

信用等级公告

联合[2018]1779 号

安吉县城市建设投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对安吉县城市建设投资集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2018 年第二期安吉县城市建设投资集团有限公司海绵城市绿色债券进行了主动评级，确定：

安吉县城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi} ，评级展望为“稳定”

2018 年第二期安吉县城市建设投资集团有限公司海绵城市绿色债券信用等级为 AA^+_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2018年第二期安吉县城市建设投资集团有限公司 海绵城市绿色债券主动评级报告

本次债券信用等级：AA+_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：5 亿元

债券期限：7 年

担保方：重庆进出口信用担保有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保
证担保

还本付息方式：按年付息、分期还本

评级时间：2018 年 6 月 22 日

主要财务数据：

发行人

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	135.93	163.58	163.53
所有者权益（亿元）	45.87	51.16	56.83
长期债务（亿元）	50.33	76.76	60.54
全部债务（亿元）	64.22	87.75	69.79
营业收入（亿元）	8.71	8.37	10.51
净利润（亿元）	1.42	1.38	1.83
EBITDA（亿元）	1.91	2.03	2.98
经营性净现金流（亿元）	-9.02	-15.78	5.99
营业利润率（%）	8.17	8.94	7.34
净资产收益率（%）	3.22	2.85	3.38
资产负债率（%）	66.25	68.72	65.25
全部债务资本化比率（%）	58.33	63.17	55.12
流动比率（倍）	3.07	4.08	3.08
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.02	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.29	0.34	0.50
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.38	0.41	0.60

担保方

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	48.47	53.23	52.86
所有者权益合计（亿元）	31.92	33.58	34.35
营业收入（亿元）	5.12	5.55	5.33
净利润（亿元）	2.88	2.49	1.31

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，系四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3、长期应付款中有息部分计入全部债务及相关指标计算

评级观点

安吉县城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是安吉县主要的基础设施建设及国有资产运营主体。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）的评级反映了公司在经营环境、业务开展及政府支持等方面的显著优势。同时联合评级也关注到，公司目前盈利能力弱、债务负担较重以及未来资金支出压力大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

近年来，安吉县特色产业发展势头良好，经济和公共财政收入稳步增长，有利于公司基础设施建设及经营性业务的持续发展。未来，随着公司各经营板块日趋成熟，经营规模进一步扩大，公司整体经营状况有望得以改善，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次绿色债券设立分期偿还条款，有助于缓解本次绿色债券的集中偿付压力。重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）为本次绿色债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本次绿色债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 安吉县经济和公共财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 近年来，公司在资产注入及财政补贴等方面获得政府较大支持。
3. 公司目前待出让土地和保障房规模较大，未来收入有保障。
4. 公司经营性业务范围广泛，具有较强资源优势，是公司收入来源的重要补充。
5. 本次绿色债券设置分期偿还本金条款，有助于缓解集中偿付压力。

6. 重庆进出口为本次绿色债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 显著增强了本次绿色债券的偿付保障能力。

关注

1. 公司自身盈利能力弱, 债务负担较重, 对政府支持依赖程度较高。

2. 公司目前在建土地整理及基础设施建设、保障房及其他项目投资规模大, 存在较大外部融资压力。

3. 公司资产中存货和其他应收款占比大, 对资金占用明显, 整体资产质量一般。

4. 公司对募投项目收入估计偏乐观, 项目收益的实际规模和实现时间具有一定不确定性, 未来存在实际情况无法达到预期的可能性。

分析师

高 鹏

电话: 010-85172818

邮箱: gaop@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话: 010-85172818

邮箱: luoq@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由安吉县城市建设投资集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因安吉县城市建设投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与安吉县城市建设投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对安吉县城市建设投资集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

安吉县城市建设投资集团有限公司（原名安吉县城市建设投资有限公司，2013年9月更名，以下简称“公司”），系经安吉县人民政府安政函[2013]15号文批准，由原股东安吉县资产经营有限公司（以下简称“安吉资产公司”）作为投资主体出资组建的（法人独资）有限责任公司。公司初始注册资本500万元。2013年5月17日，经安吉县人民政府安政函[2013]25号文批准，由原股东安吉资产公司增资7.95亿元，公司注册资本（实收资本）变更为8亿元。经安吉县人民政府安政发函[2013]9号文和安吉县国有资产监督管理局安国资办[2013]19号文批准，将安吉资产公司持有的安吉县城市建设发展有限公司（以下简称“安吉城建”）的全部股权、安吉城建持有的安吉广和市政公用工程建设有限公司90%的股权、安吉舜嘉建设有限公司（以下简称“安吉舜嘉”）和安吉经典文化发展有限公司的全部股权、安吉经典文化发展有限公司持有的安吉经典置业有限公司的全部股权无偿划转给公司，公司于2013年8月7日办妥工商变更登记手续。根据《安吉县人民政府办公室关于安吉县资产经营有限公司要求资产重组的函》（安政办发函[2015]77号），安吉资产公司将持有的公司100%股权无偿划转至安吉县财政局，并于2015年10月23日办妥工商变更登记手续。截至2017年底，公司注册资本8.00亿元，安吉县财政局持有公司100%股份，为公司实际控制人。2018年3月，安吉县人民政府出文将公司100%股权无偿划转给安吉县国有资本投资运营有限公司，相关工商变更登记手续正在办理中。变更完成后，公司股东将变更为安吉县国有资本投资运营有限公司（以下简称“安吉国资”）。安吉国资系安吉县财政局全资控股并实际控制的国有企业，是安吉县重大产业项目和重大基础设施建设工程的投资主体。此次股权变更后公司实际控制人仍为安吉县财政局。

公司经营范围：实业投资，绿化工程、城市道路与桥梁工程、城市基础设施建设，土地整理，房地产开发经营，物业管理。

截至2017年底，公司拥有37家全资、控股子公司。公司管理架构实行“事业部+业务单元”的模式，事业部为七部一室一办，即党政事务部、人力资源部、财务部、融资部、企划部、审计法务部、土地规划部、纪检监察室和综治办；业务单元为二十余家成员企业组成的五个集团公司，分属五大业务板块，即建设板块、文旅板块、水务板块、白茶板块和小镇板块。

截至2017年底，公司合并资产总额为163.53亿元，负债合计106.71亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计56.83亿元，其中归属于母公司的所有者权益56.57亿元。2017年，公司实现营业收入10.51亿元，净利润（含少数股东损益）1.83亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.01亿元；2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为5.99亿元，现金及现金等价物净增加额为3.36亿元。

公司注册地址：安吉县递铺镇昌硕东路682-712号；法定代表人：周斌。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

国家发改委于2017年9月批复同意公司发行不超过10亿元绿色债券。上述绿色债券分两期发行，其中第一期已于2018年5月发行，发行金额5亿元（以下简称“18安吉绿色债01”）。本期计划发行“2018年第二期安吉县城市建设投资集团有限公司海绵城市绿色债券”（以下简称“本期绿色债券”），发行规模5亿元，期限7年。本期绿色债券采用固定利率，按年付息，

分期还本，在存续期的第 3~7 年，每年偿还 20% 的本金。

本次绿色债券由重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期绿色债券募集资金总额为 5 亿元，其中募集资金 3 亿元用于安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设项目（以下简称“募投项目”），剩余 2 亿元用于补充运营资金。

（1）募投项目概况

安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设工程位于安吉县昌硕街道内，东至天山坞、杭长高速，南抵凤凰水库、太和山，西以递铺路、齐云路为界，北至石佛路；包含四个子项目，分别为递铺港河滨公园等公园绿地海绵体改造工程、县旅游集散中心等公共建筑区海绵体改造工程、齐云路等海绵型道路及给排水管网建设工程和太和山排渠等生态排洪渠建设工程。

表 1 募投项目工程建设内容与规模（单位：平方米）

序号	项目	建设内容	工程规模
1	公园绿地海绵体改造工程	递铺港河滨公园、凤凰山公园、石马港公园的海绵体改造，包括：园路、绿道和停车场等区域透水铺装改造；下沉式绿地、植草沟、植被缓冲带、雨水湿地与雨水塘改造等	131,310
2	公共建筑区海绵体改造工程	县旅游集散中心、“两山”创客小镇的海绵体改造，包括：非机动车道、地面停车场透水铺装改造；植草沟、生物滞留设施、渗井、湿塘等改造；建筑屋顶绿化；地下雨水罐配套等	50,980
3	海绵型道路及给排水管网建设工程	齐云路等 11 条海绵型道路与给排水管网建设工程，总长 7,619 米，包括：非机动车道与人行道透水铺装建设；植草沟、生物滞留设施、下沉式绿地、渗井；给排水管网建设等	184,464
4	生态排洪渠建设工程	太和山排洪渠、凤凰山排洪渠与截洪沟等排洪工程及其生态堤岸建设，总长 4,800 米	18,080
合计			384,834

资料来源：募投项目可行性研究报告

（2）募投项目资金来源

募投项目总投资 7.54 亿元（建设投资 7.16 亿元，建设期利息 0.38 亿元），资金来源为自有资金和债务融资，其中：拟自有资金投入 1.54 亿元，占比 20.42%；债务融资 6.00 亿元，占比 79.58%。

表 2 募投项目总投资使用计划与资金筹措表（单位：万元）

序号	项目	建设期		合计
		2017 年	2018 年	
1	总投资	52,671.38	22,700.00	75,371.38
1.1	建设投资	51,591.38	20,000.00	71,591.38
1.2	建设期利息	1,080.00	2,700.00	3,780.00
1.3	流动资金	0.00	0.00	0.00
2	资金筹措	52,671.38	22,700.00	75,371.38
2.1	项目资本金	12,671.38	2,700.00	15,371.38
2.1.1	用于建设投资	11,591.38	0.00	11,591.38
2.1.2	用于建设期利息	1,080.00	2,700.00	3,780.00

序号	项目	建设期		合计
		2017 年	2018 年	
2.2	借款	40,000.00	20,000.00	60,000.00
2.2.1	用于建设投资	40,000.00	20,000.00	60,000.00
2.2.2	用于建设期利息	--	--	--
2.2.3	用于流动资金	--	--	--

