信用等级公告

联合〔2019〕1650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，“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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

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
http://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：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	3.45	7.33	1.82
资产总额(亿元)	99.67	121.73	126.17
所有者权益(亿元)	62.03	62.71	70.16
短期债务(亿元)	8.66	9.20	5.91
长期债务(亿元)	26.36	47.05	45.24
全部债务(亿元)	35.01	56.25	51.14
营业收入 (亿元)	5.30	5.24	5.61
利润总额 (亿元)	1.27	1.17	1.31
EBITDA(亿元)	2.33	2.36	2.60
经营性净现金流(亿元)	-6.61	-1.07	-3.67
营业利润率(%)	17.61	17.37	18.19
净资产收益率(%)	2.00	1.87	1.87
资产负债率(%)	37.76	48.48	44.39
全部债务资本化比率(%)	36.08	47.28	42.16
流动比率(%)	666.84	704.03	1055.85
经营现金流动负债比(%)	-59.35	-9.07	-45.09
全部债务/EBITDA(倍)	15.01	23.88	19.70
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	0.75	0.84

分析师：孙宏辰　赵起锋
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”）是安吉经济开发区西北城区城市基础设施和美丽乡村建设的投融资主体，跟踪期内，安吉县及安吉经济开发区经济较快发展，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，公司在财政补贴等方面获得地方政府的支持，业务经营保持稳定，债务负担有所下降。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入来源单一、盈利能力弱等因素对公司信用水平带来的负面影响。

“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“安吉国资”）提供全额不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，安吉国资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。

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，随着公司项目建设的不断推进，收入及利润规模有望保持增长，联合资信对公司评级展望为稳定。

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，2018 年，安吉县经济开发区“美丽乡村”建设不断推进，一般预算收入持续增长，区域经济综合实力较强。
2. 公司作为安吉经济开发区西北城区城市基础设施和美丽乡村建设的投融资主体，获得地方政府财政补贴等方面的有力支持。
3. “16 安城债/16 安吉管廊专项债”附设分期

还本条款有助于降低公司的集中偿付压力，同时，安吉国资为“16 安城债/16 安吉管廊专项债”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. 公司收入来源单一，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，公司利润总额对财政补贴依赖程度很高，整体盈利能力弱。

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（以下简称“联合资信”）关于安吉县城西北开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的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，公司注册资本、股权结构及经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 3.80 亿元，安吉县绿洲新农村建设有限公司（以下简称“安吉绿洲”）持有公司 100%的股权，公司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 2018 年底，公司资产总额 126.17 亿元，所有者权益 70.16 亿元；2018 年公司实现营业收入 5.61 亿元，利润总额 1.31 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、存续债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 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。跟踪期内，公司已按时足额支付存续债券利息。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
16 安城债/16 安吉管廊专项债	8.60	2016/7/18	7	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《关于 16 安吉管廊专项债 2019 年度风险核查报告》，截至 2018 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，预计将于 2019 年内产生收益。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负

担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资

平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 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	（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

	项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	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

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

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

根据安吉县统计局公布的《2018 年安吉县国民经济和社会发展统计公报》，2018 年安吉县实现生产总值(GDP)404.32 亿元，比上年增长 8.3%。其中，第一产业增加值 26.38 亿元，第二产业增加值 178.30 亿元，第三产业增加值 199.65 亿元，分别增长 2.9%、7.0%和 10.4%。按户籍人口计算，全县人均生产总值 86099 元，比上年增长 7.8%，按平均汇率（1:6.6174）计算达到 13011 美元。三次产业增加值结构由上年的 7.2:44.2:48.5 调整为 6.5:44.1:49.4。

固定资产投资方面，2018 年安吉县固定资产投资项目 439 个，完成固定资产投资 155.06

亿元，比上年增长 5.5%，其中，基础设施投资 30.24 亿元，下降 36.1%；第二产业投资 40.42 亿元，下降 27.7%，其中技术改造投入 31.48 亿元，下降 24.0%；第三产业投资 114.64 亿元，增长 25.8%。全年完成房地产开发投资 69.12 亿元，比上年增长 101.3%。

财政收入方面，2018年安吉县财政实力持续增强，全县实现财政总收入80.08亿元，增长19.0%，其中地方财政收入46.92亿元，增长18.7%。从主要税种看，增值税、企业所得税分别为19.52亿元、3.27亿元，分别增长22.9%、9.0%；个人所得税和营业税为5.62亿元和1376万元,分别增长18.8%和110.4%。

