信用等级公告

联合〔2019〕1060号

联合资信评估有限公司通过对浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司及其存续债券“18长湖01/18长兴太湖01”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，“18长湖01/18长兴太湖01”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

二〇一九年五月十七日

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

浙江长兴环太湖经济投资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	跟踪评级结果	上次评级结果
18 长湖 01 / 18 长兴太湖 01	6.00 亿元	2025/12/26	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 5 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	13.52	9.73	10.98
资产总额(亿元)	175.68	174.15	206.50
所有者权益(亿元)	97.54	98.26	109.46
短期债务(亿元)	7.52	10.14	15.47
长期债务(亿元）	54.23	53.99	55.53
全部债务(亿元)	61.76	64.13	71.00
营业收入(亿元)	3.37	4.10	8.43
利润总额(亿元)	1.32	1.38	1.47
EBITDA(亿元)	1.74	1.46	1.84
经营性净现金流(亿元)	-18.00	-3.09	-2.03
营业利润率(%)	6.79	6.71	4.87
净资产收益率(%)	1.35	1.40	1.34
资产负债率(%)	44.48	43.58	46.99
全部债务资本化比率(%)	38.77	39.49	39.34
流动比率(%)	891.53	1020.26	631.33
经营现金流动负债比(%)	-92.61	-18.29	-6.86
全部债务/EBITDA(倍)	35.49	43.86	38.62
EBITDA 利息倍数(倍)	0.55	0.48	0.50

注：长期应付款中有息部分计入长期债务。

分析师

文 中　韩晓罡

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了公司作为浙江长兴太湖图影旅游度假区的唯一土地开发及重要基础设施建设主体，区域经营优势显著，跟踪期内持续获得长兴县政府和度假区管委会在债务置换和财政补贴等方面的有力支持。同时，联合资信也关注到公司盈利能力弱、未来投资规模大、资产流动性弱、债务规模不断上升且短期偿债压力大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，长兴县经济稳步发展，财政实力持续增强，公司外部发展环境良好。公司自身主营业务持续发展和长兴县相对较强的财政实力及其政府对公司持续的支持有助于支撑公司整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“18 长湖 01 / 18 长兴太湖 01”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，长兴县经济稳步发展，财政实力持续增强，公司外部发展环境良好。
2. 公司作为浙江长兴太湖图影度假区的唯一土地开发及重要基础设施建设主体，跟踪期内，在债务置换和财政补贴等方面获得长兴县政府和度假区管委会的大力支持。

关注

1. 公司部分委托代建项目未签订协议，未来工程建设项目投资规模大。
2. 公司整体盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖度高。
3. 公司流动资产中存货占比大，其中划拨土地占比较高，变现能力弱，资产流动性弱。

4. 跟踪期内，公司经营性净现金流为负；债务规模持续增长，短期偿债压力大。
5. 公司募投项目进展缓慢，项目未来收益具有不确定性。

声　明

一、本报告引用的资料主要由浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司（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。

浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司（以下简称“公司”）及“18长湖01 / 18长兴太湖01”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。2018 年 12 月 9 日，公司股东浙江长兴金融控股集团有限公司（以下简称“长兴金控”）将其持有的公司33%股权无偿划转给浙江长兴经开建设开发有限公司（以下简称“长兴经开”），长兴经开为长兴经济技术开发区管理委员会出资成立的国有独资公司。股权划转后，长兴金控持有公司67%的股份，为公司控股股东，公司的实际控制人仍为长兴县财政局。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司本部内设办公室、工程部、规划部、财务部和招商部共 5 个职能部门（附件 1-2）。

截至 2018 年底，公司资产总额 206.50 亿元，所有者权益 109.46 亿元（其中少数股东权益 11.92 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 8.43 亿元，利润总额 1.47 亿元。

公司注册地址：浙江省湖州市长兴太湖图影旅游度假区；法定代表人：羊文杰。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至本报告出具之日，联合资信所评公司存续期债券余额合计6.00亿元，为于2018年12月25日发行的“18长湖01 / 18长兴太湖01”，期限5年。募集资金用于太湖图影湿地治理及开发项目（以下简称“募投项目”）及补充公司营运资金。“18长湖01 / 18长兴太湖01”按年付息，分期还本，在债券存续的第3~7年，每年偿还20%的本金。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
18 长湖 01 / 18 长兴太湖 01	6.00	2025/12/26	7.50
合计	**6.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，上述债券尚未到利息支付日，上述债券募集资金均已按指定用途全部使用完毕。其中，3.60亿元用于募投项目，2.40亿元用于补充公司营运资金。

