 亿元，较 2018 年底增长 38.82%，占期末负债总额的 79.84%，其中一年内需偿还的债务规模达 43.78 亿元，存在较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额为 89.93 亿元，占当期末净资产的比重为 38.38%。担保对象均为长兴县当地国企，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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,516,933.69	3,280,130.72	2,944,058.25
所有者权益	2,343,094.29	1,676,125.65	1,236,164.99
有息债务	1,735,566.70	1,250,207.19	1,293,621.89
资产负债率	48.13%	48.90%	58.01%
现金短期债务比	0.82	0.45	0.57
营业收入	143,492.64	106,707.23	97,712.25
其他收益	42,644.25	40,077.31	40,149.91
利润总额	26,337.40	25,917.27	18,725.70

综合毛利率	9.91%	14.19%	5.82%
EBITDA	72,439.70	72,574.68	71,678.26
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.50	1.45
经营活动现金流净额	-27,005.42	78,740.02	-208,092.71
收现比	0.75	1.53	0.91

注：2017 年数据采用 2018 年期初数，2018 年数据采用 2019 年期初数；

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

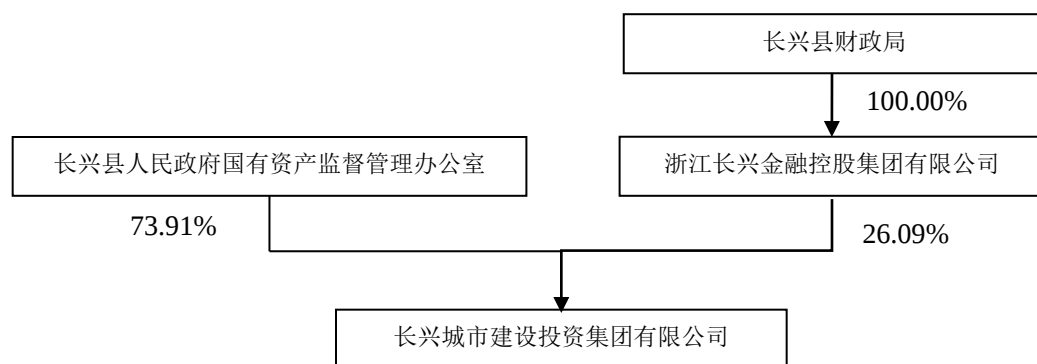
公司于2014年12月3日公开发行13亿元7年期公司债券。本期债券募投资金原计划用于长兴画溪花园保障性住房工程、浙江长兴县雉城村（原老剧院地块）旧城拆迁改造工程、长兴县城市主干道画溪大道项目和长兴县第三水厂一期工程等项目。截至2019年末，本期债券募集资金专项账户已销户，余额为0元。

二、发行主体概况

2019年11月20日，长兴县城市建设发展总公司以货币方式向公司增资30,000万元，增资后公司实收资本为人民币160,000万元。2019年12月20日，长兴县城市建设发展总公司持有的公司81.25%的股权无偿划转给长兴县人民政府国有资产监督管理委员会，同时长兴县人民政府国有资产监督管理委员会通过货币方式向公司增资40,000万元，实收30,000万元，增资后公司实收资本为190,000万元。2019年12月31日，浙江长兴金融控股集团有限公司以货币方式向公司增资30,000万元，尚未到账，增资后公司注册资本为人民币230,000万元。

截至2019年末，公司实收资本为190,000.00万元，注册资本为230,000万元，控股股东和实际控制人变更为长兴县人民政府国有资产监督管理委员会。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司是长兴县城市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。2019年度公司无偿划入、新设14家子公司，具体见附录三。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司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，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年长兴县经济持续保持增长，经济实力持续增强

长兴县隶属浙江省湖州市，地处浙江、江苏、安徽三省交界，东临太湖，与苏州、无锡隔湖相望。全县县域面积1,430平方公里，辖9个镇、4个街道和2个乡，2019年末户籍人口63.73万。长兴县距上海、杭州、南京等大中城市均在150公里左右，是浙江、江苏、安

徽三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势较好。

2019年，长兴县分别实现地区生产总值693.28亿元，按可比价格计算，同比增长8.2%，增速维持在较高水平。2019年第一产业增加值35.03亿元，同比增长3.1%；第二产业增加值355.64亿元，同比增长8.2%；第三产业增加值302.6亿元，同比增长8.9%。三次产业结构比例由2018年的5.47:49.27:45.26调整为5.1: 51.3: 43.6，工业仍是主导部门。2019年长兴县人均地区生产总值108,861元（按户籍人口计算），同比增长7.9%，是全国人均同期水平的153.56%。

从工业运行来看，2019年长兴县规模以上工业增加值同比增长9.2%，形成了新型电池、现代纺织、特色机电三大支柱产业和新能源汽车、高端装备制造、信息产业三大战略性新兴产业。2019年规模以上工业中纺织业、非金属矿物制品业、电气机械和器材制造业、化学纤维制造业四大行业累计产值占全县规模以上工业产值的63.7%，同比增长2.7%。规模以上工业中，战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业分别实现增加值70.5亿元、120.6亿元和56.9亿元，同比分别增长12.4%、10.9%和12.7%，占规上工业比重分别为29.5%、50.4%和23.8%。

从经济的驱动因素来看，固定资产投资和消费仍是长兴县经济增长的主要来源。2019年长兴县固定资产投资增速同比增长11.2%，其中房地产开发投资同比增长14.6%，商品房销售额152.26亿元，同比增长28.5%。2019年社会消费品零售总额增速为10.2%，增速保持在较高水平；2019年进出口总额为193.87亿元，主要出口行业中，纺织服装出口100.14亿元，同比增长7.5%；机械电子出口33.68亿元，同比增长15.9%；化工出口14.98亿元，同比增长7.7%。

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，2019年底金融机构本外币存款、贷款余额分别为923.87亿元、853.37亿元，分别同比增长11.1%、22.2%。

