信用等级公告

联合[2018] 1266 号

联合资信评估有限公司通过对安吉县城西北开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持安吉县城西北开发有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 安城债/16 安吉管廊专项债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

安吉县城西北开发有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 安城债/16 安吉管廊专项债	8.6 亿元	2023/7/18	AApi	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	3.14	3.45	7.33
资产总额(亿元)	88.60	99.67	121.73
所有者权益(亿元)	60.79	62.03	62.71
短期债务(亿元)	4.89	8.66	9.20
长期债务(亿元)	20.74	26.36	47.05
全部债务(亿元)	25.63	35.01	56.25
营业收入 (亿元)	5.18	5.30	5.24
利润总额 (亿元)	1.21	1.27	1.17
EBITDA(亿元)	2.09	2.33	2.36
经营性净现金流(亿元)	-14.44	-6.61	-1.07
营业利润率(%)	13.18	17.61	17.37
净资产收益率(%)	2.00	2.00	1.87
资产负债率(%)	31.39	37.76	48.48
全部债务资本化比率(%)	29.66	36.08	47.28
流动比率(%)	904.09	666.84	704.03
经营现金流动负债比(%)	-208.22	-59.35	-9.07
全部债务/EBITDA(倍)	12.25	15.01	23.88
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	1.04	0.75

分析师

孙宏辰　赵传第

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

安吉县城西北开发有限公司（以下简称“公司”）是安吉县经济开发区西北城区城市基础设施和美丽乡村的投融资主体，跟踪期内，安吉县经济较快发展，地方可控财力稳步提升，为公司发展提供了良好的外部环境；同时，公司在资产注入及财政补贴方面获得安吉县经济开发区管理委员会的支持，业务经营保持稳定。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营模式单一、债务规模扩张迅速等因素对公司信用水平带来的负面影响。

未来，随着安吉经济开发区“美丽乡村”建设的推进，区域综合实力将不断增强；为公司提供良好的外部环境，联合资信对公司评级展望为稳定。

“16 安城债/16 安吉管廊专项债”由安吉县国有资本投资运营有限公司（原安吉县资产经营有限公司，以下简称“安吉资产”）提供全额不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，安吉资产主体长期信用等级为 AApi，其担保有助于提升“16 安城债/16 安吉管廊专项债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，“16 安城债/16 安吉管廊专项债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 安吉县为全国百强县，2017 年，安吉县经济开发区“美丽乡村”建设不断推进，一般预算收入实现增长，区域经济综合实力较强。
2. 公司获得资产注入及财政补贴方面的有力支持且新项目稳步推进，公司经营业务持续且稳定。
3. “16 安城债/16 安吉管廊专项债”附设分期还本条款且实行偿债资金账户封闭运行，

同时，安吉资产为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有助于增强本期债券的偿付保障能力。

关注

1. 公司经营模式单一，收入确认受政府结算效率影响大，已建成项目对公司资金形成占用。
2. 跟踪期内，公司有息债务增幅较大，债务指标明显上升。
3. 跟踪期内，公司利润总额对财政补贴依赖程度很高，整体盈利能力较弱。
4. “16 安城债/16 安吉管廊专项债”担保人安吉资产自身的担保比率很高，存在较大或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由安吉县城西北开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

安吉县城西北开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于安吉县城西北开发有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东未发生变化，仍为安吉县绿洲新农村建设有限公司（以下简称“安吉绿洲”），实际控制人为浙江省安吉县经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 3.80 亿元，安吉绿洲持有公司 100%的股权。

截至 2017 年底，公司资产总额 121.73 亿元，所有者权益 62.71 亿元；2017 年公司实现营业收入 5.24 亿元，利润总额 1.17 亿元。

公司注册地址：安吉县递铺镇胜利西路 1 号 6 楼；法定代表人：汤军。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年底，公司由联合资信所评存续债券为“16 安城债/16 安吉管廊专项债”，债券余额 8.60 亿元（详见表 1），根据付息公告，公司已于 2017 年 7 月 18 日如期支付存续债券利息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券名称	债券余额	到期兑付日	票面利率
16 安城债/16 安吉管廊专项债	8.60 亿元	2023/7/18	5.90%

资料来源：联合资信整理

“16 安城债/16 安吉管廊专项债”募集资金计划全部用于安吉经济开发区城西北区块城市综合管廊项目的投资和建设，根据公司 2018 年 1 月出具的《关于安吉县城西北开发有限公司 16 安吉管廊专项债 2018 年度专项检查及本息兑付资金准备情况的自查情况的报告》，截至 2017 年底，“16 安城债/16 安吉管廊专项债”募集资金 8.60 亿元已全部用于支付募投项目工程款，募投项目已完成大部分主体工程建设但尚未产生收入或现金流入。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面

呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。

其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（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 2　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知》财预【2017】50 号文	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。
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。

资源来源：联合资信综合整理

（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。

2. 区域经济及地方财力情况

公司是安吉经济开发区西北城区城市基础设施建设、美丽乡村建设的重要主体，其经营和发展受当地经济发展和财力影响较大。

（1）安吉县经济情况

2017 年，安吉县地区生产总值平稳增长。依据安吉县统计局公布的《2017 年安吉县国民经济和社会发展统计公报》，2017 年安吉县实现生产总值（GDP）360.31 亿元，比上年增长 8.8%。其中，第一产业增加值 25.97 亿元，第二产业增加值 159.43 亿元，第三产业增加值 174.91 亿元，分别增长 2.3%、8.3%和 10.4%。按户籍人口计算，全县人均生产总值 77097 元，比上年增长 8.3%，按平均汇率（1:6.7518）计算达到 11419 美元。三次产业增加值结构由上年的 8.2:45.1:46.7 调整为 7.2:45.1:46.7。

工业发展方面，2017 年安吉县实现规模以上工业增加值 127.80 亿元，比上年增长 8.6%，其中轻工业增加值 74.10 亿元、重工业增加值 53.70 亿元，分别增长 8.1%、9.3%。规模以上工业销售产值 539.58 亿元，增长 18.5%，工业产品产销率 95.78%。