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。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，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。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；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，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
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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式

		为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

（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. 区域经济环境

目前公司经营与投资的项目主要集中在长兴县太湖图影旅游度假区。公司的发展直接受长兴县经济增长水平、财政收支状况和城市建设进程的影响，并与该地区规划密切相关。

（1）区域概况

长兴县地处浙江、江苏、安徽三省交界，东临太湖，与苏州、无锡隔湖相望，全县辖 16 个乡镇，人口 64.2 万人。长兴县距上海、杭州、南京等大中城市均在 150 公里以内，是浙江、江苏、安徽三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势突出。

长兴县经济和社会发展迅速，先后获得国家园林城市、国家卫生县城、全国文化先进县、全国科技进步先进县、中国金融生态县、全国城市管理综合治理先进县、浙江省文明城市、省科普示范县、省生态县、省森林城市、省示范文明城市等称号，取得了联合国环境署认定的“国际花园城市”城市类金奖和环境可持续发展第一名、全国综合实力百强县、县域经济基本竞争力百强县等荣誉。

长兴图影旅游度假区是经浙江省人民政府《浙江省人民政府关于设立长兴太湖图影省级旅游度假区的批复》（浙政函〔2012〕69 号）批准设立的省级旅游度假区，总规划面积 23.8 平方公里。其地理位置优势明显，交通便捷，自然环境优美，旅游资源丰富，休闲旅游度假主题突出，发展空间巨大。

（2）区域经济

2016-2018 年，长兴县地区生产总值年均复合增长 10.53%，分别为 499.14 亿元、553.21 亿元和 609.78 亿元。根据《2018 年长兴县国民经济和社会发展统计公报》，2018 年长兴县地区生产总值按可比价格计算，同比增长 8.5%。其中，第一产业增加值 33.39 亿元，同比增长 3.1%；第二产业增加值 300.41 亿元，同比增长 8.6%；第三产业增加值 275.97 亿元，同比增长 9.1%，三次产业占比为 5.47:49.27:45.26，第三产业对 GDP 增长贡献率为 46.0%。长兴县 GDP 总量为湖州市第一名。

2016-2018 年，长兴县全年规模以上工业增加值年均复合增长 8.05%，分别为 220.30 亿元、236.17 亿元和 257.19 亿元。2018 年，长兴县全年规模以上工业增加值同比增长 8.9%。全县 729 家规模以上工业企业累计产值 1478.20 亿元，同比增长 13.2%；新产品产值 677.50 亿元，同比增长 29.0%；销售产值

1419.93 亿元，同比增长 11.8%，产销率达到 96.1%，同比下降 1.2 个百分点；主营业务收入同比增长 11.7%；利税总额同比增长 7.2%；利润总额同比增长 2.2%。年主营业务收入超亿元的企业达 197 家。

固定资产投资方面，2018 年长兴县全年固定资产投资同比增长 5.5%。其中，民间投资增长 8.4%，占比为 83.5%，交通投资增长 131.3%，高新技术产业投资增长 35.9%，生态环保与公共设施投资下降 15.9%。

总体看，跟踪期内长兴县工业强县建设持续推进，现代农业进一步发展，现代服务业扩量明显，全县经济保持较快发展的良好态势。

（3）长兴县财力和债务情况

近年来长兴县地方可控财力增幅较大，2016-2018 年地方可控财力分别为 91.94 亿元、115.37 亿元和 151.98 亿元，主要系国有土地使用权出让金收入波动较大所致；一般预算收入持续增长，三年分别为 45.46 亿元、49.50 亿元和 59.37 亿元，其中税收收入分别实现 38.17 亿元、42.05 亿元和 50.11 亿元；同期政府性基金收入增幅较大，三年分别实现收入 26.59 亿元、45.37 亿元和 71.28 亿元；同期国有土地使用权出让金分别为 19.58 亿元、34.87 亿元和 52.96 亿元。根据长兴县财政局出具的《长兴县地方政府债务余额及综合财力统计表（2018 年）》进行核算，2018 年度长兴县地方政府债务率为 103.99%，债务负担较重。