截至2020年3月30日，长兴县亿元以上产业在库项目252个，计划总投资1,219.6亿元，固定资产投资976.7亿元，总占地面积21,221亩。其中，中兴通高速交通材料项目预计总投资150亿；龙之梦项目预计总投资251亿元；爱康科技项目预计总投资106亿元；吉利整车项目预计总投资70亿元。长兴县近年经济快速发展，逐渐形成了新型电池、现代纺织、特色机电三大支柱产业和新能源汽车、高端装备制造、信息产业三大战略性新兴产业。

总体来看，近年来长兴县各项经济指标保持了良好的增长态势，经济实力得以不断增强，增速较为稳定。

表1 2017-2019 年长兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	693.28	8.2%	609.78	8.5%
第一产业增加值	35.03	3.1%	33.39	3.1%
第二产业增加值	355.64	8.1%	300.41	8.6%
第三产业增加值	302.60	8.9%	275.97	9.1%
规模以上工业增加值	239.2	9.2%	-	8.9%
固定资产投资	-	11.2%	-	5.5%
社会消费品零售总额	311.34	10.2%	284.20	10.1%
进出口总额	193.87	1.9%	191.28	23.7%
存款余额	923.87	11.1%	831.49	13.4%
贷款余额	853.37	22.2%	698.36	15.2%
人均 GDP（元）	108,861		95,961	
人均 GDP/全国人均 GDP	153.56%		148.45%	

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

2019年长兴县实现公共财政收入65.83亿元，同比增长10.9%，增速有所下降，其中税收收入55.87亿元，占公共财政收入比重为84.90%；同期长兴县公共财政支出为81.1亿元，同比增长13.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为81.17%。

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；其他业务收入主要包括特许经营权出让、租赁、停车费收入等，规模较小，占收入的比重较低。

受益于贸易收入、房地产销售收入和学费、水费等收入规模的上升，2019年度公司实现主营业务收入136,787.91万元，同比增长37.88%。毛利率方面，2019年公司主营业务毛利率同比下降2.06个百分点，主要系当期毛利率较低的贸易收入占比上升、房地产销售收入毛利率有所下降所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目建设收入	34,963.62	8.85%	34,359.23	8.85%
房地产销售收入	28,221.96	34.93%	17,088.19	39.24%
贸易收入	70,472.20	1.16%	47,299.82	0.35%
水费	1,001.22	17.32%	286.63	-28.03%

管道安装费	472.28	76.49%	176.25	81.51%
学费收入	1,412.77	-242.22%	0.00	-
其他	243.85	19.80%	0.00	-
主营业务收入小计	136,787.91	7.99%	99,210.12	10.05%
特许经营权出让	323.62	14.13%	323.62	17.88%
租赁	4,952.91	58.78%	2,856.85	41.00%
停车费收入	1,227.44	14.14%	0.00	-
其他	200.77	76.87%	4,316.64	91.22%
其他业务收入小计	6,704.73	49.00%	7,497.11	68.92%
合计	143,492.64	9.91%	106,707.23	14.19%

注：2018 年数据采用 2019 年期初数；

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程项目建设业务为核心业务之一，已完工未结算工程项目较多，未来工程项目建设收入较有保障

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”）及其他政府部门签订项目代建协议，住建局或政府部门将项目委托给公司进行投资建设。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。近年，公司部分新承接工程代建项目业务模式有所调整，资金筹集方面改为由项目委托方按工程进度分期支付，工程竣工后根据协议约定收取一定比例的代建管理费。

2019年度，公司工程项目建设收入为34,963.62万元，毛利率8.85%，同比变动不大，主要来自于城市水面工程、长兴县海兴路改造工程和长兴县东门大桥新建工程等项目。

表3 2019 年度公司工程项目建设收入明细（单位：万元）

项目名称	结算成本	结算收入	加成比例
长兴县解放中路改造工程	3,354.22	3,679.88	10%
长兴县长安路（黄土桥港-长兴港）改造工程	1,109.83	1,217.58	10%
长兴县东门大桥新建工程	3,869.23	4,244.89	10%
长兴县海兴路改造工程	5,887.58	6,459.19	10%
长兴县县前街改造工程及中小城区交通治理工程-画溪大道道路改造工程	3,185.21	3,494.45	10%
环太湖公路长兴段中修工程	2,661.33	2,919.71	10%
城市水面工程	11,802.09	12,947.92	10%
合计	31,869.49	34,963.62	-

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建工程项目包括长兴县中医院迁建二期工程、长兴县第二小学改扩建工程、长兴县古城公园人防工程等。除了零星工程之外的主要在建项目预计总投资为35,775.00万元，已投资21,566.57万元，尚需投资14,208.43万元。截至2019年末，公司主要拟建项目包括长兴县棚户区改造一期工程（小浦镇）、长兴县泗安镇实验小学扩建工程，预计总投资合计14,000.00万元。

截至2019年末，公司存货里主要已完工项目有浙江省长兴县经一路跨铁立交工程、长兴县西环路二期工程、长兴高速铁路火车站站前广场等，均已签订委托代建协议，期末合计余额132,587.56万元。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。公司已完工代建项目较多，未来工程项目建设收入较有保障。

表4 截至2019年末公司工程项目建设业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	总投资	已投资
长兴县中医院迁建二期工程	代建	17,460.00	12,983.98
长兴县第二小学改扩建工程	代建	8,515.00	6,438.00
长兴县古城公园人防工程	代建	3,600.00	718.42
综合执法局地块人防工程	代建	3,200.00	652.69
回龙山新区路网	代建	3,000.00	773.48
合计	-	35,775.00	21,566.57

资料来源：公司提供

表5 截至2019年末公司工程项目建设业务主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	计划开工时间	预计总投资
长兴县棚户区改造一期工程（小浦镇）	代建	2020年	8,000.00
长兴县泗安镇实验小学扩建工程	代建	2020年	6,000.00
合计	-	-	14,000.00

资料来源：公司提供

表6 截至2019年末公司存货中主要已完工未结算基础设施工程类项目（单位：万元）

项目名称	是否签订代建协议	期末余额
浙江省长兴县经一路跨铁立交工程	是	38,855.07
长兴县西环路二期工程	是	26,487.78
长兴高速铁路火车站站前广场	是	23,400.00
长兴县中医院	是	12,979.64
中央大道、发展大道	是	10,942.04
长兴县环城西路南延伸线工程	是	9,980.12
长兴县小浦（合溪水库）至雉城原水管道工程	是	9,942.91
合计	-	132,587.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司房地产销售业务毛利率较高，剩余可售面积较多，未来房地产销售收入较有保障