固定资产投资方面，2017 年安吉县固定资产投资项目 363 个，完成固定资产投资 202.78 亿元，比上年增长 13.3%，其中，基础设施投资 76.52 亿元，增长 23.1%；第二产业投资 93.96 亿元，增长 10.1%，其中技术改造投入 77.72 亿元，增长 2.7%；第三产业投资 108.82 亿元，增长 16.4%。全年完成房地产开发投资 34.33 亿元，比上年增长 17.2%。

财政收入方面，2017年安吉县财政实力持续增强，财政总收入为67.28亿元；其中一般预算收入为39.52亿元。同期，安吉县政府性基金预算收入38.37亿元，同比增长285.22%，其中国有土地使用权出让收入34.69亿元。

（2）安吉经济开发区概况

安吉经济开发区成立于 1992 年，1994 年 8 月经浙江省人民政府批准为省级开发区，2017 年 2 月，安吉经济开发区启动新一轮体制调整，原安吉县孝源街道纳入开发区管辖，实行“一区两街道”新体制。目前，开发区地域面积 287 平方公里，占全县的 1/7；户籍人口 8.2 万，占全县的 1/6。

2017 年，安吉经济开发区地方可控财力为 50.54 亿元，其中一般预算收入为 27.66 亿元；2017 年，安吉开发区政府性基金收入 8.09 亿元，较 2016 年有所下降；另有部分转移支付和税收返还收入。

总体看，跟踪期内，安吉县及安吉经济开发区“美丽乡村”建设推进，生态环境优势凸显，安吉县经济平稳较快发展，地方可控财力稳步提升；安吉经济开发区一般预算收入持续增长，上述外部环境有利于公司业务的持续发展。

六、基础素质分析

作为安吉经济开发区西北城区基础设施建设主体，跟踪期内公司职能定位未发生变化。

跟踪期内，开发区管委会对公司的支持主要体现在股权的注入及财政补贴的拨付，2017 年 11 月，根据安吉县人民政府办公室公文处理简复单（安政办简复 2017 第 198 号），安吉县政府同意将安吉智城教科文园区开发有限公司、安吉绿色家居产业园区开发有限公司 100%股权无偿划转予公司。2017 年，公司收到开发区管委会拨付的 1.50 亿元补贴，计入其他收益。

根据人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1052030200030100L），截至 2018 年 5 月 18 日，公司无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录；已结清信贷信息中存在 1 笔欠息记录，系操作失误所致，经银行提醒后已于次日补足。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制及管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司负责安吉经济开发区西北区域“美丽乡村”建设及相关土地拆迁整理和基础设施项目建设，产生的收入记为旅游开发项目收入。2017 年，公司实现营业收入 5.24 亿元，同比变动不大；公司毛利率亦相对稳定，为 18.39%。

表 3　2015~2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旅游开发项目	51831.07	20.00	53014.46	18.40	52368.87	18.39

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

公司根据开发区管委会下达的指示，对安吉经济开发区西北区域内的土地进行拆迁整理和配套基础设施建设。公司与股东安吉绿洲签署项目建设协议，随项目建设的推进，一般每年签订一次项目结算书，公司根据结算书中确定的金额予以确认当年收入，实际资金结算按每期项目结算确认书出具日至满两年之日时实行。项目成本按照移交项目时账面实际发生的成本以及对暂时没有支付的工程款进行暂估后确认。项目建设中，公司根据工程建设进度及资金需求向开发区管委会提出资金申请，经开发区管委会同意后由安吉总公司支付给公司，安吉总公司为开发区管委会下设事业单位，负责资金的归集和分配。

收益确认方面，公司签订的项目建设协议中约定，管理费用不低于建设成本的 22%，部分项目明确规定征地拆迁业务项目收益率 24%、基础设施建设业务项目收益率 22%。

2017 年，公司根据项目确认书确认收入的旅游开发项目为城北新区工业园项目，该项目总投资额为 4.27 亿元，已全部投资完毕，累计实现回款 1.66 亿元。

截至 2017 年底，公司主要的在建项目包括安吉经济开发区城西北区块城市地下综合管廊项目、安吉经济开发区科教文新区绿色城镇化建设项目等工程。其中，安吉经济开发区城西北区块城市地下综合管廊项目为自建项目，主要依靠运营后产生的入廊收入及维护费实现资金平衡。

在建项目计划总投资 99.03 亿元，已完成投资 44.32 亿元，尚需投资 54.71 亿元。

表 4　截至 2017 年底公司主要在建项目情况　（单位：亿元）

项目名称	计划工期	总投资额	已投资额
安吉经济开发区城西北区块城市地下综合管廊项目	2016.6-2018.6	16.07	13.61
安吉经济开发区科教文新区绿色城镇化建设项目	2016.10-2018.10	9.85	5.99
天子湖红庙山膨润土矿区环境综合整治工程项目	2017.5 -2020.5	7.20	2.00
安吉县梅溪镇土地开发复垦项目	2017.4-2019.3	2.60	1.08
安吉县梅溪镇小城镇环境整治项目	2017.4-2019.3	5.80	2.18
安吉经济开发区农村土地综合整治项目	2017.12-2019.12	5.50	0.11
安吉西港溪（乌象坝—三官段）综合治理工程项目	2017.10-2019.12	5.79	0.67
泛自然博物院	2015.10-2025.10	7.20	3.12
省级示范区智能装备产业园建设工程项目	2017.9-2020.9	5.40	2.03
安吉经济开发区城西北工业新城整体城镇化建设项目	2015.7-2018.6	19.00	9.71
王母山区块	2016.6-2018.6	7.23	2.62
西苕溪	2015.8-2020.8	7.39	1.20
合　计	--	**99.03**	**44.32**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司已完工尚未结算的项目尚有 32.56 亿元，包括 2014 年安吉县财政局无偿注入的 32.69 亿元位于荷花塘村、赵家上村、银湾村村庄整治项目、城北区块桥梁工程（包括一~五号桥项目）、城北工业园区基建工程（包括，道路工程（梅园路、机场路延伸段等）、灵峰北路，天荒坪北路，纬四、六、七、十路）等基建项目（2015 ~2017 年已结转约 10 亿元，余约 22.21 亿元）。