资料来源：募投项目可行性研究报告

注：借款利率按照5.4%计算，借款均于每年度中旬发放，故2017年建设期利息按半年计算。

（3）募投项目审批情况

本次绿色债券募投项目符合国家产业政策方向，已经通过了相关主管部门的审批，具体批复文件如下表所示：

表3 安吉县城东片区海绵城市建设工程项目审批表

序号	批准文件	批准文号	下发日期
1	安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设项目可行性研究报告的批复	安发经建【2016】300 号	2016 年 8 月 19 日
2	社会稳定风险评估报告	--	2016 年 9 月 30 日
3	节能评估报告审查意见	--	2016 年 8 月 24 日
4	环境影响报告审批意见	安发经建【2016】235 号	2016 年 8 月 11 日
5	选址意见书	选字第 330523201619021 号	2016 年 6 月 23 日
6	建设用地规划许可证	地字第 330523201619021 号	2016 年 8 月 26 日

资料来源：公司提供

（4）募投项目进度情况

募投项目拟定建设期 24 个月，自 2016 年 10 月起，至 2018 年 9 月止，其中，2016 年 10 月组建工程指挥部，组织基地测量、可行性和规划设计等各项前期工作；2016 年 11 月启动土地征用、污染源搬迁等基础工程；2017 年 1 月全面启动海绵体道路、给排水管网、生态防洪渠等工程建设，以及公园绿地、公共建筑区海绵体改造；2018 年 9 月各分项工程全部竣工验收通过；2018 年 10 月至 2028 年 9 月，工程投入生产运营，取得合理投资收益并偿清全部贷款。

表4 募投项目工程进度计划表

开始时间	截止时间	建设安排
2016 年 10 月	2016 年 11 月	基地测量、规划设计、可研等前期准备工作
2016 年 11 月	2016 年 12 月	土地征用、污染源搬迁
2017 年 1 月	2018 年 4 月	海绵道路及给排水管网、生态排洪渠建设
2017 年 4 月	2018 年 7 月	公园绿地、公共服务区海绵体改造
2018 年 8 月	2018 年 9 月	竣工验收、工程决算

资料来源：募投项目可行性研究报告

截至 2017 年底，在工程前期准备方面，已完成基地测量、项目可行性研究、拟建规划设计方案等工作；在工程进度方面，已完成土地征用、污染源搬迁、部分道路建设等内容。

（5）募投项目社会效益及经济效益

安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设项目作为安吉县生态文明先行示范区建设的重要内容，致力于海绵城市配套设施、水资源综合利用设施的建设运营，积极推动资源节约与循环利用等惠民工程。项目建成后，将有力地推动安吉县城东片区的绿色城镇化建设，加快城乡

公用设施、休闲旅游设施与服务的一体化建设与共享，推动雨洪利用，促进污染就地治理与水环境功能提升，美化环境。尤其是本项目针对现有的雨天需要排水、旱日需要浇灌的化妆式园林进行的海绵体改造，不仅能避免大量灌溉带来的水资源浪费、大量农药化肥的使用带来的污染，还能更好地促进生物栖息地建设与保持生物多样性、推动水质净化并显著降低公园养护成本，实现建设具有自然积存、自然渗透、自然净化功能海绵城市的总目标。

近年来，安吉县城东片区在城市建设方面已取得长足进步，但目前在城市水安全、水环境、水资源等方面还存在着部分河道防洪排涝能力不足，供水安全保障能力、城市污水收集处理率、城市点源污染治理、水源涵养等还有待加强等问题，安吉县城东片区海绵城市建设工程可以有效解决上述问题，加快推进海绵城市建设，可以修复城市水生态、涵养水资源，增强城市防涝能力，扩大公共产品有效投资，提高新型城镇化质量，促进人与自然和谐发展。

募投项目完工后将取得因节水、节污和降低维护成本所产生的公园运营服务收入、停车场经营收入、道路两侧与公共建筑区广告位经营收入等收益，在本次绿色债券存续期内收入合计约 36,924.27 万元。

三、行业分析

公司主要负责安吉县的基础设施建设和保障房的开发，下述行业分析将围绕土地一级开发与基础设施建设进行分析。

1. 土地一级开发

(1) 开发模式

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济地开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

模式三：政府和法定机构协作模式，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，“一个渠道进水、一个水池蓄水、一个龙头出水”，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。政府“抓两头”，即控制土地储备计划和供应计划；“放中间”，即充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市场。

根据国土部 2010 年 9 月 10 日发文明确要求，在 2011 年 3 月底前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级

开发的主要发展趋势。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以招拍挂方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

总体看，目前，土地一级开发存在多种模式；未来，由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。

（2）融资模式

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

表 5 目前土地一级开发融资来源对比情况

融资方式	现状（在全部资金来源中的比重）	趋势（在全部资金来源中的比重）
财政拨款	比重很小	增长空间有限
银行贷款	比重很大	有所减小
吸收直接投资	占有一定比重	增长空间有限
发行股票	比重很小	增长空间有限
发行债券	--	增长空间较大
商业信用	占有一定比重	有所减少
基金、信托等	比重很小	增长空间很大

资料来源：联合评级整理

从上表可以看出，目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

总体看，土地一级开发资金需求量大，目前，土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过间接渠道筹集资金有望渐成趋势。

（3）竞争格局

土地一级开发市场与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素

高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产市场开始低迷，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

总体看，土地一级开发市场主要存在区域、资本实力、融资渠道等方面的竞争。

（4）行业关注

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

在土地一级开发中，拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，《国有土地上房屋征收和补偿条例》中规定，危旧房改造须有 90% 以上人数同意且征收补偿额按市场评估价确定，进一步加大了拆迁成本。由于超出部分的“熟地”不能入市交易，如果政府不同意分享土地一级开发的增值收益，开发企业恐面临亏损风险。

长期占用大量资金

一般来说，对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由开发企业用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。由此，可能给开发企业造成资金占用压力。

政府违约行为的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件与政府利益紧密捆绑，对政府形成一定约束，但仍不能消除地方政府违约的风险。

政策风险

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则性，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

（5）未来发展

由企业主导的一、二级联动开发模式，逐步向政府主导的一、二级独立开发的模式转变

企业和政府在城市土地开发中追求的目标和市场行为不同。前者主要关注短期经济效益，后者则关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。因此，未来由政府主导土地储备与开发，从源头上加强对房地产市场的控制权和对土地增值收益的索取权有望成为趋势。目前，在北京、上海、杭州、广州等城市，已经开始以政府为主导，进行土地储备和有计划供应，加强政府对土地市场的调控力度。

进入土地一级开发的门槛可能大大提高

政府在对土地一级开发进行市场化运作时，为提高效率和避免风险，政府在选择土地一级开发主体时，将更加重视企业的资金保障、开发周期、开发资质、资产规模和经验等因素，使得行业门槛进一步提高。

土地一级开发项目的竞争也将趋于激烈

目前很多公司只是同当地政府签署协议，约定不再接纳其它开发商，其实并没有完全获得一级开发授权。对于资金实力雄厚的公司，可以通过土地一级开发获取稳定的投资回报，因此，

未来有实力的企业会越来越多地介入土地一级开发，使得行业竞争进一步加剧。

总体看，土地一级市场开发的行业门槛会逐步抬高、竞争会进一步加剧，但资本实力相对雄厚、资质和管理经验相对完善的开发企业仍具有相对发展优势。

2. 城市基础设施建设

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 6 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。

	知》财预【2017】50号文	
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
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	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括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。
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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合评级整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体

部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

（4）行业关注

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业景象较大。

3. 区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在安吉县，安吉县是湖州市辖县之一。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受湖州市和安吉县经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

（1）湖州市

湖州地处长三角中心区域，是沪、杭、宁三大城市的共同腹地，是连接长三角南北两翼和东中部地区的节点城市，离杭州75公里、上海130公里、南京220公里。湖州市辖吴兴、南浔两区和德清、长兴、安吉三县，面积5,820平方公里，截至2017年底户籍人口266.14万人，常住人口298.50万人。

近年来，湖州市经济规模、经济结构和经济增速均保持在较好水平，产业结构持续优化，区域经济实力不断提高。根据《2015~2017年湖州市国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017年湖州市地区生产总值（GDP）分别为2,084.3亿元、2,243.1亿元和2,476.1亿元，年均复合增长8.99%，三次产业比例由2015年的5.9：49.2：44.9调整升级为5.1：47.4：47.5。2017年，湖州市实现地区生产总值（GDP）2,476.1亿元，同比增长8.5%，其绝对值在浙江省11个地级市中排名第8，增速排名第2。其中，第一产业增加值127.35亿元，增长2.2%；第二产业增加值1,173.65亿元，增长7.8%；第三产业增加值1,175.13亿元，增长10.0%；全体居民人均可支配收入40,702元，增长9.4%。

2015~2017年，湖州市地方财政收入呈快速增长趋势，年均复合增长11.41%。2017年湖州市一般公共预算收入237.43亿元，同比增长15.2%，其绝对值在浙江省排名第8，增速排名第1。其中，税收收入202.45亿元，增长14.00%，占一般公共预算收入的85.27%。

（2）安吉县

安吉县位于浙江西北部，地处长三角经济带，和上海、南京和杭州三个大城市都在三小时经济圈内，区位优势较为明显，面积1,886平方公里，2017年底户籍人口46.85万人。安吉县生

态环境优美宜居，森林覆盖率70.1%，是国家首个生态县，是全国联合国人居奖唯一获得县。安吉县特色产业发展迅猛，三大特色产业“竹业、椅业和茶业”构成安吉的三张名片，在国内有一定的竞争优势。

根据《2015~2017年安吉县国民经济和社会发展统计公报》显示，2015~2017年安吉县经济发展整体情况较好，保持稳定发展势头。2015~2017年安吉县分别实现地区生产总值303.35亿元、324.87亿元和360.31亿元，年均复合增长8.98%。从产业结构来看，安吉县经济主要依赖第二产业和第三产业，2017年三次产业的比例为7.2：44.2：48.5。2017年，安吉县实现地区生产总值360.31亿元，同比增长8.8%，其GDP绝对值在湖州市六个区县中排名第5，增速排名第2。