公司房地产销售业务主要由长兴建设房屋开发有限公司（以下简称“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，成为公司全资控股子公司。长兴房开安置房自行建设、资金自筹，项目建设完成后根据长兴县住房与城乡建设局制定的拆迁项目安置实施方案销售给符合条件的拆迁户，剩余部分以普通商品房形式出售给居民，以平衡安置房项目前期部分建设投入。销售方面，保障房的价格由住建局基于拆迁安置定向销售房所在区位的市场价格情况进行确定。由长兴房开与长兴县城市建设发展中心、长兴县土地储备中心等单位直接签署购房协议，协议后附有结算户主的具体名单。房屋交付时，根据住建局安排，长兴房开根据拆迁土地的性质（国有或集体土地）的不同，分别向拆迁户和长兴县土地储备中心或长兴县城市发展中心开具发票。截至2019年末，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、张家村花园、锦绣花苑、金莲花园、紫金南苑。

2019年度，公司房地产销售面积为50,540.59平方米，确认收入28,221.96万元，其中，进行安置的小区有五峰花园，对外销售小区有画溪花园、米西花园、锦绣花园和紫金南苑。其中画溪花园系本期债券募投项目之一，2019年度确认收入14,652.11万元，剩余可售面积10,638.61平方米。

截至2019年末，在售房地产项目销售总面积643,557.79平方米，剩余可售面积合计185,690.66平方米，未来房地产销售收入较有保障。

表7 2019年度公司已完工房地产销售情况（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
画溪花园	销售	25,923.81	14,652.11	9,130.52
米西花园	销售	10,688.05	6,105.48	4,195.60
紫金南苑	销售	13,368.40	7,200.96	4,863.32
五峰花园	安置	326.97	146.37	103.79
锦绣花园	销售	233.36	117.04	69.72
合计	-	50,540.59	28,221.96	18,362.95

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至2019年末公司剩余可售住宅面积情况（单位：平方米）

项目名称	项目总面积	已销售面积	剩余可售面积
画溪花园	162,915.00	152,276.39	10,638.61
紫金南苑	93,818.00	84,132.01	9,685.99
五峰花园	97,167.00	84,668.60	12,498.40

米西花园	61,474.00	56,915.89	4,558.11
张家村花园	212,461.00	64,413.78	148,047.22
锦绣花苑	15,722.79	15,460.46	262.33
合计	643,557.79	457,867.13	185,690.66

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仍较差，客户和供应商集中度仍偏高

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，一般采取以销定购的经营模式，经营货种主要为煤炭、PE管材、电池、钢材、紫砂泥、火法铅和橡胶等。依托公司承担长兴县诸多项目建设任务及作为主要基础设施建设主体的优势，公司为众多建筑及贸易公司提供建材货种的购销服务，公司在开展贸易业务时，上下游供应商及客户主要以国有企业及大型民营贸易商为主，采购货款结算方面主要为款到交货的方式，不同的货种客户货款结算方式及周期有所差别，结算账期主要为1-3月左右。

2019年度新增橡胶贸易，主要供应商为浙江杭实能源服务有限公司，主要销售客户为杭实国贸投资有限公司，公司需先行垫款采购商品，货到客户付款。

2019年度公司实现商品贸易收入70,472.20万元，同比大幅增长，主要系煤炭、钢材和橡胶贸易规模增长所致。2019年度前五大客户销售收入占当期商品贸易业务收入总额的72.62%；公司商品贸易业务前五大供应商采购金额占当期商品贸易总采购成本的85.37%，集中度水平同比有所下降，但商品贸易业务处于发展初期，盈利能力仍较差，客户和供应商集中度仍偏高。

表9 2019年度商品贸易前五大客户明细（单位：万元）

客户名称	企业性质	确认收入	占商品贸易业务收入比例	商品种类
芜湖海螺贸易有限公司	国企	18,089.00	25.67%	煤炭
浙江建设商贸物流有限公司	国企	12,459.59	17.68%	钢材
杭实国贸投资有限公司	国企	9,048.19	12.84%	橡胶
上海南方水泥有限公司	国企	9,003.07	12.78%	煤炭
湖州南方水泥销售有限公司	国企	2,580.31	3.66%	煤炭
小计	-	51,180.15	72.62%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 2019 年度商品贸易前五大供应商明细（单位：万元）

供应商名称	企业性质	采购金额	采购占比	商品种类
长兴锦通物资有限公司	民企	28,164.03	40.44%	煤炭、钢材
上海钢银电子商务股份有限公司	民企	12,096.80	17.37%	钢材
浙江杭实能源服务有限公司	国企	8,978.12	12.89%	橡胶
杭州热联集团股份有限公司	国企	7,087.11	10.18%	钢材
长兴仙山湖旅游投资开发有限公司	国企	3,137.22	4.50%	煤炭、钢材
小计	-	59,463.28	85.37%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司现有供水业务、教育板块业务规模较小，未来将持续推进县内相关业务板块整合

公司供水业务主要由子公司长兴清水务有限公司（以下简称“清水务”）负责运营，清水务注册资本为27,000万元，于2018年新划入公司。清水务主要运营范围包括自来水生产供应、供排水建设施工、自来水工程安装等。截至2019年末，公司主要供水范围为长兴东部片区（洪桥、图影片区）和林城镇片区，供水覆盖面积为208平方千米，用水户2.8万户，服务人口约11万人。公司现拥有自来水厂1座，供水站2座，供水管网长度220公里，其中自来水厂主要系公司收购的林城水厂，日供水能力约为1万吨。2019年公司全年售水量为520万吨，供水板块实现收入1,473.50万元，其中管道安装费收入为472.28万元，水费收入为1,001.22万元，2019年公司水费收入大幅增长，主要系当年公司新增图影片区供水业务以及收购林城水厂所致。