总体上看，跟踪期内公司营业收入仍来自承担代建工程获得的代建收入，业务模式单一；在建项目未来所需投资规模大，公司面临较大的融资压力。

3. 未来发展

未来，公司将根据安吉县《浙江省安吉经济开发区总体规划（2014-2030）》的指引，积极配合安吉县政府、浙江省安吉经济开发区管委会的领导，努力将安吉经济开发区建设成以装备制造、绿色家居、健康医药产业为核心，商贸物流、商业配套为辅的综合功能型现代产业园区。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2017 年底公司合并范围内子公司 3 家。2017 年，公司合并范围新增子公司两家，均系政府划入。公司合并范围内新增子公司规模较小，合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司资产总额 121.73 亿元，所有者权益 62.71 亿元；2017 年公司实现营业收入 5.24 亿元，利润总额 1.17 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 121.73 亿元，同比增长 22.13%，其中流动资产占比由 2016 年的 74.57%下降至 68.48%，资产结构仍以流动资产为主。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**74.32**	**74.57**	**83.36**	**68.48**
货币资金	3.45	3.46	7.33	6.02
其他应收款	22.16	22.23	7.77	6.38
存货	44.63	44.78	64.35	52.86
非流动资产	**25.35**	**25.43**	**38.37**	**31.52**
在建工程	0.00	--	13.61	11.18
无形资产	24.96	25.04	24.42	20.06
资产总额	**99.67**	**100.00**	**121.73**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产合计 83.36 亿元，同比增长 12.16%，主要源于货币资金和存货的增长。

2017 年底，公司货币资金 7.33 亿元，为银行存款，无受限情况。

2017 年底，公司其他应收款 7.77 亿元，同比下降 64.93%，其中主要为与安吉总公司往来款 7.53 亿元，账龄为 2~3 年。

2017 年底，公司存货账面价值 64.35 亿元，同比增长 44.17%，均为代建项目开发成本，未计提跌价准备。2017 年底，公司存货无用于债务担保的情况。

2017 年底，公司非流动资产 38.37 亿元，同比增长 51.36%，主要系在建工程增长所致；主要由在建工程（占 35.47%）和无形资产（占 63.63%）构成。

2017 年底，公司在建工程 13.61 亿元，为安吉经济开发区城西北区块管廊建设项目。

2017 年底，公司无形资产账面价值 24.42 亿元（账面原值 26.80 亿元，土地面积 62.85 万平方米），为自持土地使用权，均系商用出让用地或住宅出让用地，且已全部用作抵押。

整体看，跟踪期内，公司资产以应收类款项、城市基础设施建设项目及土地使用权为主，其中应收往来款规模大幅缩减；此外公司土地

使用权已全部用作抵押，公司整体资产质量较差。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益规模与结构较 2016 年底基本保持不变，所有者权益合计 62.71 亿元，同比小幅增长 1.09%，主要来自未分配利润的增加。

负债

2017 年底，公司负债合计 59.02 亿元，同比增长 56.82%，主要来自长期借款及应付债券的增长；其中流动负债占比 20.06%，非流动负债占比为 79.94%，公司负债以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债合计 11.84 亿元，同比增长 6.24%，主要来自一年内到期的非流动负债的增长。

2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.20 亿元，均为一年内到期的长期借款。

2017 年底，公司非流动负债 47.18 亿元，其中长期借款占 60.76%，应付债券占 38.96%。

2017 年底，公司长期借款 28.66 亿元，同比增长 91.01%，主要为保证借款。

2017 年底，公司应付债券 18.38 亿元，同比增长 61.96%，构成主要为“16 安城债”8.46 亿元及“17 安吉 01”9.92 亿元。

表6 2016~2017年公司债务情况

（单位：万元、%）

项目	2016年	2017年
短期债务	86575.20	92000.00
长期债务	263570.69	470469.55
全部债务	350145.89	563469.55
长期债务资本化比率	29,82	42.87
全部债务资本化比率	36.08	47.28
资产负债率	37.76	48.48

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司全部债务 56.35 亿元，同比增长 60.64%；其中短期债务 9.20 亿元，占比 16.36%；长期债务 47.05 亿元，占比 83.64%，较 2016 年底的 75.27%有所提升。债务指标方面，2017 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈不同幅度增长，分别为 48.48%、47.28%和 42.87%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模持续增长，债务规模扩张迅速，但公司整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入和营业成本分别为 5.24 亿元和 4.27 亿元，与上年基本持平。期间费用方面，2017 年，公司期间费用为 1.24 亿元，债务规模快速增长带动财务费用不断增长；期间费用占营业收入的比重为 23.74%，期间费用对公司利润形成较大程度的侵蚀。

表7 2016~2017年公司收入及利润情况

（单位：万元、%）

项目	2016年	2017年
营业收入	53014.46	52368.87
其他收益	--	15000.00
营业利润	-1007.76	11784.96
营业外收入	13700.00	--
利润总额	12692.24	11740.28
营业利润率	17.61	17.37
总资本收益率	1.81	1.51
净资产收益率	2.00	1.87

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年，公司收到安吉县财政局转由安吉总公司拨付的财政资金补贴 1.50 亿元，计入其他收益。同期，公司利润总额为 1.17 亿元，政府补助对利润总额的贡献大。

从盈利指标看，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均略有下降，分别为 17.37%、1.51%和 1.87%。

总体看，跟踪期内公司收入规模变动不大，财务费用增长对利润总额侵蚀加重，公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖程度很高。

5. 现金流分析

从经营活动现金流看，2017，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.48 亿元，现金收入比为 104.58%，收入实现质量好；收到其他与经营活动有关的现金为 33.51 亿元，增幅较大，主要由往来款构成，同期，公司支付其他与经营活动有关的现金为 14.10 亿元，其中往来款 14.07 亿元，主要往来单位为安吉总公司。2017 年，公司经营活动现金流量净额为-1.07 亿元。

表8 2016~2017年公司现金流情况

（单位：万元、%）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	402243.30	389856.58
经营活动现金流出量	468391.76	400593.35
经营活动现金流量净额	-66148.46	-10736.77
投资活动现金流量净额	-7.92	-108736.42
筹资活动现金流量净额	64295.93	163232.08
现金收入比（%）	127.04	104.58