从安吉县的经济驱动因素来看，近年来，对外贸易逐步代替固定资产投资成为对安吉县经济增长的主要的拉动因素。2015~2017年，安吉县进出口总额快速增长，2017年为222.14亿元，同比增长18.6%，出口商品以家具家电为主，完成出口152.32亿元，增长17.2%，占全县出口总额的71.4%；同期，固定资产投资和社会消费品零售总额增速有所放缓，但仍保持在10%以上增速。

安吉县自然环境优美，有发展休闲旅游业的优势，2015~2017年旅游业发展势头强劲。2013年成功创建国家乡村旅游度假实验区，2014年山川乡成功创建全国首个4A级乡域大景区。2015~2017年全年分别接待游客1,495.2万人次、1,928.8万人次和2,237.52万人次，实现旅游总收入175.6亿元、233.2亿元和282.69亿元。

从财政情况来看，2015~2017年，安吉县一般公共预算收入稳步增长，实现一般公共预算收入分别为32.96亿元、35.85亿元和39.52亿元，年复合增长9.50%。2017年，安吉县实现一般公共预算收入39.52亿元，同比增长13.9%，其绝对值在湖州市排名第3，增速排名第5。2015~2017年，安吉县税收收入占一般公共预算收入比重均在85%以上，2017年为97.30%，较高的税收收入占比反映出安吉县一般公共预算收入具有较好的稳定性。2015~2017年，安吉县土地市场回暖，土地出让价量齐升，政府性基金收入不断增长，分别为19.21亿元、23.17亿元和38.37亿元；政府性基金收入主要来自土地出让金，土地出让受到国家房地产市场政策以及当地房地产景气度影响较大，政府性基金收入或将出现一定波动。

政府债务方面，截至2017年底，安吉县政府债务余额178.02亿元，债务水平较高。

总体看，近年来湖州市及安吉县经济发展势头良好，财政实力稳步提升，为公司经营发展提供了有利外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自成立以来主要从事安吉县土地整理开发、基础设施建设等业务。2015年至今公司陆续设立新的子公司、收购水务和茶叶公司，形成“1+5”的业务格局。其中：“1”即公司本级，主要负责资产管理和投融资；“5”包括小镇产业、水务、文化旅游、工程建设和白茶产业。城市投资建设方面，公司在土地开发与运营、城市基础设施建设等行业汇集了本地的资源和优势，在安吉县同行业处于支柱地位。水务、白茶等经营领域方面，公司通过不断的并购和资源整合，竞争实力不断提升。

2. 人员素质

公司共有高层管理人员5名，其中，总经理1名，副总经理3名，董事会秘书1名。

周斌先生，本科学历，工程师；历任安吉县建设局建筑工程质量监督站副站长、站长，安吉县房地产管理处主任，安吉县天荒坪镇党委副书记、党委委员、副镇长、纪委书记，安吉县住房和城乡建设局党委委员、副局长；2017年1月起任公司党委副书记、董事长、总裁。

陈卫先生，本科学历，曾在安吉县港口乡、天荒坪镇、县府办、组织部、住建局、发经委工作及任职；2017年11月起任公司总经理、董事。

截至2017年底，公司员工合计394人。从文化素质来看，本科及以上学历的员工占41.88%、大专学历的员工占30.20%、高中及以下学历的员工占27.92%；从年龄来看，30岁以下的员工占36.04%、30岁到50岁的员工占54.82%、50岁以上员工占9.14%。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富；员工年龄结构合理，文化素质较高，能够满足公司日常经营管理需要。

3. 政府支持

公司自成立以来承担了大量安吉县重点基础设施及保障房建设项目，在安吉县城市建设和社会经济发展中具有重要地位，得到了安吉县人民政府多方面的支持，主要体现在：

（1）资金注入

2015~2017年，安吉县财政局分别向公司进行资本性投入拨款1.98亿元、3.56亿元和5.00亿元，计入“资本公积”。

（2）财政补贴

2015~2017年，安吉县财政局分别公司拨付经营性补贴款1.37亿元、1.92亿元和1.96亿元，用于支持公司基础设施建设和土地开发业务。

（3）债务置换

根据《浙江省财政厅关于做好第三批地方政府债券转换存量债务有关工作的通知》（浙财预【2015】27号）文件，安吉县财政局负责区域内政府债务置换工作。截至2016年底，公司已通过地方政府债券置换存量债务182,951.57万元，计入“长期应付款”科目。2017年，根据财政局文件，将上述款项作为资本注入增加公司资本公积。

五、管理分析

1. 公司治理

公司按照《公司法》等法律法规的相关要求，建立了包括董事会、监事会和高级管理人员在内的健全有效的法人治理结构。

公司不设股东会，由安吉县财政局行使股东职权，包括决定公司的经营方针和投资计划，决定委派和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会、监事会报告等。

公司设董事会，由5名董事组成。其中，非职工代表董事4名，由安吉县财政局委派；职工代表董事1名，由公司职工代表大会民主选举产生；设董事长1名，由股东从董事会成员中指定。

公司设监事会，由5名监事组成。其中，非职工代表监事3名，由安吉县财政局委派；职工代表监事2名，由公司职工代表大会民主选举产生。设监事会主席1人，由安吉县财政局从监事会成员中指定。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，主要负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，公司为国有独资公司，设立了董事会和监事会，法人治理结构基本健全。

2. 管理体制

目前公司内设财务部、融资部、土地规划部、企划部等9个职能部门，各职能部门分工明确。

财务管理方面，公司实行制度化、规范化的财务流程管理，根据审核无误的原始凭证编制记账凭证，并对公司资本金和负债管理、长期资产管理、收入管理、成本费用管理、利润及利润分配管理等各项科目的会计处理方法均做出了详细说明。

资金管理方面，公司本部统一筹措、调度、管理资金，部门在本部批准的资金计划范围内管理使用日常经营资金，根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，提高资金在整个公司内的使用效率。

项目管理方面，公司规范了工程立项、招标、造价、建设、验收等环节的管理制度及工作流程；明确了相关部门和岗位的职责权限，做到分工负责，对工程建设全过程进行监督，确保工程项目的质量、进度和资金安全。

对外担保方面，公司对外担保实行统一管理，未经公司董事会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保合同、协议或其他类似法律文件，明确公司对外担保应当遵循合法、审慎、互利、安全原则，严格控制担保风险。

工程建设方面，公司通过聘请监理、驻派现场管理员等方式，对项目的安全、质量和进度等方面进行监督和管理。除现场驻派人员和第三方监理以外，公司另行派人不定期到工地巡视，外聘专业安全公司定期对公司各项目进行检查，确保不出现重大责任事故。公司对施工图纸进行专业化管理，对重要施工流程设置旁监人员，每月根据天气等实际因素对工程进度进行合理调整，以确保工程的质量和进度。

总体看，公司内部管理制度较为完善，能够满足公司日常经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是安吉县主要的城市基础设施投资、建设及运营的主体，承揽了安吉县的主要市政基建项目。经营业务包括土地整理及基础设施建设、安置房及商品房销售、供水业务、房产物业租赁及管理、茶叶及农产品销售和石油销售等。2015~2017年，公司主营业务收入波动增长，三年分别实现8.30亿元、7.93亿元和9.73亿元，年均复合增长8.28%。

从收入情况来看，土地整理及市政基础设施建设收入和安置房及商品房销售收入一直是公司营业收入的主要来源。2015~2017年，公司土地整理及基础设施建设收入逐年下降，三年分别为4.67亿元、4.40亿元和4.28亿元；安置房及商品房销售收入随公司承建安置房项目陆续完工出售有所波动，2015~2017年分别为3.14亿元、2.20亿元和3.31亿元；2015~2017年公司供水业务快速增长，分别实现收入为0.30亿元、0.67亿元和0.88亿元；房产物业租赁及管理业务收入随着公司商品房及保障房的开发而产生，2015~2017年分别为310.29万元、649.02万元和834.76万元；茶叶及农产品销售业务2015~2017年分别实现收入109.91万元、4,521.99万元和6,172.35万元，呈增长趋势；加油站业务系2016年下半年新增业务，2016年和2017年分别实现收入为134.19万元和4,153.63万元。随着供水业务、茶叶及农产品销售业务逐步开展，公司市场化经营性业务收入在主营业务收入中占比逐步上升。

表7 2015~2017年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理及基础设施建设	46,661.10	56.23	9.07	44,007.33	55.53	9.45	42,757.28	43.94	13.30
安置房及商品房销售	31,396.35	37.83	11.19	21,997.13	27.76	10.63	33,104.46	34.02	7.86
供水业务	3,023.66	3.64	14.23	6,663.30	8.41	14.83	8,785.57	9.03	-1.42
房产物业租赁及管理	310.29	0.37	-200.72	649.02	0.82	-152.02	834.76	0.86	-188.53
茶叶及农产品销售	109.91	0.13	14.49	4,521.99	5.71	27.36	6,172.35	6.34	16.03
加油站业务	--	--	--	134.19	0.17	19.25	4,153.63	4.27	26.35
其他业务	1,481.97	1.79	11.77	1,280.92	1.62	-26.26	1,490.52	1.53	35.52
合计	82,983.27	100.00	9.33	79,253.89	100.00	9.37	97,298.58	100.00	9.46

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015~2017年，公司主营业务毛利率保持相对稳定，分别为9.33%、9.37%和9.46%。分业务看，公司土地整理及基础设施建设业务毛利率不断增长，2015~2017年分别为9.07%、9.45%和13.30%，其中，土地整理业务的收入确认按成本加成模式，毛利率取决于加成比例，相对稳定，公司承接的市政绿化工程毛利率较高，随着该部分收入占比提升，带动该板块毛利率有所提升；安置房及商品房销售业务毛利率呈下降趋势，主要系商品房销售占比下降所致；供水业务2015~2016年毛利率保持稳定，2017年毛利率大幅下降主要系原水价格上涨所致；房产物业租赁及管理业务部分物产尚处免租期，开办费和装修费在本期摊销较多，使得该板块毛利持续倒挂；茶叶及农产品销售业务2016年毛利率较高，系部分推广投入未入成本所致；加油站业务系2016年下半年新增，整体毛利率较高，2017年为26.35%。