（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。

根据公司提供的数据，2018 年，安吉经济开发区地方综合财力为 97.51 亿元，较上年的 50.54 亿元大幅增长 92.94%，主要源于国有土地使用权出让收入的增长；其中一般公共预算收入为 32.85 亿元，同比增长 18.76%。2018 年，安吉经济开发区政府性基金收入为 49.59 亿元；其中，国有土地使用权出让收入为 42.51 亿元，较上年的 7.50 亿元增加 35.01 亿元。2018 年，安吉经济开发区转移支付和税收返还收入为 15.08 亿元，与上年基本持平。

2018 年底，安吉经济开发区地方政府债务余额 48.67 亿元，均为中央代发地方政府债券，政府债务率为 49.91%，债务风险可控。

总体看，跟踪期内，安吉县经济不断发展，地方财政实力提升较快；安吉经济开发区一般预算收入持续增长，基金收入大幅增加带动可控财力迅速提升，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。2018 年，根据《关于将地方政府债券转入资本公积的通知》，为支持公司业务发展，安吉县财政局决定将公司名下 6.14 亿元地方性政府债券转入资本公积；同期，公司收到开发区管委会拨付的 1.80 亿元政府补助，计入其他收益。

根据中国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 2019 年 5 月 10 日，公司本部无未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，产生的收入计旅游开发项目收入。2018 年，公司实现营业收入 5.61 亿元，较上年增长 7.10%；毛利率保持相对稳定，为 18.48%。

表 3　2017—2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
旅游开发项目	52368.87	18.39	56086.58	18.48

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浙江省安吉经济发展总公司（以下简称“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为 24%、基础设施建设业务项目收益率为 22%。

2018 年，公司根据《项目结算书》确认收入的旅游开发项目为省 2018 年棚户区改造计划之开发区（递铺街道）城中村改造工程、安吉县梅溪片区中小河流防洪工程、安吉县双河新农村项目及双河安置区项目，上述项目年内确认征地、拆迁、基础设施建设项目成本合计 4.57 亿元，实现收入 5.61 亿元。

截至 2018 年底，公司主要的在建项目包括安吉经济开发区科教文新区绿色城镇化建设项目、浙江省安吉经济开发区科创园建设项目等工程，计划总投资合计 45.51 亿元，截至 2018 年底已完成投资 25.15 亿元，未来尚需投资 20.36 亿元，预计公司未来将面临一定资本支出压力。

表 4 截至 2018 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
安吉经济开发区科教文新区绿色城镇化建设项目	2016.10-2018.10	9.85	5.99
浙江省安吉经济开发区科创园建设项目	2018.3-2020.3	11.86	2.50
省 2018 年棚户区改造计划之开发区（递铺街道）城中村改造工程	2018.7-2019.7	14.00	13.19
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	2.20
安吉县梅溪镇土地开发复垦项目	2017.4-2019.3	2.60	1.27
合计	--	45.51	25.15

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司已完工尚未结算的项目尚有 40.51 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（2016—2018 年已结转约 3.05 亿元，余约 29.64 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旅游开发项目收入，业务模式单一；在建项目未来所需投资规模较大，公司将面临一定融资压力。

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 2018 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，2018 年底公司合并范围内子公司 3 家。2018 年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 126.17 亿元，所有者权益 70.16 亿元；2018 年公司实现营业收入 5.61 亿元，利润总额 1.31 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 126.17 亿元，同比增长 3.65%，其中流动资产占比 68.13%，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	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**83.36**	**68.48**	**85.96**	**68.13**
货币资金	7.33	6.02	1.82	1.44
其他应收款	7.77	6.38	0.48	0.38
存货	64.35	52.86	79.20	62.77
非流动资产	**38.37**	**31.52**	**40.21**	**31.87**
固定资产	0.31	0.26	11.11	8.81
在建工程	13.61	11.18	5.06	4.01
无形资产	24.42	20.06	23.88	18.93
资产总额	**121.73**	**100.00**	**126.17**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司流动资产合计 85.96 亿元，同比增长 3.12%，主要源于存货的增长。

2018 年底，公司货币资金 1.82 亿元，其中 1.00 亿元为定期存单，用于质押借款，使用受限。

2018 年底，公司其他应收款 0.48 亿元，同比下降 93.87%，主要系往来款的回收所致；其中主要为与安吉总公司往来款 0.42 亿元，账龄为 2~3 年。

2018 年底，公司存货账面价值 79.20 亿元，同比增长 23.08%，均为代建项目开发成本，未计提跌价准备。

2018 年底，公司非流动资产 40.21 亿元，同比增长 4.80%，主要由固定资产（占 27.63%）、在建工程（占 12.58%）和无形资产（占 59.38%）构成。