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年，公司投资活动产生的现金流规模较小。其中，购建固定资产、无形资产支付现金 11.03 亿元主要为对城市地下管廊项目的投资支出。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动产生的现金流入量大幅增长 73.83%至 31.40 亿元，构成主要为取得借款收到的现金 20.86 亿元以及发行债券收到的现金 10.00 亿元。筹资活动现金流出主要体现为偿还债务本息支付的现金，2017 年为 15.08 亿元；同期，筹资活动产生的现金流量净额为 16.32 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金净流出规模有所收窄，代建项目收入实现质量好。公司需要进行较大规模债务融资来满足经营及投资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底公司流动比率有所上升，速动比率有所下降，分别为 704.03%和 160.54%。2017 年，经营现金流动负债比为-9.07%；2017 年底公司现金类资产对短期债务的保障倍数为 0.80 倍。整体看，公司短期债务规模适中，短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 2.36 亿元，与上年基本持平；全部债务/EBITDA 倍数为 23.88 倍，EBITDA 利息倍数为 0.75 倍。从指标看，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度较低，但考虑到安吉县及安吉经济开发区不断向好的外部环境以及地方政府对公司在财政补贴和工程项目回款方面给予的有力支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司共获得各金融机构授信 41.17 亿元，已使用 31.73 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 0.80 亿元，被担保方为安吉县新城乡建设总公司，担保比率为 1.28%，公司或有负债风险可控。

十、存续债券偿还能力分析

1. 公司对存续债券偿还能力分析

截至目前，公司存续公开发行企业债券为 7 年期 8.60 亿元“16 安城债/16 安吉管廊专项债”，附设本金分期偿还条款，即 2019~2023 年每年偿还 1.72 亿元债券本金。

2017 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为 38.99 亿元和 2.36 亿元，分别为“16 安城债/16 安吉管廊专项债”本金的 4.53 倍和 0.27 倍，为分期偿还本金的 22.67 倍和 1.37 倍，公司经营活动现金净流量对债券本金无保障能力。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券偿债保障能力较强，分期偿还条款有效缓解了公司集中偿付压力，加之公司现有债务负担适中，公司对存续债券偿还能力较强。

2. 担保人担保能力分析

“16 安城债/16 安吉管廊专项债”由安吉县

国有资本投资运营有限公司（原安吉县资产经营有限公司，以下简称“安吉资产”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

（1）担保人主体概况

安吉资产是由安吉县国有资产管理局根据安吉县机构编制委员会安编委〔2000〕5 号文及安吉县人民政府〔2000〕150 号文，于 2000 年 5 月成立的国有独资有限责任公司（2017 年 4 月 26 日，安吉资产更为现名）。安吉资产初始注册资本为人民币 1000 万元，经多次增资后，截至 2018 年 5 月底，安吉资产注册资本为人民币 10 亿元，安吉资产实际控制人为安吉县财政局。

安吉资产的经营范围为：国有资本运营、产权交易、投资与管理、提供信息、咨询、产权交易代理中介服务，旅游项目开发、交通基础设施建设和土地整理开发。

截至 2017 年底，安吉资产本部内设行政部、财务融资部、投资发展部、信贷担保部和资产管理部 5 个职能部门。

截至 2017 年底，安吉资产资产总额 390.10 亿元，所有者权益 123.18 亿元（其中少数股东权益-172.47 万元）；2017 年安吉资产实现营业收入 7.91 亿元，利润总额 1.42 亿元。

安吉资产注册地址：安吉县递铺镇胜利西路 38 号（第一国际城）1 幢十楼，法定代表人：王文胜。

（2）基础素质分析

2018 年 5 月，由于内部人事调整，安吉资产法定代表人、董事长、总经理由方俊先生变更为王文胜先生。

王文胜先生，本科学历，经济师，历任安吉县地方税务局稽查局执行股长、综合股长、安吉县地方税务局稽查局副局长兼综合股长、现任安吉县地方税务局稽查局副局长（主持工作），兼任安吉资产法定代表人、董事长、总经理。根据安吉资产出具的公告，王文胜先生未从安吉资产领薪。

跟踪期内，安吉资产继续得到政府给予的财政补贴 3.54 亿元，支持力度较强。

根据《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G10330523000000820S），截至 2018 年 5 月 30 日，安吉资产无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，过往信用记录良好。

（3）重大事项

根据中共安吉县委和安吉县人民政府《中共安吉县委安吉县人民政府关于印发<安吉县国企改革总体方案>的通知》（安委发【2017】21 号），安吉资产进行了资产重组，重组方案主要内容见下表 10.

表 9　安吉资产重组方案主要内容

重组方式	重组内容
资产划入	无偿划入安吉县城市建设投资集团有限公司 100%股权
资产划出	无偿划出安吉交通投资有限公司、安吉 04 省道投资有限公司、安吉阳光土地整理有限公司、浙江新城新农村综合开发有限公司和浙江天昊建设发展有限公司 100%股权
资产剥离	31 宗评估入账土地和水库及公园两处资产剥离
资产转变	截至 2016 年底的政府债券置换资金余额转做对各公司的资本性投入

资料来源：公司提供

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《关于安吉县国有资本投资运营有限公司拟资产重组模拟截止 2016 年 13 月 31 日合并资产负债表的专项审核报告》，以 2016 年底财务数据为基础，本次重组后，安吉资产资产总额由 392.27 亿元增至 405.05 亿元，所有者权益由 122.74 亿元增至 127.77 亿元，负债总额由 269.93 亿元增至 277.28 亿元。重组事项对公司资产及权益规模影响不大。营业收入方面，划入的安吉县城市建设投资集团有限公司（以下简称“安吉城投”）系安吉县主要的基础设施建设及国有资产运营主体，2017 年实现营业收入 10.51 亿元；划出的安吉交通交通投资有限公司、安吉 04 省道投资有限公司、安吉阳光土地整理有限公司、浙江新城新农村综合开发有限公司和浙江天昊建设发展有限公司收入规模

相对均较小。

截至 2018 年 5 月底，安吉资产及参与重组的各子公司已完成工商变更手续。联合资信将对安吉资产资产重组事项后续影响进行持续关注。

（4）经营分析

安吉资产是安吉县城市基础设施投资、建设及运营的主体，主要从事市政基建项目及土地整理业务，并从事安吉县旅游园林业务。

2017 年安吉资产实现主营业务收入 7.62 亿元，同比增长 2.34%，主要系土地整理和市政基础设施建设收入增加所致。从收入的构成结构来看，安吉资产收入主要为土地开发整理和市政基础设施建设收入、旅游门票及旅游建设收入、担保业务收入，占比分别为 95.17%、4.09%和 0.22%。2017 年安吉资产主营业务毛利率为 10.11%，较上年基本持平。