总体看，公司收入规模有所增长，毛利率水平较为稳定。

2. 业务运营

（1）土地整理及基础设施建设

公司的土地整理及市政基础设施建设业务主要由下属子公司安吉县城市建设发展有限公司（以下简称“安吉建发”）负责。安吉建发土地开发运作模式较为成熟，将政府委托开发的土地通过征地拆迁和基础设施建设实现“五通一平”（即：通路、通电、通讯、供水、排水和土地平整），完成土地的一级开发，将“生地”整理为“熟地”，开发前期相关补偿资金及其他配套支出由安吉建发垫付，土地整理工作完成后，安吉建发将土地交由国土局挂牌出让并回收投资。公司基础设施建设项目一般是土地整理后同区块的配套基础设施工程，项目完工后移交给安吉县新农村建设发展总公司（以下简称“新农村公司”），公司工程款由县财政局进行结算支付。

从收入确认方式来看，根据公司与安吉县人民政府签订的委托建设合同及补充协议，安吉城建土地整理项目按照成本加成的形式确认收入，2015年加成比例为8%，2016年及以后加成比例为12%。公司基础设施建设项目均为土地整理地块的配套基础设施工程，单个项目工程量较小，工程款按经审核的工程成本加成管理费计算，项目竣工后移交给新农村公司，由县财政局进行结算支付。

2015~2017年，公司的土地整理及基础设施建设业务收入分别是4.67亿元、4.40亿元和4.28亿元。其中，土地整理业务受政府调控影响逐年下降，2015~2017年收入分别为4.38亿元、3.83

亿元和2.79亿元。此外，公司子公司安吉舜嘉建设有限公司、浙江安吉广和建设有限公司、浙江安吉新地园林工程有限公司安吉广和苗木有限公司也从事部分基础设施建设业务，业务模式按市场化运作，收入按照具体项目合同来确认。2015~2017年，公司土地整理及基础设施建设收入中的绿化、园林及苗木收入不断增长，分别为2,894.54万元、5,702.37万元和14,842.57万元；该业务利润空间较大，对公司当期毛利率有一定提升作用。

从款项回流和账务处理看，2015~2017年，公司土地整理及基础设施建设业务收入到位资金分别为5.10亿元、6.78亿元和11.84亿元，扣除预收账款，剩余部分计入“应收账款”科目。

表8 公司土地整理及基础设施建设收入构成明细（单位：万元）

业务分类	2015 年	2016 年	2017 年
土地及基础设施建设	43,766.56	38,304.95	27,914.72
绿化、园林及苗木	2,894.54	5,702.37	14,842.57
合计	46,661.10	44,007.32	42,757.28
当年到位资金（包含预收账款）	50,993.00	67,831.00	118,357.81

资料来源：公司提供

注：浙江安吉广和建设有限公司和浙江安吉新地园林工程有限公司实施；通过公开市场招投标取得工程，市场定价。

截至2017年底，公司在建的土地整理及基础设施建设项目主要包括灵芝区块、太湖山项目等14个项目（详见下表），上述项目合计总投资金额61.74亿元，截至2017年底已完成投资39.24亿元，剩余22.50亿元计划于2020年前全部投资完毕。

表9 截至2017年底公司土地整理及基础设施建设项目（单位：万元）

项目名称	建设期间	项目类型	总投资金额	已投资金额
灵芝区块	2013~2019	旧城改造	120,000.00	97,267.16
太湖山项目	2015~2020	城中村改造	82,000.00	5,407.13
芝里地块(汪家庄)	2015~2020	城中村改造	57,000.00	15,128.44
城东新区(二期)	2014~2019	城中村改造	46,000.00	50,090.54
天使乐园区块	2013~2018	城中村改造	42,000.00	44,172.85
递铺港北段改造工程	2013~2016	河港整治	35,000.00	34,606.00
城东新区(红线外)	2014~2018	城中村改造	35,000.00	29,574.92
天山坞项目	2015~2018	城中村改造	29,000.00	8,389.30
余墩区块	2014~2018	旧城改造	80,000.00	37,238.60
递铺港河道整理	2013~2017	河港整治	18,000.00	21,269.22
递二社区转椅市场、特产市场	2016~2017	城中村改造	2,580.00	2,749.34
驿站西侧	2016~2017	城中村改造	40,000.00	24,811.05
穆皇东路	2016~2019	城中村改造	20,800.00	17,184.68
递铺北路	2017~2017	城中村改造	10,000.00	4,523.43
合计			617,380.00	392,412.66

资料来源：公司提供

注：上述土地整理及基础设施建设项目均为政府代建项目。

（2）安置房及商品房建设销售

公司于2013年开始进行房地产开发，现阶段以回迁安置房为主。从业务模式看，公司根据安吉县政府安置房建设指导安排，按照市场化模式，进行安置房建设开发，销售方面，对于在安吉县区域范围内开发的保障房项目，公司与对应的回迁安置户直接签订房屋销售合同，进行定向销售；对于在安吉县区域范围外开发的保障房项目，公司与当地政府相关单位签订合同，

约定保障房项目回购金额和回购方式。

2015~2017年，公司安置房及商品房销售业务收入随公司承建安置房项目陆续完工出售有所波动，分别为3.14亿元、2.20亿元和3.31亿元，主要来源于紫金花园、天湖人家和禹山坞等安置房项目以及玉华路绿城商品房项目。其中，紫金花园和禹山坞安置房项目为公司开发区域内项目，定向销售给拆迁户，紫金花园项目按照投资成本加成8%确定销售金额；禹山坞安置房、天山坞安置房、十字路安置房及后寨路安置房按照投资成本加成12%确定销售金额；天湖人家项目位于天湖区，公司与天湖区政府签订合同，约定以3,800元/平方米进行政府回购；玉华路绿城项目按商品房市场价格销售。近三年，公司安置房及商品房销售业务毛利率逐年下降，主要系利润空间较大的商品房销售收入占比下降所致。

表10 截至2017年底公司安置房销售情况（单位：平方米、万元）

项目名称	销售面积	销售收入
紫金花园	70,000	32,294.10
天湖人家	66,000	21,528.33
禹山坞安置房	43,000	15,757.00
天山坞安置房	43,568	13,100.39
十字路安置房	37,684	11,335.19
后寨路安置房	6,765	2,434.45
玉华路绿城项目	24,666	22,887.00
合计	291,683	119,336.50

资料来源：公司提供

注：天湖人家销售收入中包含车库及底商销售收入。

截至2017年底，公司在售的房地产项目主要为后寨路安置房及玉华路绿城商品房项目，待售面积合计3.55万平方米。

截至2017年底，公司在建或拟建的房地产项目包括穆皇路安置房项目以及玉华路绿城和孝丰云鸿塔等商品住宅项目。上述项目计划总投资金额9.80亿元，截至2017年底已完成投资2.38亿元，预计于2018~2020年陆续建设完成，上述项目全部可售面积达11.73万平方米。

表11 截至2017年底公司在建或拟建的房地产项目（单位：万元、平方米）

项目名称	预计完工时间	总投资金额	已投资金额	预计可售面积
穆皇路安置房	2017.12	1,000.00	490.00	4,000.00
玉华路绿城项目	2019	32,500.00	14,597.00	7,334.00
孝丰云鸿塔项目	2020	21,000.00	195.00	40,000.00
凤凰中心广场	2020	43,500.00	8,500.00	66,000.00
合计		98,000.00	23,782.00	117,334.00

资料来源：公司提供

整体看，公司目前在建房地产项目能够为公司在未来几年里带来较为稳定的销售收入，但去化效率受房地产市场波动影响明显，同时在建房地产项目后续投资规模较大，对公司产生一定资金压力。

（3）经营性业务

公司除承担安吉县土地整理、基础设施建设以及房地产业务外，还致力于国有资产运营，并积极拓展市场化经营业务。目前，公司所产生的经营性业务收入主要来源于自来水供应、自

有物业租赁、茶业销售和加油站业务。

业务板块介绍

自来水供应

为解决安吉县自来水供应商多但村镇依旧存在供水难的问题，安吉县政府决定将县内水务工作交由公司统一管理。2014年公司原股东安吉县资产经营有限公司将安吉国源水务有限公司（以下简称“国源水务”）划转给公司，同时国源水务收购安吉县乐平自来水有限公司（以下简称“乐平自来水”）和安吉县孝丰自来水有限公司（以下简称“孝丰自来水”）两家自来水供应公司。2015年公司收购了安吉众源水务有限公司，并合并设立了安吉双源自来水有限公司。

随着公司持续大规模收并购，2015~2017年，公司供水业务规模快速增长。截至2017年底，公司供水区域已覆盖凤凰、孝丰、乐平、天子湖、天荒坪等地，供水能力达到23万吨/天。2017年，公司总售水量达3,216万吨，供水业务实现收入8,785.57万元，分别较2016年增长31.59%和31.85%。2017年，公司供水业务毛利率大幅下降，主要系原水价格上涨所致。

房产物业租赁及管理

公司目前可出租物业主要包括经典1958项目、旅游集散中心项目、九州昌硕广场项目及遇花园项目等。经典1958项目出租面积3万余平方米，租金大约在50元/平方米/月，目前出租率已达96%；旅游集散中心可出租面积约3万平方米，南北两区已对外开业，其中北区通过国家级旅游标准化验收；九州昌硕广场出租面积7,000多平方米，租金大约在54元/平方米/月，目前已全部对外出租；遇花园项目可出租面积约1.5万平方米，租金约8.65元/平方米/月，系2017年新对外出租，据合同约定有1~5个月免租期不等。2017年，公司物业完成招商约98%，房产物业租赁及管理业务实现收入834.76万元，由于部分物业尚处于免租期，故年租金收入尚无法覆盖折旧和招商费用。随着各商圈的逐步成熟，该业务经营状况有望得以好转。