2018 年底，公司固定资产 11.11 亿元，较上年的 0.31 亿元大幅增长，主要系安吉经济开发区城西北区块城市综合管廊项目由在建工程转入所致。

2018 年底，公司在建工程 5.06 亿元，为安吉经济开发区城西北区块管廊建设项目尚未完工部分。

2018 年底，公司无形资产账面价值 23.88 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，其中 2.06 亿元部分用作抵押。

整体看，公司资产以城市基础设施建设项目及土地使用权为主，跟踪期内，项目建设持续投入带动资产规模小幅上升，应收往来款规模大幅缩减，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 70.16 亿元，同比增长 11.89%，主要源于资本公积的增长，结构较 2017 年底变化不大。2018 年底，公司资本公积 59.68 亿元，同比增长 11.46%，主要得益于地方性政府债券的转入。

负债

2018 年底，公司负债合计 56.01 亿元，同比下降 5.10%，主要来自一年内到期的非流动负债的减少；其中流动负债占比 14.54%，非流动负债占比为 85.46%，公司负债以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债合计 8.14 亿元，同比下降 31.24%。其中，一年内到期的非流动负债 5.01 亿元，主要为即将到期的长期借款。

2018 年底，公司非流动负债 47.87 亿元，同比变化不大；其中长期借款占 55.99%，应付债券占 38.52%，长期应付款占 5.49%。

2018 年底，公司长期借款 26.80 亿元，同比下降 6.50%，主要为质押借款及保证借款。同期，公司应付债券 18.44 亿元，构成主要为“16 安城债”8.49 亿元及“17 安吉 01”9.95 亿元。

表6 2017—2018年公司债务情况

（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
短期债务	9.20	5.91
长期债务	47.05	45.24
全部债务	56.35	51.14
长期债务资本化比率	42.87	39.20
全部债务资本化比率	47.28	42.16
资产负债率	48.48	44.39

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司全部债务 51.14 亿元，同比下降 9.07%；其中短期债务 5.91 亿元，占比 11.55%；长期债务 45.24 亿元，占比 88.45%，较 2017 年底的 83.64%有所提升。债务指标方面，2018 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下降，分别为 44.39%、42.16%和 39.20%，均较上年有所下降。

总体看，跟踪期内，得益于地方性政府债券转入，公司所有者权益规模持续增长；债务规模有所下降，公司整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2018 年，公司营业收入和营业成本分别为 5.61 亿元和 4.57 亿元，同比分别增长 7.10%和 6.98%。期间费用方面，2018 年，公司期间费用为 1.49 亿元，由管理费用及财务费用构成；期间费用占营业收入的比重为 26.55%，期间费用对公司利润形成较大程度的侵蚀。

表7 2017—2018年公司收入及利润情况

（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
营业收入	5.24	5.61
其他收益	1.50	1.80
营业利润	1.18	1.31
利润总额	1.17	1.31
营业利润率	17.37	18.19
总资本收益率	1.51	1.69
净资产收益率	1.87	1.87

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年，公司收到地方政府拨付的财政资金补贴 1.80 亿元，计入其他收益。同期，公司利润总额为 1.31 亿元，政府补助对利润总额的贡献大。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均变动不大，分别为 18.19%、1.69%和 1.87%。

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

5. 现金流分析

从经营活动现金流看，2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.72 亿元，现金收入比为 84.15%，收入实现质量较上年有所下降；收到其他与经营活动有关的现金为 19.62 亿元，降幅较大，主要由收到的往来款构成，同期，公司支付其他与经营活动有关的现金为 10.71 亿元，其中往来款 10.63 亿元，主要往来单位为安吉总公司。2018 年，公司经营活动现金流量净额为-3.67 亿元，净流出规模较上年有所扩大。

表8 2017—2018年公司现金流情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	38.99	24.34
经营活动现金流出量	40.06	28.01
经营活动现金流量净额	-1.07	-3.67
投资活动现金流量净额	-10.87	-2.02
筹资活动现金流量净额	16.32	-0.81
现金收入比	104.58	84.15

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 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 2.02 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，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入量大幅下降 47.66%至 16.44 亿元，构成主要为取得借款收到的现金 10.30 亿

元以及吸收投资收到的现金 6.14 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，2018 年为 17.25 亿元；同期，筹资活动产生的现金流量净额为-0.81 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金净流出规模有所扩大，代建项目收入实现质量下降，筹资活动产生的现金流体现为净流出。考虑到未来在建项目投资规模较大，公司仍存在较大外部融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底公司流动比率有所上升，速动比率有所下降，分别为1055.85%和 82.95%。2018 年，经营现金流动负债比为-45.09%；2018 年底公司现金类资产对短期债务的保障倍数为 0.31 倍。整体看，公司短期债务规模适中，跟踪期内短期偿债能力有所提升。