2019年末，公司供水业务主要在建项目为长兴县水环境综合治理项目，预计总投资208,962.00万元，已投资21,000.00万元，未来可形成水厂水费收入、污水厂处理费收入。其中拟对长兴县中心城区及乡镇改造、新建雨水管网77.46公里；改造、新建污水管网277.38公里；居民小区雨、污水立管分流改造55.30公里；同时对第二污水厂实施原址改造提升及扩容升级，将原日处理3万吨提升至8万吨。拟对第三水厂、泗安水厂、和平镇的原水管网提升改造，管长10公里；新建给水管网管长30公里；拟在图影、林城镇及南太湖各新建给水加压泵站；收购小浦镇、和平镇、林城镇、水口乡、泗安镇5个乡镇14家水厂，并对水厂（部分）设备设施进行提升改造；拟扩建第三水厂，日供水量6万吨。

表11 截至 2019 年末公司供水业务在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	总投资	已投资
长兴县水环境综合治理项目	自营	208,962.00	21,000.00

资料来源：公司提供

2019年，公司完成对长兴教育发展有限公司（以下简称“长兴教育”）重组，其中金

陵高级中学、长兴实验小学等4所学校资产已按期划转到位，公司新增教育板块业务，运营主体为长兴教育。经营模式方面，公司持有的四所学校资产由长兴教育进行统筹管理；各校分设理事会，理事会应有三分之一以上的理事具有五年以上教育教学经验，具体人选由长兴教育提名，并授权长兴教育进行统一管理。各校按照市场化原则运作，公司另按各校学费收入的1%收取相关费用。2019年，公司实现学费收入为1,412.77万元。其中公司所管理的金陵高级中学、长兴实验小学等4所学校招生结构以自费生为主，同时均获得一定程度政府补贴款。

截至2019年末，公司教育板块在建项目有实验小学龙山校区项目，该项目计划总投资为27,000.00万元，已投资6,800.00万元，计划于2020年年末完工，实验小学龙山校区建成后，公司计划参照目前实验小学办学模式，计划办学规模为48个班，可招学生2,160人；师资由县教育局统筹，并向社会招引优秀教育人才；学校由长兴教育统一管理，实行集团化办学。

表12 2019 年公司学校运营情况

项目	金陵高级中学	长兴实验中学	长兴县第二实验小学	长兴县实验小学
学生人数（人）	2,108	2,799	1,726	2,340
其中：公费生（人）	1,310	-	-	-
自费生（人）	798	2,799	1,726	2,340
学费标准				
其中：公费生（元/每人/学期）	1500	-	-	-
自费生（元/每人/学期）	6,050	5,100	3,860	3,860
当年获得政府财政补贴（万元）	4,532.57	3,681.82	1,634.86	2,751.16

注：受资产整合完成时点影响，公司 2019 年度合并报表中仅并入第四季度所收政府财政补贴；

资料来源：公司提供

表13 截至 2019 年末教育业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	总投资	已投资
实验小学龙山校区	自营	27,000.00	6,800.00

资料来源：公司提供

其他业务包括租赁、停车费收入及特许经营收入，其他业务规模较小，对公司收入贡献有限

租赁业务方面，公司以自有投资性房地产进行出租来获取租金，公司主要管理的商业地产为东鱼坊历史文化街区、中心广场商业街，同时公司还将张家村花园、房开米西花园、紫金南苑、锦绣花苑以及集团自持的其他22处房产进行出租，获取租金收入，2019年末投资性房地产期末余额为308,695.67万元。2019年，公司实现租赁收入4,952.91万元，租赁收入增幅较大，主要系东鱼坊历史文化街区出租率提升及22处房产划入所致。

停车费收入方面，根据2018年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第7号）文件，为有效利用城市公共交通资源，将县城区智能化停车管理项目特许经营权授予公司。该业务由子公司长兴莱畅城市设施管理有限公司负责运营。截至2019年末，公司县城区智能化停车管理项目共有路侧停车位2,500余个，路面停车场2个，地下停车场1个，自2018年11月10日起投入运行。2019年公司停车费收入为1,227.44万元。同期，公司正在新建长兴县中心城区停车场建设项目，共建设11个停车场，预计新增停车位4,316个（其中地上停车位753个，地下停车位3,563个），设置充电桩500个。总投资114,448.00万元，截至2019年末已投入89,000.00万元，受新冠疫情影响，尚未完工，完工后预计会进一步提高公司停车费收入。

特许经营权方面，2019年实现特许经营权出让收入323.62万元，系浙江滨河实业有限公司污水处理特殊经营权出让收入。此外，根据长国资办（2020）4号文件长兴县人民政府将长兴县域内河道等砂石资产经营利用权授予公司，期限为30年，规划范围为长兴县全境，行政上包括11个乡镇和4个街道，总规划面积1,431.2平方千米，规划总蕴藏量14,634.82万吨，可开采量6,503.23万吨。预计2020年将形成一定规模的砂石销售收入。

此外，2019年公司新增长兴县废弃矿区生态环境修复及绿化系统项目二期工程，预计总投资100,962.00万元，2019年末已投资4,981.00万元，未来可形成苗木基地供货经营收入、基地停车位收入及工程土石方（作为工程基建材料市场）供货收入。

表14 截至2019年末其他业务主要在建项目情况（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	89,000.00
长兴县废弃矿区生态环境修复及绿化系统项目二期工程	自营	100,962.00	4,981.00
合计	-	215,410.00	93,981.00

资料来源：公司提供

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。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。

2019年受政府规划影响，公司未确认土地开发业务收入。

截至2019年末，公司尚有回龙山地块待出让土地742亩，累计已投资74,434.42万元，全部回龙山新区尚未整理土地10,235亩，待出让地块较多，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。

此外，2019年末公司子公司长兴恒途实业有限公司（以下简称“恒途实业”）存货余额297,861.88万元，主要系农村土地综合整治项目和土地指标项目²。

2019年公司获得的外部支持力度持续加大，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之一，在资产注入等方面获得了地方政府的较大支持。2019年，政府向公司注入房产、地方政府债券置换、其他公司股权划转、砂石经营权划转等，增加公司资本公积651,820.41万元³，具体明细见附录四。此外，2019年公司获得财政补贴42,644.25万元⁴，补贴规模较大，有效提升了公司的利润水平。2019年11月20日，长兴县城市建设发展总公司以货币方式向公司增资30,000万元，增资后公司实收资本为人民币160,000万元。2019年12月，公司股东长兴县人民政府国有资产监督管理委员会和浙江长兴金融控股集团有限公司拟通过货币方式分别向公司增资40,000万元和30,000万元，实收30,000万元，增资后公司实收资本为190,000.00万元。