表 10　2016~2017 年安吉资产主营业务收入构成及毛利率（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理和市政基础设施建设	70643.08	94.88	8.04	72516.11	95.17	8.04
旅游门票及旅游建设	2956.00	3.97	34.72	3116.16	4.09	47.54
担保业务	422.46	0.57	100.00	166.28	0.22	16.23
其他业务	433.01	0.58	97.62	398.83	0.52	93.12
合计	**74454.55**	**100.00**	**10.14**	**76197.39**	**100.00**	**10.11**

资料来源：安吉资产审计报告

2017 年安吉资产的土地整理及市政基础设施建设业务收入来自下属子公司浙江天昊建设发展有限公司（以下简称“天昊建设”）和安吉紫梅实业有限公司（以下简称“紫梅实业”）。安吉县天子湖新农村建设开发有限公司（天昊建设之子公司）同安吉县天子湖镇人民政府和安吉县财政局签订三方委托建设协议、紫梅实业同安吉县梅溪镇人民政府和安吉县财政局签订三方委托建设合同，根据合同地方政府委托公司实施农村土地、征地拆迁、安置房建设整理等建设项目。承建的项目分段完工或全部完工，经审计确认后移交给地方政府，同时向安吉县财政局结算工程款，工程款按经审核的工程成本加成 8%管理费计算。2017 年安吉资产土地整理和市政基础设施建设业务确认收入主要来自长林垓村地块、独山头村地块、红庙村地块、王家大村地块土地整理项目，当年收入为 7.25 亿元，毛利率为 8.04%。

截至 2017 年底，安吉资产在建市政工程项目有竹博园二期工程、中国竹乡项目和黄浦源项目。总投资额分别为 4.60 亿元、7.05 亿元和 3.10 亿元，已投资金额分别为 4.00 亿元、6.30 亿元和 2.50 亿元。

安吉资产的旅游园林业务主要由下属子公司安吉县竹子博览园有限公司、安吉县大竹海旅游有限公司和安吉县龙王山旅游发展有限公司等负责运营。

目前安吉资产负责运营的景区主要包括中国大竹海景区、龙王山景区以及竹博园景区，2017 年接待游客量分别为 40.20 万人次、3.90 万人次和 58.40 万人次。其中竹博园是国家 4A 景区，门票收入及相关景区旅游园林收入构成了公司旅游园林收入的主要来源。

2017 年安吉资产旅游门票及旅游建设收入为 3116.16 万元，同比增长 5.42%。2017 年安吉资产旅游门票及旅游建设收入毛利率 47.54%，较上年上升 12.82 个百分点，主要系景区接待人数增加所致。

（5）财务分析

安吉资产提供了 2017 年度财务报表，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017 年安吉资产合并范围新增 4 家子公

司，均为投资设立；注册资本分别为 3.00 亿元、3.00 亿元、1.00 亿元和 0.50 亿元，规模较小，对安吉资产财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，安吉资产资产总额 390.10 亿元，同比下降 0.58%，主要系存货的下降所致。其中流动资产占 89.11%，非流动资产占比 10.01%，资产结构以流动资产为主。

2017 年底，安吉资产其他应收款 178.30 亿元，同比增长 30.50%，主要系年内支付与其他单位的往来款增多所致。其他应收款前五名余额共计 106.40 亿元，分别为安吉美丽乡村建设发展总公司、安吉临港经济开发区建设总公司、安吉县财政局、浙江省安吉经济发展总公司及安吉灵峰旅游度假区管理委员会，均为政府机构和国有企业，预期不能回收的可能性较小。

2017 年底，安吉资产存货账面价值 129.47 亿元，同比大幅下降 24.89%，主要系政府剥离公司尚未开发的开发用土地资产所致。安吉资产存货主要由项目开发成本 121.91 亿元和开发用土地 7.46 亿元构成，未计提跌价准备，其中价值 9.83 亿元部分已抵押。

2017 年底，安吉资产所有者权益 123.18 亿元，同比增长 0.35%，系盈余公积及未分配利润增长所致。归属母公司的所有者权益中实收资本占 8.12%、资本公积占 86.65%、未分配利润占 4.45%，盈余公积占 0.78%。跟踪期内安吉资产所有者权益变动不大。

2017 年底，安吉资产负债总额 266.93 亿元，同比下降 1.00%。其中流动负债和非流动负债分别占 47.64%和 52.36%，安吉资产负债结构以非流动负债为主。

2017 年底，公司长期借款 91.78 亿元，同比增长 3.85%，其中质押借款占比 19.47%，抵押借款占比 9.83%，保证借款占比 66.34%，信用借款占比 4.36%。

2017 年底，公司应付债券 39.31 亿元，同比下降 17.49%，构成见下表 11。

表 12　2017 年底安吉资产应付债券情况

（单位：亿元）

债券名称	期末余额	其中：1 年内到期金额
14 安吉公司债	11.16	2.80
安吉县资产经营有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第一期）	10.00	--
安吉县资产经营有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第二期）	10.00	--
安吉县资产经营有限公司 2015 年私募债	5.00	--
安吉县资产经营有限公司 2015 年私募债二号	4.00	--
2014 年中小企业私募债（安吉县大竹海旅游有限公司）	2.00	2.00
五水共治私募（安吉紫梅实业有限公司）	5.45	3.50
五水共治私募（安吉旅游发展有限公司）	2.00	2.00
合计	**49.61**	**10.30**

资料来源：安吉资产审计报告

2017 年底，安吉资产长期应付款 7.55 亿元，同比下降 79.94%，主要系根据安吉县人民政府及安吉县财政局文件，安吉县财政局将安排政府债券资金 27.45 亿元，用于抵偿 2017 年政府剥离安吉资产尚未开发的开发用土地资产。

2017 年安吉资产营业收入 7.91 亿元，同比下降 0.18%。同期，安吉资产营业成本 7.04 亿元，同比增长 2.71%，营业利润同比下降至 8.62%。