从长期偿债指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 2.60 亿元，同比增长 10.21%；全部债务/EBITDA 倍数为 19.70 倍，EBITDA 利息倍数为 0.84 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。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各金融机构授信 25.38 亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

表9 2018年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	到期日	余额
浙江安吉广和建设有限公司	2021.1.9	36000.00
安吉县天子湖农业综合开发有限公司	2021.1.2	24000.00
安吉清泉污水处理有限公司	2023.9.15	12137.37
安吉清泉污水处理有限公司	2023.12.15	10000.00
国诚融资租赁（浙江）有限公司	2021.9.10	8400.00
安吉乡土农业发展有限公司	2020.1.1	3000.00
安吉两山高新技术产业园区开发有限公司	2024.3.15	15540.00
合计	--	**109077.37**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司对外担保余额为10.91亿元，担保比率为 15.55%，被担保方均为安吉县国有企业，目前经营情况良好。整体看，公司存在或有负债风险。

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，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为124.18亿元，同比增长3.67%。母公司资产占合并口径资产总额的98.42%。其中，流动资产为83.98亿元，非流动资产40.20亿元。母公司资产构成与合并口径基本一致。

截至2018年底，母公司所有者权益为68.92亿元，同比增长9.03%。其中，实收资本占5.51%、资本公积占83.79%。母公司所有者权益稳定强。

截至2018年底，母公司负债规模同比下降2.32%至55.26亿元，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券构成。母公司2018年底资产负债率为44.50%，整体债务负担适中。

2018 年，公司营业收入均由母公司产生。母公司利润总额 1.50 亿元，同比增长 27.12%。

整体看，母公司资产和权益规模占合并口径的比重大，对合并口径营业收入及利润的贡献程度高。

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 2018 年底，由联合资信所评的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。

2018 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为 24.34 亿元和 2.60 亿元，分别为“16 安城债/16 安吉管廊专项债”本金的 2.83

倍和0.30倍，为分期偿还本金的14.15倍和1.51倍，公司经营活动现金净流量对债券本金无保障能力。2018年底，公司现金类资产1.82亿元，为分期偿还本金的1.06倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“16安城债/16 安吉管廊专项债”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，公司对“16安城债/16安吉管廊专项债”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“安吉国资”）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

跟踪期内，安吉国资股权结构及经营范围未发生变化。截至2018年底，安吉国资注册资本及实收资本均为10亿元，安吉国资实际控制人为安吉县财政局。

截至2018年底，安吉国资资产总额364.32亿元，所有者权益123.09亿元（其中少数股东权益2.66亿元）；2018年安吉国资实现营业收入8.24亿元，利润总额1.48亿元。

安吉国资注册地址：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

安吉国资作为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，跟踪期内继续得到政府给予的财政补贴2.86亿元，支持力度较强。

根据《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G1033052300000820S），截至2019年5月8日，安吉国资本部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）经营分析

安吉国资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。

2018年安吉国资实现主营业务收入7.41亿元，同比变动不大。从收入的构成结构来看，安吉国资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92.85%、6.35%和0.34%。2018年安吉国资主营业务毛利率为11.36%，较上年有所提升。

表10　2017—2018年安吉国资主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018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	72516.11	95.17	8.04	68818.33	92.85	8.04
旅游门票及旅游建设	3116.16	4.09	47.54	4706.57	6.35	56.74
担保业务	166.28	0.22	16.23	250.76	0.34	91.61
其他业务	398.83	0.52	93.12	343.84	0.46	-3.32
合计	**76197.39**	**100.00**	**10.11**	**74119.51**	**100.00**	**11.36**

资料来源：安吉国资审计报告

2018年安吉国资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。2018 年安吉国资土地整理和市政基础设施建设业务收入为 6.88 亿元，毛利率为 8.04%。

111 安吉国资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。

目前安吉国资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，2018 年接待游客量分别为 47.00 万人次、4.57 万人次和 59.67 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。

2018 年安吉国资旅游门票及旅游建设收入为 4706.57 万元，同比增长 50.04%。2018 年安吉国资旅游门票及旅游建设收入毛利率 56.74%，较上年上升 9.20 个百分点，主要系景区接待人数增加所致。