整体看来，公司获得地方政府支持力度持续加大，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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）（曾用名：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2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018年数据采用2019年期初数，2019年公司合并范围新增子公司14家，具体见附录三。

² 土地指标转让可形成转让收入。

³ 2019年度，子公司长兴建设房屋开发有限公司无偿划出资产，减少其他资本公积11,388.18万元；根据文件“关于收回长兴城市建设投资集团有限公司、浙江长兴滨河实业有限公司土地有关事宜的决定”，长土国用（2008）第1-818号、长土国用（2008）第1-819号、长土国用（2009）第1-3508号无偿划出，减少资本公积86,960.63万元；根据长自然资规发（2019）25号文件，无偿划出车辆，减少资本公积3.99万元。

⁴ 依据文件：《长兴县住房和城乡建设局关于同意将2019年度财政拨款作为长兴城市建设投资集团有限公司补贴收入的通知》长建设[2019]129号。

资产结构与质量

公司资产规模持续上升，资产仍以流动资产为主，其中预付款项、存货、其他应收款和无形资产占比较大，资产流动性较弱

受益于政府持续支持以及负债经营的扩张，公司资产规模持续增长，2019年末资产总计为4,516,933.69万元，同比增长37.71%。从公司资产结构来看，仍以流动资产为主，2019年末流动资产占资产总额的比例为74.13%。

表15 公司 2018-2019 年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	341,218.25	7.55%	93,294.90	2.84%
预付款项	431,569.86	9.55%	419,591.71	12.79%
其他应收款	741,062.73	16.41%	867,000.18	26.43%
存货	1,767,645.41	39.13%	1,723,710.29	52.55%
流动资产合计	3,348,540.00	74.13%	3,113,335.92	94.91%
长期股权投资	265,112.55	5.87%	24,177.64	0.74%
投资性房地产	308,695.67	6.83%	65,726.78	2.00%
在建工程	92,720.37	2.05%	472.42	0.01%
无形资产	417,259.50	9.24%	86.11	0.00%
非流动资产合计	1,168,393.69	25.87%	166,794.80	5.09%
资产总计	4,516,933.69	100.00%	3,280,130.72	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司货币资金余额341,218.25万元，主要为银行存款，其中受限比例55.07%，系保证金、贷款质押形成。公司预付款项主要为预付的工程款，截至2019年末账面价值为431,569.86万元，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93.32%，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（城中村）、危旧房改造项目所致，未来公司将对该项目进行回收。公司其他应收款主要系与股东及长兴县其他国有单位的往来款，截至2019年末账面价值741,062.73万元，近三年其他应收款余额持续下降，主要系长兴县城市建设发展中心偿付了与公司的部分经营性往来款所致，2019年长兴县国资办将评估价值38亿元采砂权注入公司，其中20亿元置换长兴县城市建设发展中心的其他应收款。公司其他应收款规模较大，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16 截至 2019 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	347,569.46	1-3 年以上	46.52%	往来款
长兴利源污水处理厂	111,302.76	1-3 年以上	14.90%	往来款
长兴县房屋征收服务中心	85,133.80	1-3 年	11.39%	往来款
浙江长兴永盛水利建设开发有限公司	42,908.82	1-3 年以上	5.74%	往来款
长兴丽城建设发展有限公司	38,380.00	1 年以内	5.14%	往来款
合计	625,294.83	-	83.69%	-

资料来源：公司 2019 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2019年末账面价值1,767,645.41万元，随着公司经营规模的扩张，存货规模持续增长。其中，开发产品主要为长兴房开建设的安置房、商品房和恒途实业农村土地综合整治项目、土地复垦、开发造地、旱地改水田等项目，截至2019年末账面价值396,429.84万元，占存货总额的22.43%。开发成本主要为公司代建项目及土地开发成本，截至2019年末账面价值585,960.34万元，同比增长6.62%，主要系合并范围划入子公司浙江长兴龙新建设发展有限公司、长兴虹溪污水处理有限公司等公司及新购入A-1，A-2项目地块（土地性质为出让）形成。土地资产主要为公司拥有的土地使用权，土地性质均为出让，截至2019年末账面价值755,380.40万元，面积1,974,529.71平方米，其中占账面价值81.54%的土地取得方式为划拨，未缴纳土地出让金；2019年末土地资产同比减少5,283.43万元，主要系长兴县自然资源和规划局因城乡规划和项目用地需要、收回部分土地所致。截至2019年末，受限存货80,874.91万元，占期末存货余额的4.58%。

表17 2018-2019 年公司存货明细（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	29,874.84	1.69%	141.94	0.01%
开发产品	396,429.84	22.43%	413,336.10	23.98%
开发成本	585,960.34	33.15%	549,568.42	31.88%
土地资产	755,380.40	42.73%	760,663.83	44.13%
合计	1,767,645.41	100.00%	1,723,710.29	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

长期股权投资系公司对长兴县永兴建设开发有限公司和长兴源泉水务有限公司股权投资款，权益法核算，2019年末长期股权投资余额265,112.55万元，较2018年末增加240,934.92万元，主要系长兴交通投资集团有限公司将其持有的长兴县永兴建设发展有限公司30%的股权无偿划转给公司所致。投资性房地产系公司拥有的商品房，用于经营租赁，

2019年形成租赁收入4,952.91万元，截至2019年末账面价值为308,695.67万元，较2018年末增加242,968.89万元，主要系计量模式由成本模式转公允价值模式评估增值、历史文化商业街完工从存货转入投资性房地产所致，2019年末贷款抵押受限投资性房地产合计211,056.11万元，占期末余额的68.37%。2019年末在建工程余额为92,720.37万元，较2018年末增长92,247.95万元，主要系新增中心城区停车场工程项目89,000.00万元。2019年末无形资产账面价值合计417,259.50万元，较2018年末增长417,173.38万元，主要系政府注入停车场经营权及采砂经营权所致，其中2019年末贷款抵押受限无形资产余额为1,820.10万元。