2017 年，安吉资产经营活动销售商品、提供劳务收到的现金为 10.62 亿元，同比增长 142.07%，现金收入比为 134.14%，收入实现质量大幅好转。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金 27.37 亿元，主要是收到的往来款 23.37 亿元及经营性补贴 3.54 亿元。2017 年安吉资产购买商品、接受劳务支付的现金 11.78 亿元，同比下降 23.61%，支付其他与经营活动有关的现金 17.48 亿元，同比下降 79.91%。2017 年安吉资产投资活动现金流入量较少，购建固定资产、无形资产等支付的现金 0.91 亿元，投资支付的现金 1.52 亿元，投资活动产生的现金流量净额-2.35 亿元。2017 年安吉资产筹资活动取得借款收到的现金 36.43 亿元，偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为

30.92 亿元和 9.37 亿元。2017 年，安吉资产筹资活动现金流量净额为-7.24 亿元。

截至 2017 年底，安吉资产对外担保余额为 170.23 亿元（详见“附件 2），担保比率为 138.20%，安吉资产对外担保规模很大，或有负债风险高。

（6）偿债能力分析

2017 年，安吉资产经营活动现金流入量、经营性净现金流及 EBITDA 分别为 37.99 亿元、8.47 亿元和 3.71 亿元，分别为“16 安城债/16 安吉管廊专项债”本金（8.60 亿元）的 4.42 倍、0.98 倍和 0.43 倍，为分期偿还本金的 22.09 倍、4.92 倍和 2.16 倍。

总体看，安吉资产经营活动现金流入量对其担保债券偿债保障能力较强，分期偿还条款有效缓解了集中代偿压力。

安吉资产是安吉县重大产业项目和重大基础设施建设项目的投融资主体，其所从事的旅游项目开发与经营、公路交通、土地整理及城市基础设施建设业务在安吉县社会经济中具有重要意义。安吉县财政局在财政补贴方面给予安吉资产较大支持。

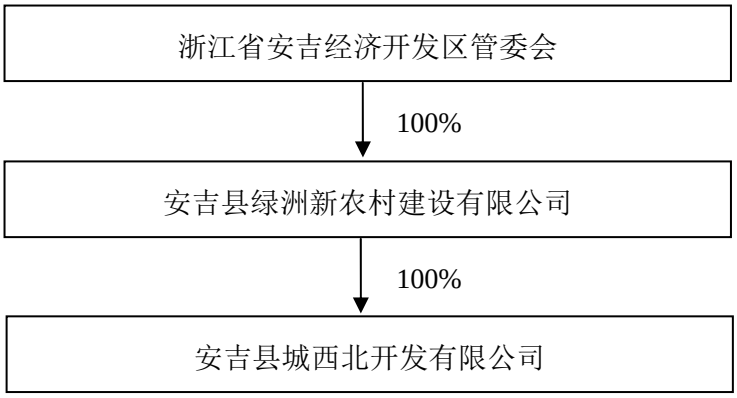
跟踪期内，安吉资产资产规模快速增长，债务负担有所加重，利润总额对安吉县财政补贴依赖性较强，盈利能力偏弱。安吉资产对外担保金额很大，存在较大或有风险。资产重组事项对公司资产及权益规模影响较小。

综合评估，联合资信确定维持安吉资产的主体长期信用等级为 AApi，评级展望为稳定。其担保有助于提升“16 安城债/16 安吉管廊专项债”本息偿付的安全性。

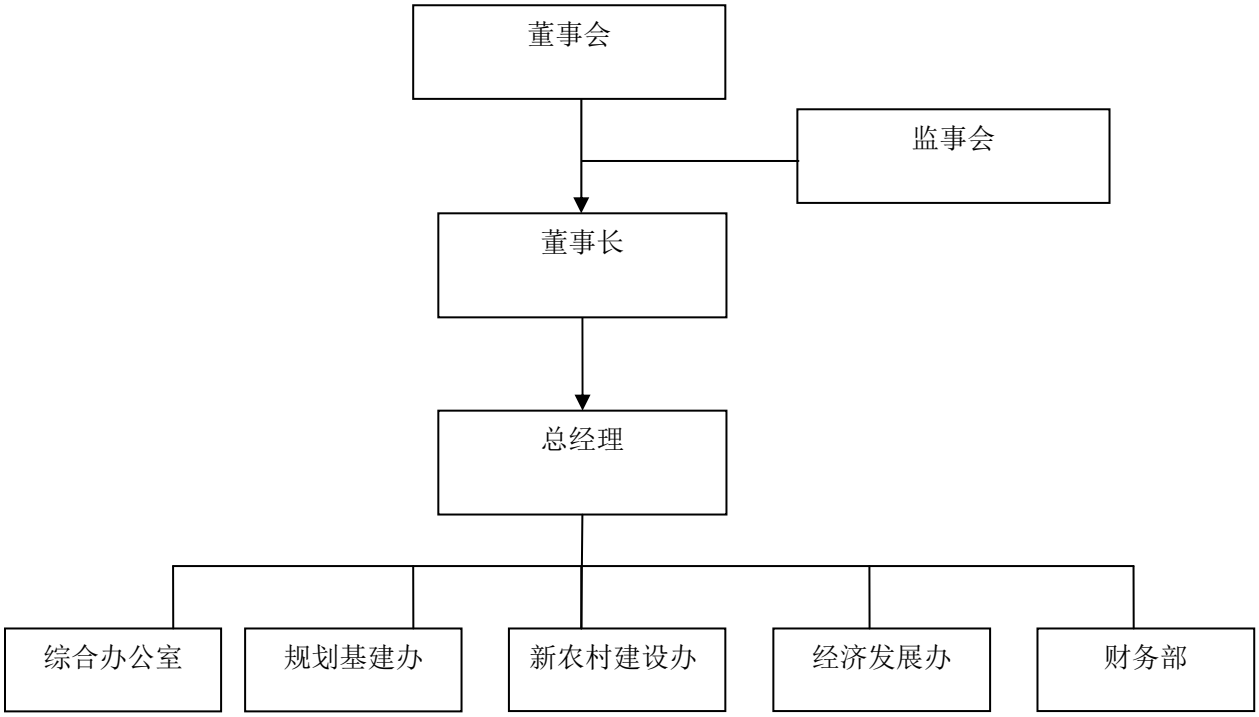
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 安城债/16 安吉管廊专项债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