（4）财务分析

安吉国资提供了 2018 年度财务报表，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2018 年底，安吉国资纳入合并范围子公司共计 46 家；其中，2018 年安吉国资合并范围新增 20 家子公司，均为投资设立及政府划转；同时，减少子公司 4 家，规模均较小。合并范围的变化安吉国资财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，安吉国资资产总额 364.32 亿元，同比下降 6.61%，主要系其他应收款、货币资金及其他非流动资产的下降所致。其中流动资产占 94.59%，非流动资产占比 5.41%，资产结构以流动资产为主。

2018 年底，安吉国资其他应收款 155.70 亿元，同比下降 12.67%。其他应收款前五名余额共计 95.08 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、安吉总公司、安吉县城市建设投资集团有限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。

2018 年底，安吉国资存货账面价值 159.28 亿元，同比大幅增长 23.02%，主要系土地整理及市政基础设施建设开发成本增加所致。安吉国资存货主要由项目开发成本 147.19 亿元和开发用土地 11.81 亿元构成，未计提跌价准备，其中价值 8.06 亿元部分已抵押。

2018 年底，安吉国资所有者权益 123.09 亿元，同比变化不大。归属母公司的所有者权益中实收资本占 8.30%、资本公积占 85.29%、未分配利润占 5.52%，盈余公积占 0.89%。安吉国资所有者权益稳定性好。

2018 年底，安吉国资负债总额 241.23 亿元，同比下降 9.63%。其中流动负债和非流动负债分别占 47.21%和 52.79%。

2018 年底，安吉国资长期借款 100.40 亿元，同比增长 3.85%，其中质押借款占比 24.31%，抵押借款占比 6.80%，保证借款占比 59.36%，信用借款占比 9.53%。

2018 年底，安吉国资应付债券 13.32 亿元，同比下降 66.12%，构成见下表 12。

表 11　2018 年底安吉国资应付债券情况

（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	8.38	2.80
18 安吉专项债 01	2.91	--
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	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	10.00
安吉县资产经营有限公司 2015 年私募债	5.00	5.00
安吉县资产经营有限公司 2015 年私募债二号	0.88	0.88
五水共治私募（安吉紫梅实业有限公司）	4.00	4.00
香叶资产私募债券	0.70	--
兴港私募债	0.68	--
天昊私募债	2.59	2.59
安吉天子湖绿水青山系列私募	0.72	--
安吉县旅游发展有限公司债券融资计划私募	2.72	--
合计	**48.59**	**35.28**

资料来源：安吉国资审计报告

2018 年底，安吉国资长期应付款 11.64 亿元（不含专项应付款），同比增长 54.16%，主要为融资租赁款，已纳入有息债务核算。

2018 年底，安吉国资全部债务 198.36 亿元，同比增长 9.28%，其中长期债务占 63.19%。2018 年底，安吉国资资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 66.21%、61.71%和 50.46%，同比分别变动-2.21 个、2.14 个和-2.49 个百分点。

2018 年安吉国资营业收入 8.24 亿元，同比增长 4.12%。同期，安吉国资营业成本 6.77 亿元，同比下降 3.81%，营业利润同比增至 16.77%。

2018 年，安吉国资销售商品、提供劳务收到的现金为 6.31 亿元，同比下降 40.54%，现金收入比为 76.60%，收入实现质量较差。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金 26.20 亿元，主要是收到的往来款 22.37 亿元及经营性补贴 2.86 亿元。2018 年安吉国资购买商品、接受劳务支付的现金 10.37 亿元，同比下降 11.91%，支付其他与经营活动有关的现金 11.75 亿元，同比下降 32.77%。2018 年安吉国资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 0.75 亿元，投资支付的现金 0.75 亿元，投资活动产生的现金流量净额-0.35 亿元。2018 年安吉国资筹资活动产生的现金流中取得借款及发行债券共收到的现金 30.41 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 48.58 亿元和 10.04 亿元。2018 年，安吉国资筹资活动现金流量净额为-20.19 亿元。

截至 2018 年底，安吉国资对外担保余额为 255.78 亿元（详见“附件 2），担保比率为 207.80%，安吉国资对外担保规模很大，或有负债风险高。

（5）偿债能力分析

2018 年，安吉国资经营活动现金流入量、经营性净现金流及 EBITDA 分别为 32.52 亿元、9.67 亿元和 3.78 亿元，分别为“16 安城债/16 安吉管廊专项债”本金（8.60 亿元）的 3.78 倍、1.12 倍和 0.44 倍，为分期偿还本金的 18.91 倍、5.62 倍和 2.20 倍。