公司资产主要以预付款项、存货、其他应收款和无形资产为主，预付款项为预付工程款，工程结算时间不确定；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；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；无形资产主要系停车场经营权及采砂经营权。整体来看，公司资产流动性较弱，且部分资产已经抵押。

盈利能力

公司主营业务盈利能力仍较差，外部支持对利润总额贡献仍较大

从收入结构来看，工程项目建设收入、贸易收入和房地产销售收入是公司的主要收入来源。其中，贸易收入规模较大，主要来自于煤炭、PE管材、橡胶、钢材、火法铅等产品；房地产销售收入规模持续上升。公司未来尚有较多的在建、拟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，2019年公司综合毛利率为9.91%，同比下降4.28个百分点，主要系当期毛利率较低的贸易收入占比上升、房地产销售收入毛利率有所下降所致。分业务类型来看，工程项目建设业务按成本加成一定比例确认收入，毛利率较为稳定；房地产销售业务毛利率相对较高，贸易收入毛利率较低。此外，2019年公司财务费用为27,225.21万元，仍维持在较高水平，进一步削弱了业务盈利空间。

从外部支持来看，2019年公司其他收益为42,644.25万元，占当期利润总额的比例为161.92%。整体来看，公司主营业务盈利能力较差，外部支持对利润总额的贡献较大。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	143,492.64	106,707.23
其他收益	42,644.25	40,077.31
财务费用	27,225.21	20,345.39
营业利润	26,463.24	26,528.01

利润总额	26,337.40	25,917.27
综合毛利率	9.91%	14.19%

资料来源：公司 2019 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下降，投资活动净流出规模较大，随着公司项目工程建设的不断推进，未来资金需求较大，公司面临较大的资金压力

2019年，公司收现比为0.75，资金回笼情况一般。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，2019年公司在建项目、贸易业务投入规模较大，导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加，当期经营活动产生的现金净流出27,005.42万元。

从投资活动来看，公司投资活动净流出规模继续扩大，主要系在建工程投资规模较大所致，2019年度投资活动净流出规模为119,088.26万元，同比增长182.65%。

筹资活动方面，公司主要依赖于通过银行借款、发行债券、融资租赁借款等方式进行外部融资；公司筹资活动现金支出主要是偿还债务本金及利息支出。为了弥补经营活动和投资活动资金缺口，2019年公司筹资活动现金净流入257,802.92万元，同比大幅增加。

此外，截至2019年末，公司主要在建、拟建项目尚需投入357,799.43万元，资金支出压力有所加大。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.75	1.53
销售商品、提供劳务收到的现金	106,920.86	163,015.83
收到的其他与经营活动有关的现金	352,067.27	123,943.02
经营活动现金流入小计	458,988.13	286,958.85
购买商品、接受劳务支付的现金	263,487.56	143,639.56
支付的其他与经营活动有关的现金	212,889.87	59,513.65
经营活动现金流出小计	485,993.55	208,218.83
经营活动产生的现金流量净额	-27,005.42	78,740.02
投资活动产生的现金流量净额	-119,088.26	-42,132.91
筹资活动产生的现金流量净额	257,802.92	-150,233.61
现金及现金等价物净增加额	111,709.23	-113,626.50

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司杠杆水平有所下降，但有息债务规模有所扩大，存在较大的偿债压力

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，2019年末为2,343,094.29万元，同比增长39.79%。2019年末公司负债总额为2,173,839.40万元，同比增长35.53%。截至2019年末，公司产权比率为92.78%，权益对负债的保障程度有所增强。

表20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	2,173,839.40	1,604,005.07
所有者权益	2,343,094.29	1,676,125.65
产权比率	92.78%	95.70%

资料来源：公司 2019 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部分，2019 年末非流动负债占比为 63.44%。

短期借款主要为抵押兼保证、质押兼保证借款，截至2019年末短期借款余额为74,962.25万元，抵押物为土地，质押物为定期存单，保证单位为浙江滨河实业有限公司、长兴南太湖投资开发有限公司及公司本部。应付账款主要为暂估工程款，2019年末账面余额为55,393.11万元。预收款项主要为预收代建费、特许经营权和安置房款，截至2019年末，期末余额为63,480.45万元。公司其他应付款主要为应付利息、与政府机构及下属国有企业的借款、往来款，截至2019年末账面价值216,767.80万元，同比增加142.47%，主要系因业务的需要新增与长兴县永兴建设开发有限公司、长兴源泉水务有限公司往来款，共计90,827.59万元所致。公司一年内到期的非流动负债系长期借款、应付债券和长期应付款，截至2019年末余额为362,796.48万元，其中一年内到期的应付债券152,024.11万元。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	74,962.25	3.45%	28,000.00	1.75%
应付账款	55,393.11	2.55%	44,159.80	2.75%
预收款项	63,480.45	2.92%	73,346.96	4.57%
其他应付款	216,767.80	9.97%	89,399.35	5.57%
一年内到期的非流动负债	362,796.48	16.69%	181,174.52	11.30%
流动负债合计	794,796.20	36.56%	419,048.22	26.13%
长期借款	777,275.38	35.76%	652,364.00	40.67%
应付债券	413,236.01	19.01%	365,634.69	22.80%

长期应付款	171,132.28	7.87%	165,369.67	10.31%
非流动负债合计	1,379,043.21	63.44%	1,184,956.85	73.87%
负债合计	2,173,839.40	100.00%	1,604,005.07	100.00%
其中：有息债务	1,735,566.70	79.84%	1,250,207.19	77.94%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司长期借款余额为777,275.38万元，其中保证借款339,842.88万元、质押保证借款228,105.00万元，保证单位均为长兴县当地国有企业（长兴交通投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、长兴县永兴建设开发有限公司等），质押物为定期存单、应收账款和政府购买服务。近年应付债券规模持续上升，截至2019年末公司应付债券规模达413,236.01万元。截至2019年末，长期应付款期末余额为171,132.28万元，主要为地方政府债券置换资金、融资租赁款和专项应付款，其中2019年新增融资租赁借款78,829.50万元；专项应付款主要为廉租房、中央公租房和保障房建设资金。