茶叶销售

2015年公司成立了安吉县白茶产业发展有限公司、安吉茶产业有限公司和安吉极白白茶销售有限公司，并陆续收购了安吉县的一些茶厂，拟整合安吉白茶上下游资源，打造从种植、加工、销售、茶衍生品、茶旅游等一整条白茶产业链。据2018中国安吉白茶开采新闻发布会报告，2017年安吉白茶产量1,860吨，产值达24.74亿，连续八年跻身全国茶叶类区域公共品牌十强，位列第五，品牌价值达34.87亿元。安吉白茶产业已经初具规模，公司作为安吉县主要的国企，有一定的资源整合优势。2015年公司实现茶叶及农产品销售收入109.91万元，2016~2017年公司茶叶销售业务全面展开，实现该项业务收入分别为4,521.99万元和6,172.35万元，保持快速增长趋势。未来随着资源整合的推进，预计此项业务收入会进一步增长。

加油站业务

子公司安吉经典资产管理集团有限公司（以下简称“安吉经典”）与中国石化销售有限公司湖南常德津市棠华加油站合作成立了安吉经石加油站有限公司（以下简称“安吉石油”），主营汽油、柴油带储存销售。安吉石油注册资本4,876万元，安吉经典以土地使用权（面积4,758平方米）方式作价入股，占股51%，中石化以货币出资占股49%。安吉石油目前拥有1个加油站，位于安吉大道，该站用地面积4,758平米，建筑面积为1,423平方米，其中营业房面积501平方米，二层框架结构，罩棚面积520平方米，埋地油罐5只，每只30立方米，共120立方米（柴油罐减半计取），加油机5台，油枪16只。该加油站于2016年8月建成投入使用，2016及2017年分别实现收入134.19万元和4,153.63万元。

经营性业务在建项目

公司经营性业务主要的在建项目有农村生活污水集中处理系统示范工程和城东片区海绵

城市建设项目。上述项目计划总投资金额 26.95 亿元，截至 2017 年底已投资 14.62 亿元，后续投资大部分将在未来三年内投资完毕。总体看，公司未来三年经营性业务投资规模较大，进一步加重了公司的外部融资压力。

表 12 截至 2017 年底公司经营性业务主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	计划总投资金额	累计投资金额	未来投资计划		
				2018 年	2019 年	2020 年
农村生活污水集中处理系统示范工程	2014~2019	70,000.00	28,937.62	21,000.00	14,054.00	6,008.38
馒头山景区旅游服务建设项目	2012~2017	81,094.00	74,935.80	3,000.00	3,158.20	--
极白安吉白茶产业园项目	2016-2018	15,000.00	176.85	4,856.00	5,000.00	4,967.15
两山梦想小镇二期	2017~2018	5,000.00	1,174.75	3,825.25	--	--
花卉苗木市场二期	2017~2019	23,000.00	30.41	18,000.00	2,000.00	3,000.00
城东片区海绵城市建设项目	2017~2019	75,371.00	40,936.43	17,000.00	17,435.57	--
合计		269,465.00	146,191.86	67,681.25	41,647.77	13,975.53

资料来源：公司提供

总体看，公司经营性业务尚处起步阶段，对收入规模贡献度有限，但具有较大增长潜力；未来经营性业务进一步开展，投资规模较大，公司将承担一定资金压力。

3. 经营关注

（1）资金平衡风险

公司土地开发业务和保障房建设工程业务资金占用量较大，项目完工结算后的资金回流效率对公司现金流影响较大。

（2）基础设施建设及土地开发整理业务存在波动

公司基础设施建设及土地开发整理业务受政府调控影响，年业务量及收入情况存在一定波动。

（3）受自身职能影响，一定时期内经济效益有限

公司作为承安吉县土地整理、基础设施建设以及保障房建设的国有企业，工程项目的发与安吉县规划和建设密切相关，承担部分社会职能对公司经营效益产生一定的影响。

4. 未来发展

通过近几年的快速发展，公司“1+5”的多元化经营格局已初步形成。未来，公司将在继续承担起安吉县城市建设投资职能、建设美丽乡村任务的同时，发挥自身资源优势，深化国企改革，提高市场化运作程度和经营效率。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年度合并财务报表经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2017年底，公司合并范围内共有37家子公司。合并范围变化方面，2016年公司合并范围内新增7家公司，均为新投资设立；2017年公司合并范围内新增3家公司，其中2家系新投资

设立，1家系收购。总体看，公司合并范围变动对财务数据影响较小。

截至2017年底，公司合并资产总额为163.53亿元，负债合计106.71亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计56.83亿元，其中归属于母公司的所有者权益56.57亿元。2017年，公司实现营业收入10.51亿元，净利润（含少数股东损益）1.83亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.01亿元；2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为5.99亿元，现金及现金等价物净增加额为3.36亿元。

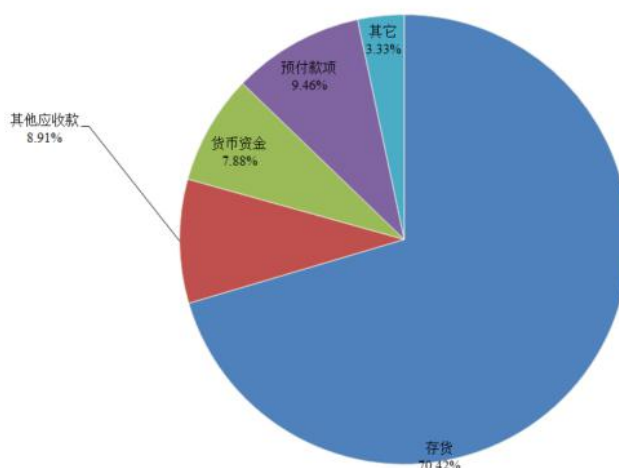
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额波动中有所增长，年均复合增长9.68%。2017年底，公司资产总额163.53亿元，较年初下降0.03%，其中流动资产和非流动资产分别占85.54%和14.46%，公司资产构成以流动资产为主。

（1）流动资产

2015~2017年，公司流动资产波动增长，年均复合增长7.88%，截至2017年底，公司流动资产为139.89亿元，较年初下降1.95%。流动资产主要以货币资金（占7.88%）、预付款项（占9.46%）、其他应收款（占8.91%）和存货（占70.42%）构成，如下图所示。

图1 截至2017年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2014~2017年，公司货币资金持续增长，年均复合增长20.13%。截至2017年底，货币资金11.03亿元，较年初增长14.71%，主要系经营回款情况较好所致。公司货币资金主要为银行存款（占比99.91%）。2017年底公司货币资金中使用权受限的货币资金2.47亿元，全部为用于提供质押担保及保函保证金，占货币资金总额的22.39%，受限比例一般。

公司预付款项主要是预付工程款，2015~2017年，公司预付款项快速增长，年均复合增长31.97%。2017年底，公司预付款为13.23亿元，较年初增长22.41%，主要是对于昌硕街道城中村改造一期项目的支出，公司通过委托街道办事处进行土地征拆的预付款；其中，账龄在1年以内的占96.74%，1~3年的占3.22%，3年以上的占0.04%，账龄超过1年的预付款项全部为未到结算期工程款。

2015~2017年，公司其他应收款受关联方资金往来规模变动影响，呈波动下降趋势，年均复合下降16.77%。2017年底，公司其他应收款账面价值12.46亿元，较年初下降45.14%。公司

其他应收款前5名金额合计8.58亿元，占其他应收款余额的67.64%，集中度一般，其中浙江银润休闲旅游开发有限公司与浙江凤凰国际置业有限公司为民营企业，公司与其资金往来主要系前期垫付的安置房款、土地整理工程款等，目前上述两家民营企业经营情况未见异常。2017年公司对按账龄组合分类其他应收款计提坏账准备0.20亿元，计提比例0.88%。

表13 截至2017年底公司其他应收款前5名情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	单位性质
浙江银润休闲旅游开发有限公司	5.29	41.70	民营企业
浙江凤凰国际置业有限公司	1.19	9.35	民营企业
安吉县国土资源局行政服务中心	0.88	6.90	政府部门
安吉县天荒坪镇人民政府	0.62	4.89	政府部门
安吉县城市行政执法管理局	0.61	4.80	政府部门
合计	8.58	67.64	--

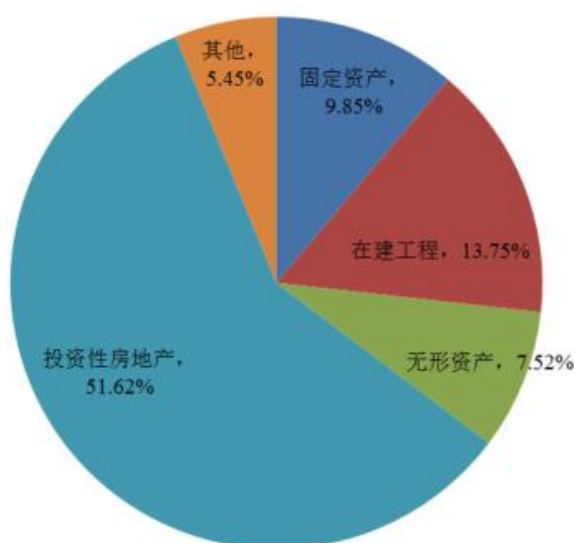
资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司存货有所增长，年均复合增长9.62%，主要系公司土地开发整理增加所致。2016年底，公司存货中有21宗开发用土地，账面价值19.89亿元，2017年，政府根据统一规划收回其中19宗土地，账面价值19.03亿元，相应调减公司资本公积。2017年底，公司存货账面余额98.51亿元，较年初增长3.74%，主要系开发成本增加所致；公司存货以土地整理征迁形成的开发成本（占97.36%）为主，其变现能力受政府调控及土地市场行情影响较大。2017年底，公司存货中无减值情况，未计提存货跌价准备。

（2）非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长22.58%，主要系投资性房地产快速增长所致。截至2017年底，公司非流动资产23.64亿元，较年初增长13.12%，主要系投资性房地产增长所致。非流动资产主要由可供出售金融资产（占比11.81%）、投资性房地产（占比51.62%）、固定资产（占比9.85%）、在建工程（13.75%）和无形资产（7.52%）等构成。