总体看，安吉国资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。

安吉国资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国资较大支持。

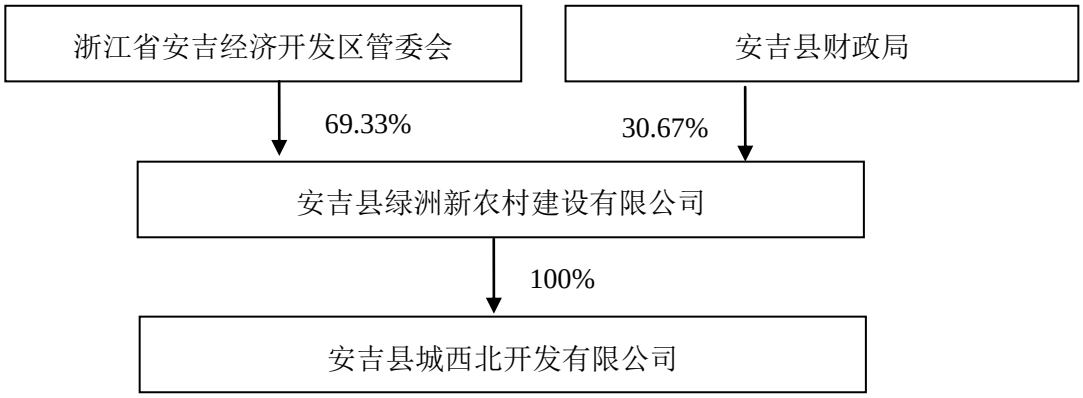
跟踪期内，安吉国资及负债规模持续下降，债务负担有所加重，利润总额对安吉县财政补贴依赖性强，安吉国资盈利能力弱。安吉国资对外担保金额很大，存在较大或有负债风险。

综合评估，联合资信确定维持安吉国资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。

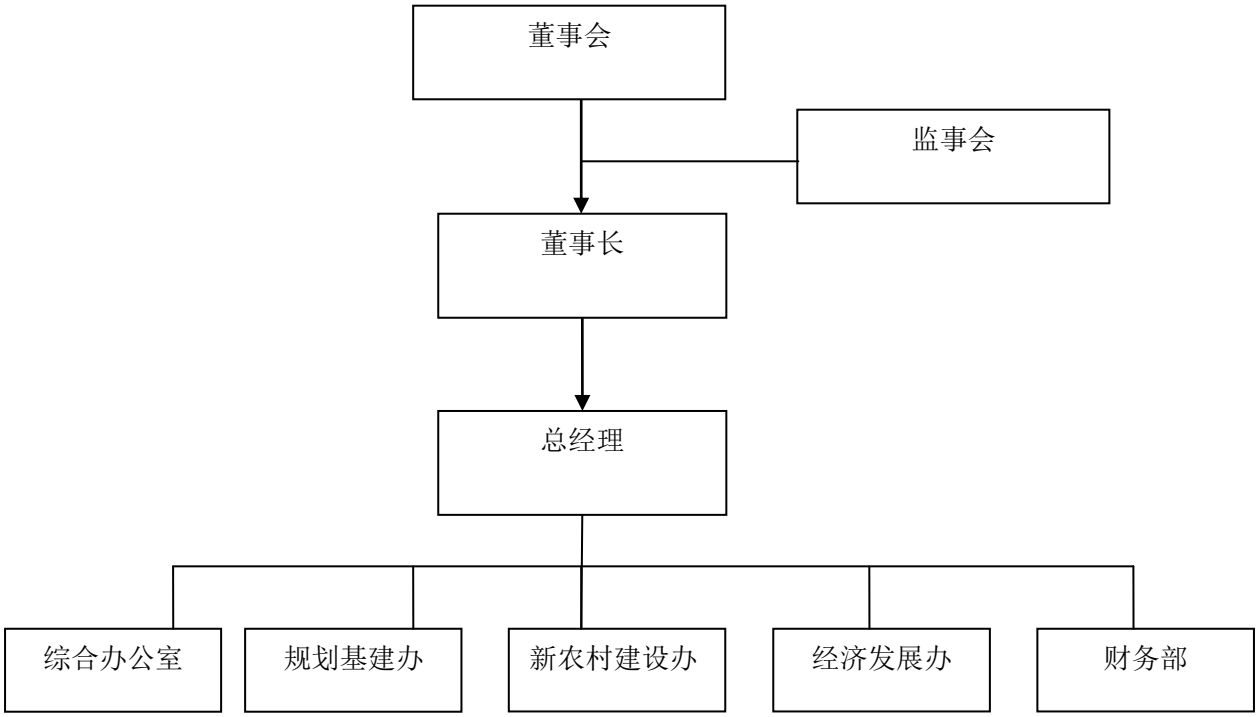
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“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。