表22 2019 年末公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	期限	发行起始日期	票面利率	发行规模	余额
14 长兴债	7 年	2014.12.02	6.0%	13.00	2.59
15 长兴债	3+2 年	2015.10.22	6.3%	11.00	0.00
17 长兴债	3+2 年	2017.03.21	6.3%	6.30	6.28
17 长建债	3+2 年	2017.04.06	6.28%	8.70	8.67
18 长兴城投 PPN001	3+2 年	2018.12.13	7.5%	4.00	3.92
18 滨河实业定向融资工具	2 年	2018.06.04	-	1.64	0.00
19 长兴城投 PPN001	3+2 年	2019.03.25	6.98%	6.00	5.95
19 长兴债	7 年	2019-10-17	5.98%	9.00	8.93
19 长建 01	3+2 年	2019-12-25	5.60%	5.00	4.98
合计	-	-	-	64.64	41.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司有息债务规模为 1,735,566.70 万元，同比增长 38.82%，占期末负债总额比重为 79.84%。其中一年内需偿还的有息债务规模为 437,758.73 万元。公司有息债务规模较大，且短期面临较大的到期债务。

从偿债能力指标来看，受益于政府资产注入，公司资产负债率有所下降，截至 2019 年末，公司资产负债率为 48.13%。2019 年末公司现金短期债务比为 0.82，2019 年末受益于货币资金大幅增加，当期现金短期债务比有所上升，但整体保障程度仍一般。2019 年度 EBITDA 利息保障倍数为 1.46，利息保障程度尚可。目前，公司资产有息债务规模较大，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，公司资产流动性较弱；公司在建、拟建项目较多，面临的较大的资金压力，总体来看公司存在较大的偿债压

力。

表23 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	48.13%	48.90%
现金短期债务比	0.82	0.45
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.44
有息债务/EBITDA	23.96	17.23

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年3月11日），公司本部及子公司浙江滨河实业有限公司不存在未结清不良类信贷记录。子公司浙江滨河实业有限公司于2017年5月21日发生一笔欠息记录，于2017年5月22日结清。根据公司和银行出具的说明，该两笔欠息非公司主观原因造成。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额为899,300.44万元，占期末净资产的比重为38.38%。公司担保对象均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 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
都市股份有限公司	27,500.00	2030.8.13	保证
长兴广播电视台	4,000.00	2022.9.5	保证
长兴中医院	11,500.00	2023.2.28	保证
长兴交通投资集团有限公司	33,400.00	2022.4.21	保证
	73,600.00	2026.12.21	保证
	30,000.00	2020.9.12	保证
	30,000.00	2020.4.12	保证
	8,458.34	2022.4.11	保证
	20,000.00	2021.4.30	保证
浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司	11,084.00	2024.1.8	保证
	11,084.00	2024.1.15	保证
	80,000.00	2024.12.5	保证

长兴欣盛建设开发有限公司	40,000.00	2020.8.26	保证
长兴永隆建设发展有限公司	25,000.00	2021.1.9	保证
	10,000.00	2020.6.17	保证
	10,000.00	2023.1.1	保证
长兴通润矿业有限公司	3,000.00	2020.9.30	保证
长兴申源村镇建设开发有限公司	2,500.00	2020.9.30	保证
长兴滨湖建设开发有限公司	41,348.90	2023.12.21	保证
浙江长兴金融控股集团有限公司	15,000.00	2020.4.24	保证
长兴林城新林建设开发有限公司	2,700.00	2020.1.25	保证
长兴和美污水处理有限公司	4,589.87	2024.1.31	保证
长兴永能建设发展有限公司	3,300.00	2022.3.22	保证
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	6,330.00	2020.11.26	保证
	5,519.00	2022.1.4	保证
长兴和美污水处理有限公司	4,246.33	2022.5.5	保证
浙江太湖新城实业投资有限公司	85,000.00	2024.9.27	保证
长兴丽城建设发展有限公司	2,850.00	2021.3.16	抵押+保证
	11,400.00	2021.3.16	抵押+保证
	19,950.00	2022.1.7	质押
	18,050.00	2022.1.9	质押
	14,250.00	2020.4.2	质押
	9,500.00	2020.3.27	质押
长兴绿恒建设有限公司	17,100.00	2022.1.10	质押
	16,150.00	2022.1.11	质押
长兴林城新林建设开发有限公司	3,000.00	2020.9.19	保证
浙江长兴经开建设开发有限公司	30,000.00	2021.9.1	保证
	50,000.00	2021.8.2	保证
	38,000.00	2021.9.20	保证
浙江长兴金融控股集团有限公司	10,000.00	2020.12.13	保证
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	35,000.00	2030.1.30	保证
长兴县公路工程有限责任公司	12,000.00	2022.8.8	保证
浙江长兴永安建设开发有限公司	12,000.00	2020.12.31	抵押
长兴县虹星桥镇港口村股份经济合作社	400.00	2021.12.25	保证
	200.00	2021.9.11	保证
	200.00	2021.12.2	保证
	90.00	2021.6.20	保证
合计	899,300.44	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2019年，长兴县经济实力持续增强；公司作为长兴县重要的基础设施投资、建设主体之一，业务持续性仍较好；公司获得的外部支持力度仍较大，根据地方政府补贴和资本注入相关文件，增加资本公积65.18亿元，获得财政补贴4.26亿元，获得股东增资到账6亿元。