图2 截至2017年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017年,公司可供出售金融资产快速增长;2017年底公司可供出售金融资产2.79亿元,较年初增加0.96亿元,主要系新增对安吉万旅特色小镇产业投资合伙企业(有限合伙)和安吉浙建投资有限公司股权投资。2017年公司分别收到安吉万信白茶产业投资合伙企业(有限合伙)及安吉万旅特色小镇产业投资合伙企业(有限合伙)现金红利37.36万元和1,290.16万元。

2015~2017年,公司投资性房地产大幅增长,年均复合增长28.21%,主要系公司建设的商业地产建成转入投资性房地产所致。公司投资性房地产以成本模式进行后续计量,截至2017年底,公司投资性房地产账面原值13.71亿元,较年初增加2.93亿元,其中由固定资产转入0.89亿元,存货转入0.85亿元,无形资产转入1.18亿元。2017年公司投资性房地产累计折旧和摊销1.50亿元,账面价值12.20亿元,较年初增加1.98亿元。

2015~2017年,公司固定资产波动增长,年均复合增长3.28%,主要来自购置房屋及建筑物和管网资产。截至2017年底,公司固定资产账面价值2.33亿元,较年初下降20.78%。公司固定资产累计折旧0.64亿元,固定资产成新率为78.45%,成新率较高。截至2017年底,公司固定资产中525.74万元用于抵押担保,受限比例很低。

2015~2017年,公司在建工程快速增长,年均复合增长78.07%。2017年底,公司在建工程3.25亿元,较2016年底增加1.54亿元,主要来自农村生活污水集中处理系统示范工程和思源供水及各水厂改造工程的资金投入;同年在建工程减少0.08亿元,主要系安吉大道加油站工程和思源供水及各水厂改造工程等项目建设完工转入固定资产所致。

2015~2017年,公司无形资产快速下降,年均复合下降33.23%。2017年底,公司无形资产账面原值1.95亿元,主要以土地使用权(占比93.85%)为主;同比减少1.18亿元,系将土地使用权转入投资性房地产所致;同年无形资产增加0.14亿元,主要系自用土地由投资性房地产转入所致。

受限资产方面,截至2017年底,公司使用受限资产账面价值8.71亿元,主要系用于抵押担保的投资性房地产和用于质押担保及保函保证金的货币资金,占公司总资产的5.33%,受限比例较低。

表14 截至2017年底公司受限资产情况(单位:万元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	24,670.64	质押担保及保函保证金等
存货	2,720.52	抵押担保
投资性房地产	55,631.39	抵押担保
固定资产	525.74	抵押担保
无形资产	3,552.40	抵押担保
合计	87,100.70	--

资料来源:公司审计报告

总体看,近年来,公司资产规模波动中有所增长,构成以流动资产为主;其中存货、其他应收款和预付款项占比较大,对公司资金形成占用。此外,公司投资持有的有限合伙企业股权、投资性房地产以及涉及水务的管网等资产均可带来较为稳定的现金收益,但规模相对较小。总体看,公司整体资产质量一般。

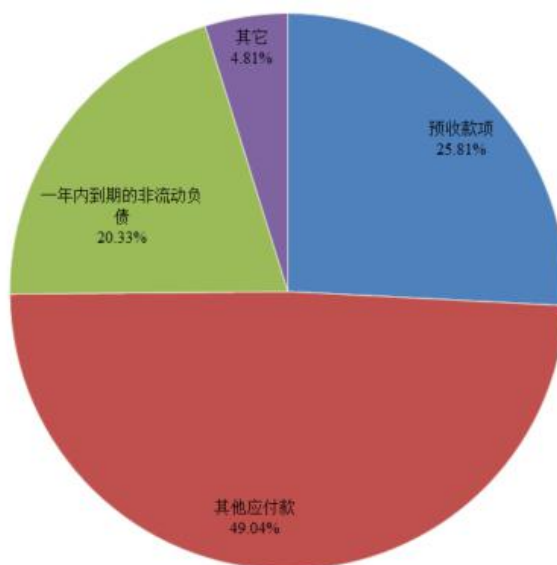
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2015~2017年，公司负债总额波动中有所增长，年均复合增长8.85%。2017年底，公司负债合计106.71亿元，较年初下降5.07%，其中流动负债和非流动负债分别占42.63%和57.37%，公司负债结构以非流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长7.76%。2017年底，公司流动负债45.49亿元，较年初增长30.03%，主要系预收款项增长所致。流动负债主要由预收款项（占25.81%）、其他应付款（占49.04%）和一年内到期的非流动负债（占20.33%）构成。

图3 截至2017年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司预收款项快速增长，年均复合增长83.77%，主要系预收工程款及房款增长所致。2017年底，公司预收款项为11.74亿元，较年初增长145.92%，主要由预收工程款及房款构成（占98.81%）。

2015~2017年，公司其他应付款波动幅度较大，分别为21.94亿元、16.98亿元和22.31亿元，主要为关联方往来款。2015年，公司其他应付款中包含有偿拆借资金12.41亿元，纳入公司全部债务核算。2016~2017年底，公司其他应付款全部为无息往来资金。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，分别为9.20亿元、9.98亿元和9.25亿元。2017年底，公司一年内到期的非流动负债较年初下降7.33%，由一年内到期的长期借款（8.47亿元）和长期应付款（0.78亿元）构成。

2015~2017年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长9.69%。截至2017年底，公司非流动负债61.21亿元，较年初下降20.94%，主要系长期应付款的下降所致。2017年底公司非流动负债由长期借款（占67.48%）和应付债券（占28.69%）构成。

2015~2017年，公司长期借款有所波动，年均复合下降1.75%。2017年底，公司长期借款41.31亿元，较年初增长6.74%，以保证借款（占61.83%）和抵押借款（占35.47%）为主。

2015~2017年，公司应付债券快速增长，年均复合增长196.66%。2016年底，公司应付债券17.36亿元，较年初增加15.36亿元，系来自2016年3月和10月非公开发行的8.00亿元“16安投01”

（期限5年）和7.50亿元“16安投02”（期限5年），以及2016年5~12月分期私募发行的1.86亿元“16安吉城投债”（期限3年）。2017年底，公司应付债券17.56亿元，较年初增加0.2亿元，系来自2017年分期私募发行的0.2亿元“16安吉城投债”（期限3年）。

2015~2017年，公司全部债务波动增长，年均复合增长4.25%。同期，公司全部债务结构变化明显，短期债务占比持续下降，长期债务占比快速上升。2017年底，公司全部债务69.79亿元，其中短期债务和长期债务分别占13.25%和86.75%，有息债务以长期债务为主。从债务期限结构来看，以2017年底有息债务为基础，近期，公司一年内到期债务9.25亿元，占全部债务的13.25%，短期支付压力一般；远期，公司发行的“16安投01”和“16安投01”附投资人回售选择权，若投资人选择在2019年回售上述债券，考虑到其他到期债务，公司将于2019年兑付债务本金19.58亿元；若投资人选择持有上述债券至2021年到期，考虑到其他到期债务，公司将于2021年兑付债务本金20.05亿元，公司将面临一定集中偿付压力。

从债务指标看，2015~2017年，公司资产负债率，长期债务资本化比率降和全部债务资本化比率均波动下降，2017年底，上述三年指标分别为65.25%、51.58%和55.12%。公司整体债务负担较重。

总体看，近年公司负债水平波动下降，但整体债务负担仍较重；安吉县财政局对公司政府债务置换在一定程度上缓解了公司债务负担。未来，随着公司项目投建以及经营性业务的不断开展，公司债务规模可能进一步上升。

（2）所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长11.30%，主要是由于安吉县财政局资本性投入拨款带动资本公积增长所致。2017年底，公司所有者权益合计56.83亿元，主要由实收资本（占14.14%）、资本公积（占72.22%）和未分配利润（占13.64%）构成。

2015~2017年，公司实收资本未发生变化，均为8.00亿元。2015~2017年，公司资本公积分别为33.09亿元、36.66亿元和40.86亿元。2015~2017年，安吉财政局分别对公司资本性投入拨款1.98亿元、3.56亿元和5.00亿元，带动资本公积不断增长。2017年，公司子公司安吉茶产业集团有限公司收购少数股东权益，使公司资本公积减少714.27万元；根据安吉县财政局的通知文件，对安吉县政府2017年收回公司土地价值与财政债券置换资金补偿的差额，冲减公司资本公积0.73亿元。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入和营业成本均波动中有所增长，2017年公司营业收入和营业成本分别为10.51亿元和9.20亿元。2015~2017年，公司营业利润率有所波动，2017年为7.34%，较2016年下降1.60个百分点。

随着公司经营规模的扩大和业务开展的需要，2015~2017年，公司期间费用快速增长，年均复合增长60.49%。由于基础设施建设所产生的利息支出大多被资本化，公司期间费用以销售费用和管理费用为主。2015~2017年，公司期间费用分别为0.56亿元、1.19亿元和1.45亿元，分别占营业收入比重为6.46%、14.21%和13.79%，期间费用对公司利润形成一定侵蚀，公司对期间费用控制力有待加强。

2015~2017年，公司投资收益快速增长，年均复合增长1,073.93%，2017年为0.70亿元，主要系收购子公司股权，原持股比例部分与合并日子公司净资产的增值金额。

2015~2017年，公司收到政府补助逐年增长，分别1.37亿元、1.93亿元和1.96亿元。同期，

受益于政府补助支撑，公司利润总额波动中有所增长，分别为1.48亿元、1.43亿元和1.91亿元。

从盈利指标看，2015~2017年公司资本和权益规模不断增长，利润总额波动增长且增幅较大，公司总资本收益率和净资产收益率均呈波动增长趋势，2017年上述两项指标分别为1.55%和3.38%。公司整体盈利能力较弱。