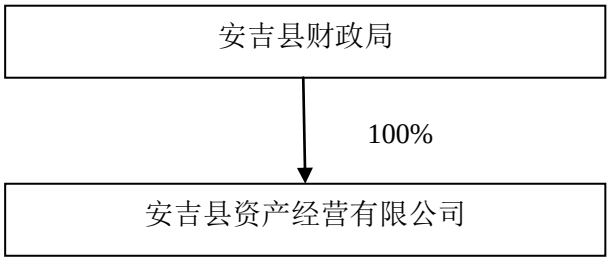
附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图



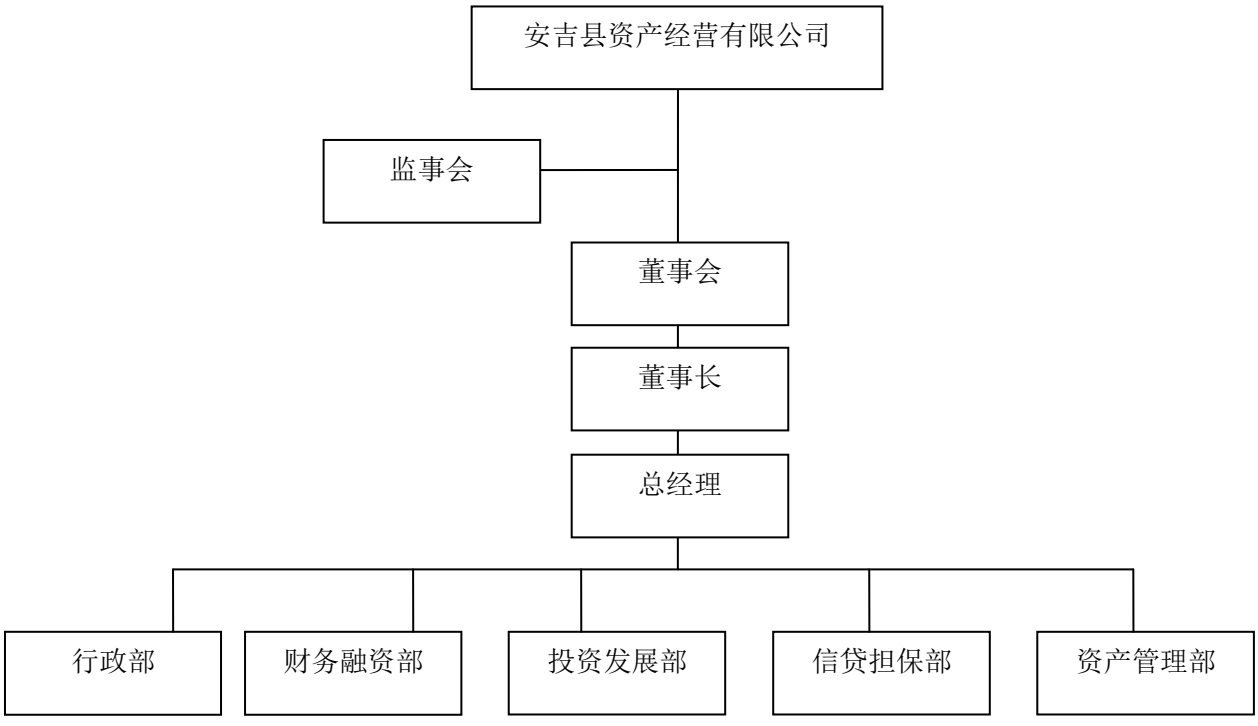
附件 1-2　截至 2018 年底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2018 年底安吉国资股权结构图