同时值得关注的是，2019年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资约35.78亿元，面临较大的资金压力；公司资产中预付款项、存货、其他应收款和无形资产占比较大，资产整体流动性仍较弱；有息债务规模仍较大，存在较大的偿债压力；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，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	341,218.25	93,294.90	198,233.52
预付款项	431,569.86	419,591.71	409,279.82
其他应收款	741,062.73	867,000.18	969,463.77
存货	1,767,645.41	1,723,710.29	1,246,014.67
总资产	4,516,933.69	3,280,130.72	2,944,058.25
短期借款	74,962.25	28,000.00	11,450.00
应付账款	55,393.11	44,159.80	44,830.60
预收款项	63,480.45	73,346.96	56,404.11
其他应付款	216,767.80	89,399.35	79,369.90
一年内到期的非流动负债	362,796.48	181,174.52	336,201.50
长期借款	777,275.38	652,364.00	567,707.50
应付债券	413,236.01	365,634.69	355,228.91
长期应付款	171,132.28	165,369.67	254,508.67
总负债	2,173,839.40	1,604,005.07	1,707,893.25
有息债务	1,735,566.70	1,250,207.19	1,293,621.89
所有者权益	2,343,094.29	1,676,125.65	1,236,164.99
营业收入	143,492.64	106,707.23	97,712.25
其他收益	42,644.25	40,077.31	40,149.91
营业利润	26,463.24	26,528.01	22,199.21
营业外收入	156.36	48.12	140.17
利润总额	26,337.40	25,917.27	18,725.70
经营活动产生的现金流量净额	-27,005.42	78,740.02	-208,092.71
投资活动产生的现金流量净额	-119,088.26	-42,132.91	22,217.51
筹资活动产生的现金流量净额	257,802.92	-150,233.61	260,460.37
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	9.91%	14.19%	5.82%
收现比	0.75	1.53	0.91
产权比率	92.78%	95.70%	138.16%
资产负债率	48.13%	48.90%	58.01%
现金短期债务比	0.82	0.45	0.57
EBITDA	72,439.70	72,574.68	71,678.26
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.44	1.45
有息债务/EBITDA	23.96	17.23	18.05

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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
浙江莱尚信息科技有限公司	1,000.00	60%	计算机网络工程、计算机软件的技术开发、技术服务
长兴教育发展有限公司	10,000.00	100%	教育投资、服务
长兴县金陵高级中学	11,382.00	-	教育投资、服务
长兴县实验中学	20,150.00	-	教育投资、服务
长兴县实验小学	-	-	教育投资、服务
长兴县第二实验小学	-	-	教育投资、服务
浙江长兴龙新建设发展有限公司	30,000.00	100.00%	基础设施建设
长兴县民福投资发展有限公司	10,000.00	100.00%	养老院投资、开发、经营，殡葬项目建设
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
长兴清水水务有限公司	17,000.00	100.00%	生活污水、工业污水净化处理
长兴林城清水水务有限公司	500.00	100%	集中式供水，管道安装及维修
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
长兴虹溪污水处理有限公司	44,500.00	100.00%	污水处理，土地平整
长兴虹兴建设开发服务有限公司	500.00	100.00%	基础设施及配套设施建设
长兴虹美村镇建设开发有限公司	800.00	100.00%	城镇、农村基础设施建设
长兴虹韵农业开发有限公司	2,000.00	100.00%	农业技术开发、咨询、转让
长兴农园新景文化旅游发展有限公司	3,000.00	100.00%	旅游开发,景区经营管理

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 2019年度公司合并范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
长兴教育发展有限公司	100%	10,000.00	教育投资、服务	无偿划入
长兴县金陵高级中学	100%	11,382.00	教育投资、服务	无偿划入
长兴县实验中学	60%	20,150.00	教育投资、服务	无偿划入
长兴县实验小学	100%	-	教育投资、服务	无偿划入
长兴县第二实验小学	100%	-	教育投资、服务	无偿划入
浙江长兴龙新建设发展有限公司	100%	30,000.00	基础设施建设	无偿划入
长兴县民福投资发展有限公司	100%	10,000.00	养老院投资、开发、经营，殡葬项目建设	无偿划入
浙江莱尚信息科技有限公司	60%	1,000.00	计算机网络工程、计算机软件的技术开发、技术服务	新设
长兴林城清水水务有限公司	100%	500.00	集中式供水，管道安装及维修	新设
长兴虹溪污水处理有限公司	100%	44,500.00	污水处理，土地平整	无偿划入
长兴虹兴建设开发服务有限公司	100%	500.00	基础设施及配套设施建设	无偿划入
长兴虹美村镇建设开发有限公司	100%	800.00	城镇、农村基础设施建设	无偿划入
长兴虹韵农业开发有限公司	100%	2,000.00	农业技术开发、咨询、转让	无偿划入
长兴农园新景文化旅游发展有限公司	100%	3,000.00	旅游开发,景区经营管理	无偿划入

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2019年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

依据文件	内容	对资本公积影响
长兴县人民政府办公室专题会议纪要[2018]27号文	58处房地产无偿划转给公司	6,728.65
《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）	将因前期地方政府债券置换后的8亿元债务从负债类科目调整至权益类科目	80,000.00
2019年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第36号）	将长兴交通投资集团有限公司持有的长兴县永兴建设开发有限公司30%股权无偿划转给公司	218,618.95
2018年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第7号）文件	将长兴县城区智能化停车管理项目及特许经营由公司具体组织实施	17,176.33
2019年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第36号）文件	将长兴经财实业投资有限公司子公司浙江长兴龙新建设发展有限公司100%股权无偿划入公司下属全资子公司浙江滨河实业有限公司	57,385.32
2019年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第36号）	将长兴县殡葬服务所（事业单位）持有的长兴县民福投资发展有限公司100%股权无偿划入公司下属全资子公司浙江滨河实业有限公司	3,701.55
2019年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第20号）文件	将长兴教育发展有限公司100%股权无偿划入公司下属全资子公司浙江滨河实业有限公司，并将长兴县金陵高级中学、长兴县实验中学、长兴县实验小学、长兴县第二实验小学四所学校划转至长兴教育发展有限公司，学校举办者变更为长兴教育发展有限公司，各学校纳入长兴教育发展有限公司合并报表	37,874.12
2019年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第36号）文件	将长兴县规划设计室持有的长兴建设房屋开发有限公司6.84%股权无偿划入浙江滨河实业有限公司	13,306.95
2019年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第36号）文件	将长兴丽城建设发展有限公司持有的长兴虹溪污水处理有限公司60%股权无偿划入公司下属全资子公司长兴建鑫商业经营管理有限公司	36,187.68
长国资办（2020）4号	将长兴县域内河道等砂石资产经营利用权授予公司	180,840.85

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 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
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
现金类资产	货币资金+应收票据
有息债务	短期借款+其他应付款有息部分+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款有息部分

附录六 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。