总体看，近年公司营业收入波动增长，期间费用快速增长，对营业利润形成一定侵蚀；公司利润总额对政府补助依赖程度很高，整体盈利能力较弱。未来，随着各业务板块逐渐成熟，公司整体盈利能力有望得以改善。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量快速增长。其中，销售商品、提供劳务收到的现金主要来自土地整理业务款项回流，呈快速增长趋势。2015~2017年，公司现金收入比分别为60.59%、119.36%和164.52%，受益于土地出让业务现金回笼，公司收入实现质量明显改善。同时受安置房及商品房项目投资建设快速推进的影响，2015~2017年公司购买商品、接受劳务支付的现金亦呈快速增长趋势。此外，公司与项目合作单位之间往来款主要体现在收到/支付其他与经营活动有关的现金，2017年公司往来资金流入规模大幅增长，往来资金流出大幅下降。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流净额分别为-9.02亿元、-15.78亿元和5.99亿元。其中，2017年，受益于土地整理及安置房销售业务现金回流情况较好及经营性往来款大额净流入，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正。

投资活动现金流方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入规模快速增长，主要系前期投资的如安吉万旅特色小镇产业投资合伙企业等对外投资企业盈利分红。同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金规模波动下降。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.16亿元、-5.75亿元和-2.56亿元。

2015~2017年，公司筹资活动前现金流净额分别为-12.18亿元、-21.54亿元和3.44亿元。同期，与筹资需求相匹配，公司筹资活动现金流入呈波动下降趋势，2017年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金15.37亿元和收到其他与筹资活动有关的现金8.15亿元（主要包括收到安吉县财政局资本性拨款5亿元以及质押定期存单转回1.9亿元）。2015~2017年，公司筹资活动现金流出保持基本稳定，主要系偿还债务及偿付利息支付的现金。同时，公司筹资活动产生的现金流量净额波动幅度较大，2015~2017年分别为10.41亿元、21.83亿元和-0.08亿元。

总体看，公司在经历业务扩张期之后，经营活动和投资活动现金支出规模有所回落，经营活动的现金流入为公司提供了较充裕的现金储备，公司对外部融资依赖性一般，但考虑到公司未来投资规模较大，公司仍存在一定的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率波动中有所下降但均保持在很高水平。同期，公司存货规模较大且不断增长，公司速动比率波动中有所下降，2017年底上述两项指标分别为307.51%和90.97%。2015~2017年，公司现金类资产持续增长，分别为公司短期债务的0.55倍、0.88倍和1.19倍，对短期债务的保障能力不断增强。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA持续增长，三年分别为1.91亿元、2.03亿元和2.98亿元。2017年，EBITDA主要由利润总额（占比64.06%）、折旧（占比23.81%）和计入财务费用的利息支出（占比7.66%）所构成。2015~2017年，EBITDA利息倍数分别为

0.29 倍、0.34 倍和 0.50 倍；EBITDA 全部债务比分别是 0.03 倍、0.02 倍和 0.04 倍，公司长期偿债能力较弱。总体看，公司整体偿债能力适中；未来偿债资金依赖于政府支持和经营性业务收入增长。

截至 2017 年底，公司已获得各商业银行授信额度合计 67.56 亿元，已使用的授信额度 55.08 亿元，未使用额度 12.48 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 21.33 亿元，担保比率 37.53%，担保对象主要为区域内国有市政建设类公司和旅游公司。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

表15 截至2017年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保余额	担保到期日
安吉旅游发展有限公司	0.16	2018 年 8 月
安吉县大竹海旅游有限公司	0.85	2019 年 8 月
安吉县新农村建设发展总公司	12.50	2024 年 8 月
安吉县民生村镇建设有限公司	1.00	2019 年 9 月
安吉县大竹海旅游有限公司	0.66	2020 年 6 月
安吉县民生村镇建设有限公司	1.60	2021 年 12 月
浙江天昊建设发展有限公司	1.90	2021 年 1 月
浙江天昊建设发展有限公司	2.50	2020 年 2 月
安吉天荒坪红土地农业开发有限公司	0.17	2020 年 12 月
合计	21.33	--

资料来源：公司提供

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1033052300155220V），截至 2018 年 5 月 28 日，公司本部无未结清和已结清的不良类信贷信息记录，过往信用记录良好。

总体看，公司债务结构以长期债务为主，对长期偿债能力较弱；现金类资产对短期债务的覆盖比率适中，流动资产对流动负债的覆盖较好，短期偿债能力适中，公司整体偿债能力尚可。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期绿色债券拟发行规模为 5 亿元，考虑到公司于 2018 年 5 月已发行的 5 亿元“18 安吉绿色债 01”，两期绿色债券发行金额合计 10 亿元，相当于 2017 年底公司长期债务的 16.52%，全部债务的 14.33%，本期绿色债券发行后将对公司现有债务规模和债务结构产生一定影响。

2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 65.25%、51.58% 和 55.12%，以公司 2017 年底财务数据为基础，考虑到已发行的“18 安吉绿色债 01”，不考虑其他因素，预计本期绿色债券发行后，上述指标将分别上升至 66.28%、56.83% 和 53.56%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量快速增长，分别为本期绿色债券拟发行规模（5 亿元）的 3.06 倍、4.00 倍和 6.99 倍，分别为两期绿色债券合计发行规模（10 亿元）的 1.53 倍、2.00 倍和 3.49 倍，对绿色债券本金保障程度好。2015~2017 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为本期绿色债券拟发行规模（5 亿元）的 0.38 倍、0.41 倍和 0.60 倍，分别为两期绿色债券合计发行规模（10 亿元）的 0.19 倍、0.20 倍和 0.30 倍，对绿色债券本金保障程度较低。

本期绿色债券设置本金分期还款安排，在债券存续期的第3至第7个计息年度末，分别按照债券发行总额20%的比例偿还本金。根据分期还款安排，本期绿色债券发行后第3~7个计息年度末，公司每年需偿还绿色债券本金2.00亿元。

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为每年需还款额2.00亿元的7.66倍、10.01倍和17.46倍；公司EBITDA分别为每年需还款额2.00亿元的0.95倍和1.02倍和1.49倍。公司经营活动现金流入量对本期绿色债券分期偿还本金具备很高的保障能力。总体看，本期绿色债券本金分期偿还条款的设立，有助于降低公司集中偿付压力。

3. 偿债资金来源以及募投项目收益情况

本期绿色债券募集资金总额为5亿元，其中募集资金3亿元用于安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设项目，剩余2亿元用于补充营运资金。本期绿色债券募投项目未来的收入是偿债资金的主要来源。

在项目自身运营上，募投项目建成后将取得因节水、节污和降低维护成本所产生的公园节支收入、停车场经营收入、道路两侧与公共建筑区广告位经营收入等收益。本期绿色债券募投项目建设期两年，已于2017年初全面开工，计划于2018年底完工，2019年起实现收入，债券存续期内收入合计约36,924.27万元。

（1）公园节支收入

公园节支收入源于对递铺港河滨公园、凤凰山公园、石马港公园实施海绵体改造所带来的节水、减污、减少涝后修复、增强景观效果等多项效益。

根据协议，各公园海绵体设施改造完成后，相关公园绿地的经营管理公司将在未来10年运营期内与公司共享公园节支效益。基于对过去3年运营维护费用、新增节水效益、景观质量提升等方面的综合评估、测算，确定公司在运营期内每年应分享的节支收入标准为15元/平方米，公园总面积28.82万平方米，由此可得，运营期公园节支收入为432.27万元/年。

（2）停车场运营收入

海绵城市项目建成后，“两山”创客小镇、县旅游集散中心、递铺港河滨公园、凤凰山公园、石马港公园内生态停车位将达到2300个。根据协议，募投项目完工后公司将取得各停车场共6年的经营与收益权，6年运营期满后移交原运营管理公司。

停车收费标准参照城东片区现有停车收费标准实施，按每车15元/天计算；基准周转率按日均3次计算，基准场地利用率按70%计算，不考虑运营期内增长率，可得到公司运营期停车场运营收入2,644.43万元/年。

（3）广告位经营收入

根据协议，募投项目完工后公司将取得所建海绵型道路两侧、“两山”创客小镇、县旅游集散中心和各公园内所有室外广告位6年的经营与收益权，6年运营期满后移交原运营管理公司。

参考安吉县内同类地段广告位租赁平均价格，估算道路沿线广告位收费标准为2,000元/米（按每单侧公里设广告位2个，每个50万元测算），“两山”创客小镇、安吉县旅游集散中心与各个公园的广告位租赁收入标准为40元/平方米（即每15亩绿地设广告位1个，每个40万元），运营期内单价不作调整。场地广告运营收入每年3,005.30万元。

表 16 本次绿色债券存续期内募投项目收入情况以及偿债能力测算

项目	收入 (万元)	明细	债券存续期							
			建设期	运营期						
			2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
公园节支收入	3,025.89	递铺 港河 滨公 园节 支收入 (万元)	--	286.24	286.24	286.24	286.24	286.24	286.24	286.24
		凤凰 山公 园节 支收入 (万元)	--	106.32	106.32	106.32	106.32	106.32	106.32	106.32
		石马 港公 园节 支收入 (万元)	--	39.71	39.71	39.71	39.71	39.71	39.71	39.71
停车场运营收入	15,866.58	停车位 (个)	--	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00	--
		停车场 周转率 (次)	--	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	--
		停车场 利用率 (%)	--	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	--
		停车 费用 (元 / 车 / 天)	--	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	--
		停车 运营 收入 (万元)	--	2,644.43	2,644.43	2,644.43	2,644.43	2,644.43	2,644.43	--
场地广告经营收入	18,031.80	道路 沿线 广告 位租 赁收入 (万元)	--	1,464.60	1,464.60	1,464.60	1,464.60	1,464.60	1,464.60	--
		其它 场地	--	1,540.70	1,540.70	1,540.70	1,540.70	1,540.70	1,540.70	--

项目	收入 (万元)	明细	债券存续期							
			建设期	运营期						
			2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
		广告收入(万元)								
总计	36,924.27	--	--	6,082.00	6,082.00	6,082.00	6,082.00	6,082.00	6,082.00	432.27
绿色债券用于募投项目部分需偿还本息合计	81,600.00	--	--	4,320.00	4,320.00	16,320.00	15,456.00	14,592.00	13,728.00	12,864.00
其中：利息	21,600.00	--	--	4,320.00	4,320.00	4,320.00	3,456.00	2,592.00	1,728.00	864.00
本金	60,000.00	--	--	--	--	12,000.00	12,000.00	12,000.00	12,000.00	12,000.00
偿债覆盖倍数(倍)	0.45	--	--	1.41	1.41	0.37	0.39	0.42	0.44	0.03