附件 1-4　截至 2018 年底安吉国资组织结构图



附件 2　截至 2018 年底安吉国资对外担保明细

被担保单位名称	担保金额（万元）
浙江天子湖实业投资有限公司	78606.09
浙江省安吉经济发展总公司	98065.00
浙江合港建设有限公司	34200.00
浙江安吉长运汽车运输有限公司	2500.00
浙江安吉修竹绿化工程有限公司	183000.00
浙江安吉广和建设有限公司	30000.00
国诚融资租赁（浙江）有限公司	63000.00
安吉中盛农业发展有限公司	3000.00
安吉职业教育中心学校	24641.00
安吉阳光土地整理有限公司	8000.00
安吉县中医院	6000.00
安吉县新农村建设发展总公司	18000.00
安吉县孝丰企业发展有限公司	4300.00
安吉县五鑫基础设施建设有限公司	10000.00
安吉县天子湖农业综合开发有限公司	50000.00
安吉县天荒坪镇余村村股份经济合作社	1500.00
安吉县天荒坪镇港口村股份经济合作社	1500.00
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）	105000.00
安吉县上墅乡基础设施建设有限公司	3000.00
安吉县人民医院	2750.00
安吉县绿洲新农村建设有限公司	265000.00
安吉县灵峰街道碧门村股份经济合作社	2800.00
安吉县交通建设工程公司	3500.00
安吉县杭垓镇缫舍村经济合作社	2000.00
安吉县杭垓镇集体资产经营有限公司	5000.00
安吉县国土资源储备与交易中心	24000.00
安吉县妇幼保健院	2100.00
安吉县城西北开发有限公司	221000.00
安吉县城市建设投资集团有限公司	80000.00
安吉县城市建设发展有限公司	230000.00
安吉天子湖矿业有限公司	15000.00
安吉天荒坪休闲旅游开发有限公司	5700.00
安吉天荒坪红土地农业开发有限公司	4400.00
安吉天湖膨润土经营有限公司	4000.00
安吉天赋城乡开发建设有限公司	129804.41
安吉上墅现代农业发展有限公司	500.00
安吉上墅慢之旅旅游发展有限公司	2500.00
安吉山水灵峰休闲农业发展有限公司	10000.00
安吉清泉污水处理有限公司	12137.37
安吉七彩灵峰农业发展有限公司	88000.00
安吉临港热电有限公司	5211.97
安吉临港经济区开发建设总公司	54000.00
安吉林业发展有限公司	23400.00
安吉经典资产管理集团有限公司	20000.00
安吉交通运输发展有限公司	210000.00
安吉嘉豪建设有限公司	226800.00
安吉国源水务有限公司	82000.00
安吉国源水务安装工程有限公司	38000.00
安吉国建房屋拆迁有限公司	32000.00
安吉广瑞混凝土制品有限公司	4900.00
安吉百润新农村建设有限公司	27000.00
合计	2557815.84

资料来源：根据安吉国资审计报告整理

注：不包括其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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.45	7.33	1.82
资产总额(亿元)	99.67	121.73	126.17
所有者权益(亿元)	62.03	62.71	70.16
短期债务(亿元)	8.66	9.20	5.91
长期债务(亿元)	26.36	47.05	45.24
全部债务(亿元)	35.01	56.25	51.14
营业收入(亿元)	5.30	5.24	5.61
利润总额(亿元)	1.27	1.17	1.31
EBITDA(亿元)	2.33	2.36	2.60
经营性净现金流(亿元)	-6.61	-1.07	-3.67
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.23	1.43	1.45
存货周转次数(次)	0.10	0.08	0.06
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05
现金收入比(%)	127.04	104.58	84.15
营业利润率(%)	17.61	17.37	18.19
总资本收益率(%)	1.81	1.51	1.69
净资产收益率(%)	2.00	1.87	1.87
长期债务资本化比率(%)	29.82	42.87	39.20
全部债务资本化比率(%)	36.08	47.28	42.16
资产负债率(%)	37.76	48.48	44.39
流动比率(%)	666.84	704.03	1055.85
速动比率(%)	266.35	160.54	82.95
经营现金流动负债比(%)	-59.35	-9.07	-45.09
全部债务/EBITDA(倍)	15.01	23.88	19.70
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	0.75	0.84

附件 4　安吉国资主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	39.34	39.20	27.25
资产总额(亿元)	392.37	390.10	364.32
所有者权益(亿元)	122.74	123.18	123.09
短期债务(亿元)	31.34	42.88	73.01
长期债务(亿元)	173.64	138.64	125.35
全部债务(亿元)	205.06	181.52	198.36
营业收入(亿元)	7.93	7.91	8.24
利润总额(亿元)	1.54	1.42	1.48
EBITDA(亿元)	3.88	3.71	3.78
经营性净现金流(亿元)	-50.45	8.47	9.67
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.13	3.47	20.24
存货周转次数(次)	0.04	0.05	0.05
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	55.32	134.14	76.60
营业利润率(%)	11.24	8.62	16.77
总资本收益率(%)	1.18	1.10	1.00
净资产收益率(%)	1.13	1.05	1.01
长期债务资本化比率(%)	58.59	52.5	50.46
全部债务资本化比率(%)	62.56	59.57	61.71
资产负债率(%)	68.72	68.42	66.21
流动比率(%)	374.00	276.08	302.61
速动比率(%)	192.68	174.26	162.74
经营现金流动负债比(%)	-53.07	6.66	8.49
全部债务/EBITDA(倍)	43.19	46.92	52.50

注：已将长期应付款纳入有息债务核算

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 6-3　中长期债券信用等级设置及其含义

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 6-4　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