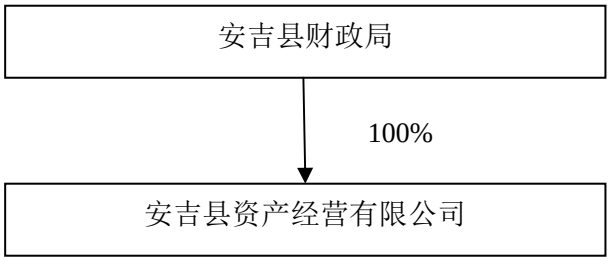
附件 1-1　公司股权结构图



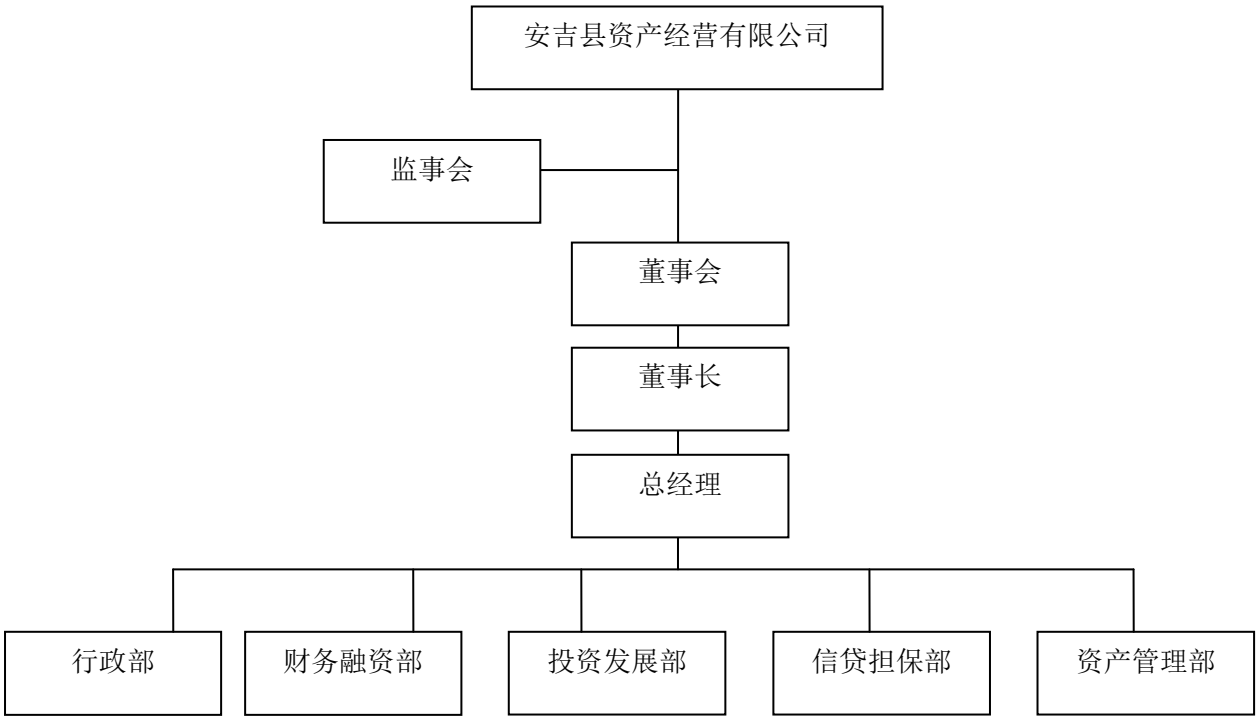
附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　安吉资产股权结构图



附件 1-4　安吉资产组织结构图



附件 2　截至 2017 年底安吉资产对外担保明细

担保单位名称	被担保单位名称	担保金额
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县城市建设发展有限公司	18.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县水利建设发展总公司（安吉县凤凰水库建设开发总公司）	10.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉嘉豪建设有限公司	9.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县城西北开发有限公司	8.60
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉国源水务集团有限公司	8.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉交通运输发展有限公司	5.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县城市建设发展有限公司	5.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉嘉豪建设有限公司	4.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天赋城乡开发建设有限公司	3.90
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉国源水务安装工程有限公司	3.80
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江百盛融资租赁有限公司	3.80
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉交通运输发展有限公司	3.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉七彩灵峰农业发展有限公司	3.40
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉七彩灵峰农业发展有限公司	3.40
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉修竹绿化工程有限公司	3.30
安吉县国有资本投资运营有限公司	国诚融资租赁（浙江）有限公司	3.15
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县绿洲新农村建设有限公司	3.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县绿洲新农村建设有限公司	3.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉修竹绿化工程有限公司	3.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县城西北开发有限公司	3.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉嘉豪建设有限公司	2.88
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉交通运输发展有限公司	2.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉经典文化旅游集团有限公司	2.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天赋城乡开发建设有限公司	2.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县城西北开发有限公司	2.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县城西北开发有限公司	2.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县绿洲新农村建设有限公司	2.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县绿洲新农村建设有限公司	1.60
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县绿洲新农村建设有限公司	1.60
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉嘉豪建设有限公司	1.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县绿洲新农村建设有限公司	1.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县新农村建设发展总公司	1.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉修竹绿化工程有限公司	1.50

担保单位名称	被担保单位名称	担保金额
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉嘉豪建设有限公司	1.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉嘉豪建设有限公司	1.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉临港经济区开发建设总公司	1.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县绿洲新农村建设有限公司	1.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县天子湖农业综合开发有限公司	1.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县天子湖农业综合开发有限公司	1.00
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天赋城乡开发建设有限公司	0.70
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉嘉豪建设有限公司	0.60
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉修竹绿化工程有限公司	0.60
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉修竹绿化工程有限公司	0.55
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉交通运输发展有限公司	0.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉临港经济区开发建设总公司	0.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县杭核镇集体资产经营有限公司	0.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县五鑫基础设施建设有限公司	0.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉广和建设有限公司	0.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉广和建设有限公司	0.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉新地园林工程有限公司	0.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江安吉修竹绿化工程有限公司	0.50
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉临港经济区开发建设总公司	0.45
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天荒坪红土地农业开发有限公司	0.30
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天荒坪休闲旅游开发有限公司	0.30
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县新农村建设发展总公司	0.30
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉新瑞低丘缓坡建设有限公司	0.30
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉中盛农业发展有限公司	0.30
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉七彩灵峰农业发展有限公司	0.29
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉嘉豪建设有限公司	0.20
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天赋城乡开发建设有限公司	0.20
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天荒坪休闲旅游开发有限公司	0.15
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县天荒坪镇港口村股份经济合作社	0.15
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县天荒坪镇余村村股份经济合作社	0.15
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉通惠农业发展有限公司	0.13
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县范潭村经济合作社	0.10
安吉县国有资本投资运营有限公司	浙江引拓建设有限公司	0.10
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天荒坪红土地农业开发有限公司	0.07
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天荒坪红土地农业开发有限公司	0.07