资料来源：公司提供

注：测算中债券票面利率参考同期银行基准利率上浮约 10%后按 5.40%计算。

假设本期绿色债券于2018年发行，公司将于2019年开始付息，并于2021年起开始偿还本金。本期绿色债券发行后，两期绿色债券用于项目建设的额度为6.00亿元，该部分额度在债券存续期内付息还本的资金来源主要系募投项目经营收入。

参照“18安吉绿色债01”发行票面利率，假设本期绿色债券票面利率为7.2%，两期绿色债券用于募投项目建设部分需偿还的本息合计为81,600.00万元。

根据募投项目收入情况及偿债能力测算表显示，募投项目在本期绿色债券存续期间累计产生经营收入36,924.27万元，对两期绿色债券项目建设使用额度本息合计（81,600.00万元）偿还倍数为0.45倍，覆盖能力较低。本期绿色债券设置本金分期偿还条款，按年度看，进入项目运

营期后，按照还款计划，在分期偿付本金期间（2021~2025年），募投项目收入偿债覆盖倍数在0.03倍~0.44倍之间。即，除2019年及2020年募投项目经营收入能够覆盖当期应偿还利息金额之外，剩余存续期内的募投项目收入对当期应付利息及本金覆盖能力均偏低，需要依赖公司自身经营收益进行补充。根据《浙江省安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设项目可行性研究报告》，上述预测未考虑到运营成本及营业税及其附加等经营性支出。

总体看，募投项目经营收入对本次绿色债券项目建设使用额度本息偿还金额覆盖能力低，用于募投项目建设的募集资金偿还有赖于公司自身经营收益补充；本次绿色债券设置分期偿还条款，有助于降低集中偿付压力。本次绿色债券募集资金投向绿色产业项目，联合评级会持续关注所投项目的环境风险，以及由此带来的法律风险和声誉风险，并评估由此带来的直接或间接的资金损失对于偿债能力的影响。同时，绿色基金或社会责任投资等对于绿色债券融资便利性和成本效率也具有一定程度的提升作用，有助于增强其偿债能力。

同时联合评级也关注到，公司对募投项目收入估计偏乐观，如停车场周转率和利用率是否能在全年保持较高水平，部分项目预期收益的实现受经济形势及区域环境以及季节性等因素影响较大，考虑到项目预测收益的不可控性，项目收益的实现规模和时间具有一定不确定性，未来存在实际情况无法达到预期的可能性；此外，本次绿色债券实际票面利率受多重因素影响，可能与测算利率存在较大差异。

九、债权保护条款分析

本期绿色债券由重庆进出口提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，重庆进出口保证范围包括本期绿色债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

重庆进出口成立于2009年，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）与中国进出口银行共同出资组建的综合性担保公司。重庆进出口初始注册资本10.00亿元，渝富资产和中国进出口银行分别持股60.00%和40.00%。近年来，通过利润留存进行了多次增资，截至2017年底，重庆进出口实收资本30.00亿元。

重庆进出口经营范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务；再担保，债券发行担保；兼营诉讼保全担保业务，履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资等。

截至2017年底，重庆进出口资产总额52.86亿元，所有者权益34.35亿元。2017年，重庆进出口实现营业总收入5.33亿元，其中担保业务收入3.41亿元；实现投资收益1.14亿元；实现净利润1.31亿元。

经联合评级评定，重庆进出口主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定，该信用等级反映了重庆进出口代偿能力很强，风险很小。

十、综合评价

近年来，安吉县特色产业发展良好，经济实力和财政收入稳步增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

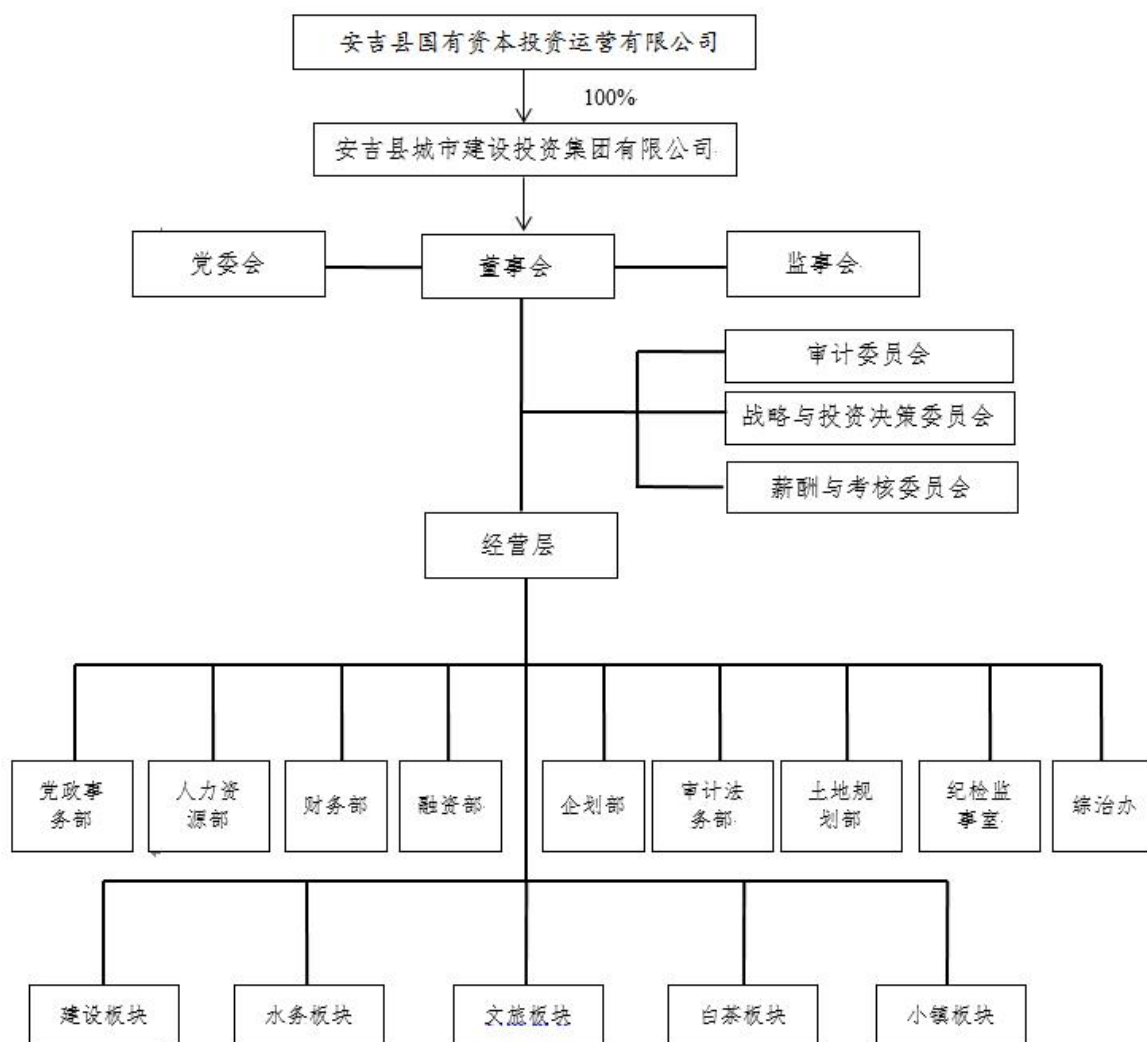
公司作为安吉县主要的城市基础设施建设及国有资产运营的主体，在区域内业务开展、项目资源获取具有明显优势。近年来，公司经营规模不断扩大，营业收入保持基本稳定，同时安

吉县政府在资产注入和财政补助等方面予以公司较大支持。但联合评级也关注到公司资产整体资产质量一般，债务负担较重以及外部融资需求大等不利因素对公司信用水平产生的不利影响。未来，随着公司整理土地出让、保障房和商品房销售、多元化经营性业务日趋成熟，公司整体经营状态有望得以改善。公司主体长期信用风险低，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次绿色债券设立提前分期偿还条款，有助于降低集中偿付压力。募投项目所产生的经营收入对本次绿色债券用于项目建设额度的本息覆盖能力偏低，公司经营活动现金流入量对本次绿色债券分期偿还金额保障程度较好。重庆进出口为本次绿色债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本次绿色债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用以及本次绿色债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次绿色债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 安吉县城市建设投资集团有限公司股权结构及组织架构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	135.93	163.58	163.53
所有者权益（亿元）	45.87	51.16	56.83
短期债务（亿元）	13.89	10.99	9.25
长期债务（亿元）	50.33	76.76	60.54
全部债务（亿元）	64.22	87.75	69.79
营业收入（亿元）	8.71	8.37	10.51
净利润（亿元）	1.42	1.38	1.83
EBITDA（亿元）	1.91	2.03	2.98
经营性净现金流（亿元）	-9.02	-15.78	5.99
应收账款周转次数（次）	2.27	1.84	2.39
存货周转次数（次）	0.10	0.08	0.10
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.06
现金收入比率（%）	60.59	119.36	164.52
总资本收益率（%）	1.37	1.12	1.55
总资产报酬率（%）	1.17	0.97	1.31
净资产收益率（%）	3.22	2.85	3.38
营业利润率（%）	8.17	8.94	7.34
费用收入比（%）	6.46	14.21	13.79
资产负债率（%）	66.25	68.72	65.25
全部债务资本化比率（%）	58.33	63.17	55.12
长期债务资本化比率（%）	52.31	60.00	51.58
EBITDA 利息倍数（倍）	0.29	0.34	0.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.02	0.04
流动比率（倍）	3.07	4.08	3.08
速动比率（倍）	0.98	1.36	0.91
现金短期债务比（倍）	0.55	0.88	1.19
经营现金流流动负债比率（%）	-23.01	-45.12	13.18
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.38	0.41	0.60

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、其他应付款中有息部分及长期应付款中有息部分计入全部债务及相关指标计算；3、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
 +一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。