担保单位名称	被担保单位名称	担保金额
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天荒坪休闲旅游开发有限公司	0.07
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉通惠农业发展有限公司	0.07
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县报福镇景溪村股份经济合作社	0.07
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉县报福镇中张村经济合作社	0.06
安吉县国有资本投资运营有限公司	安吉天荒坪休闲旅游开发有限公司	0.05
安吉县旅游发展有限公司	安吉智城建设发展有限公司	0.28
安吉县旅游发展有限公司	安吉县城西北开发有限公司	4.00
安吉县旅游发展有限公司	国诚融资租赁（浙江）有限公司	3.15
安吉县旅游发展有限公司	安吉县城市建设投资集团有限公司	3.00
安吉县旅游发展有限公司	安吉县绿洲新农村建设有限公司	2.30
安吉县旅游发展有限公司	安吉山水灵峰休闲农业发展有限公司	1.00
安吉县旅游发展有限公司	安吉县灵峰街道碧门村股份经济合作社	0.28
安吉县旅游发展有限公司	安吉县杭垓镇缫舍村经济合作社	0.20
安吉紫梅实业有限公司	安安吉县绿洲新农村建设有限公司	0.70
安吉紫梅实业有限公司	安吉县五鑫基础设施建设有限公司	0.50
安吉紫梅实业有限公司	安吉临港热电有限公司	0.21
安吉紫梅实业有限公司	安吉临港热电有限公司	0.07
安吉紫梅实业有限公司	安吉临港热电有限公司	0.06
安吉紫梅实业有限公司	安吉临港热电有限公司	0.06
安吉紫梅实业有限公司	安吉临港热电有限公司	0.06
安吉紫梅实业有限公司	安吉临港热电有限公司	0.04
安吉紫梅实业有限公司	安吉临港热电有限公司	0.03
安吉竹子博览园有限责任公司	安吉林业发展有限公司	1.44
浙江天昊建设发展有限公司	安吉天湖膨润土经营有限公司	0.40
安吉交通投资有限公司	安吉交通运输发展有限公司	2.00
安吉交通投资有限公司	安吉新瑞低丘缓坡建设有限公司	0.55
安吉交通投资有限公司	安吉县山川乡村建设投资有限公司	0.50
安吉交通投资有限公司	安吉天荒坪红土地农业开发有限公司	0.30
安吉交通投资有限公司	安吉县孝源街道洛四房村股份经济合作社	0.18
安吉交通投资有限公司	安吉县黄浦江源城镇建设发展有限公司	0.09
安吉交通投资有限公司	安吉县孝源街道孝源村股份经济合作社	0.04
安吉交通投资有限公司	安吉县孝源街道皈山场村股份经济合作社	0.04
合计		170.23

资料来源：公司审计报告

注：不包括子公司安吉县国信担保有限公司在保业务金额。

附件 3　公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.14	3.45	7.33
资产总额(亿元)	88.60	99.67	121.73
所有者权益(亿元)	60.79	62.03	62.71
短期债务(亿元)	4.89	8.66	9.20
长期债务(亿元)	20.74	26.36	47.05
全部债务(亿元)	25.63	35.01	56.25
营业收入(亿元)	5.18	5.30	5.24
利润总额(亿元)	1.21	1.27	1.17
EBITDA(亿元)	2.09	2.33	2.36
经营性净现金流(亿元)	-14.44	-6.61	-1.07
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.03	1.23	1.43
存货周转次数(次)	0.11	0.10	0.08
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.05
现金收入比(%)	104.56	127.04	104.58
营业利润率(%)	13.18	17.61	17.37
总资本收益率(%)	1.79	1.81	1.51
净资产收益率(%)	2.00	2.00	1.87
长期债务资本化比率(%)	25.44	29.82	42.87
全部债务资本化比率(%)	29.66	36.08	47.28
资产负债率(%)	31.39	37.76	48.48
流动比率(%)	904.09	666.84	704.03
速动比率(%)	263.89	266.35	160.54
经营现金流动负债比(%)	-208.22	-59.35	-9.07
全部债务/EBITDA(倍)	12.25	15.01	23.88
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	1.04	0.75

附件 4　安吉资产主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	32.27	39.34	39.20
资产总额(亿元)	334.58	392.37	390.10
所有者权益(亿元)	111.20	122.74	123.18
短期债务(亿元)	20.23	31.34	42.88
长期债务(亿元)	101.06	136.01	131.09
全部债务(亿元)	121.29	167.44	173.97
营业收入	7.46	7.93	7.91
利润总额(亿元)	1.65	1.54	1.42
EBITDA(亿元)	2.97	3.88	3.71
经营性净现金流(亿元)	-15.40	-50.45	8.47
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.53	3.13	3.47
存货周转次数(次)	0.04	0.04	0.05
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	62.32	55.32	134.14
营业利润率	9.14	11.24	8.62
总资本收益率(%)	1.09	1.18	1.10
净资产收益率(%)	1.37	1.13	1.05
长期债务资本化比率(%)	47.61	52.56	51.56
全部债务资本化比率(%)	52.17	57.70	58.55
资产负债率(%)	66.76	68.72	68.42
流动比率(%)	320.94	374.00	276.08
速动比率(%)	143.83	192.68	174.26
经营现金流动负债比(%)	-16.36	-53.07	6.66
全部债务/EBITDA(倍)	40.83	43.19	46.92

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=｛(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1｝×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　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

附件 6-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi、Cpi。除AAApi级，CCCpi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。详见下表：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务