总体看，跟踪期内长兴县地方可控财力有所增长，其构成以一般预算收入和政府性基金收入为主，税收收入有所增长，一般预算收入稳定性较好；政府基金收入受市场行情影响，增幅较大；长兴县地方政府债务负担较重。

六、基础素质分析

截至 2018 年底，公司注册资本及实收资本均为 5.00 亿元，其中长兴金控持股 67.00%，长兴经开持股 33.00%；公司实际控制人为长兴县财政局。

公司是浙江长兴太湖图影旅游度假区的唯一土地开发及重要基础设施建设主体，主要承担太湖图影度假区内的土地整理和基础设施代建业务，在经营区域范围内拥有明显优势。

截至 2018 年底，公司下辖 7 个子公司。其中，控股子公司浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司主要负责图影旅游度假区的旅游开发、土地开发、景区经营和管理业务。跟踪器内，由浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司出资成立长兴图兴贸易有限公司，其主要负责长兴县内上市公司及产业公司的贸易业务。

2018 年，长兴县人民政府承担公司 64698 万元债务和长兴太湖图影旅游发展有限公司 12000 万元债务，以债务置换方式将负债调整至权益类科目，转增资本公积共计 76698 万元。同年，公司收到长兴县政府政府补助为 1.62 亿元，计入“其他收益”。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10330522000474103），截止 2019 年 4 月 22 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1033052200159320R），截止 2019 年 4 月 30 日，浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司无未结清的不良信贷信息记录和 1 笔已结清的不良信贷信息记录。其中，1 笔欠息已于欠息次日结清，欠息金额 81.90 元。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1033052200357520A），截止 2019 年 4 月 24 日，长兴图兴贸易有限公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员有所变化，2019 年 3 月，公司董事长、总经理、法人均有

所更新。公司其他高管无变化。

羊文杰先生，生于 1986 年 8 月，本科学历，中共党员；曾任职于上海薪得付信息技术有限公司，上海昭隆软件有限公司，上海中油能源控股有限公司，长兴太湖图影旅游度假区管委会（以下简称“度假区管委会”），浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司，长兴县财政局。2019 年 3 月至今，任公司董事长、总经理、法定代表人。

跟踪期内，公司管理体制及制度无变化，公司高级管理人员有所更新，上述变化对公司经营及偿债能力影响较小。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为长兴太湖图影旅游度假区的唯一土地开发及重要基础设施建设主体，主要承担度假区的土地开发和基础设施建设任务，目前正寻求转型，现阶段收入来源主要包括土地开发和贸易，2018 年二者收入合计占比超过 97%；基础设施建设业务由于未签订相应协议，暂未确认收入；公司其他业务收入占比很小。

2018 年，公司实现营业收入 8.43 亿元，同比增长 105.37%。从收入构成上来看，2018 年实现土地开发收入 3.05 亿元；公司在保持着一定的土地开发业务规模的基础上进行业务转型探索，新增贸易业务，当年实现贸易业务收入 5.22 亿元。公司景区门票收入主要来自太湖图影湿地文化园项目，2018 年实现收入 601.23 万元。

2018 年，公司综合毛利率为 4.92%，同比下降 2.16 个百分点，主要系毛利率很低的贸易业务在公司收入中占比较高所致。其中，土地开发业务毛利率为 9.09%，同比增长 4.33 个百分点，主要系公司与长兴县国土资源局签订《关于合作开发土地的补充协议》（以下简称“补充协议”），根据该补充协议，自 2018 年起土地投资收入按土地投资成本的 110%计算（2018 年之前为 105%）。2018 年，景区门票业务毛利率为 87.85%，同比增长 10.74 个百分点，主要系成本下降所致。

表 3　2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况　（单位：万元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	32768.88	97.19	4.76	39828.72	97.07	4.76	30521.50	36.22	9.09
租金	380.00	1.13	100.00	556.65	1.36	90.24	933.36	1.11	89.32
景区门票	554.08	1.64	66.64	605.57	1.48	77.11	601.23	0.71	87.85
贸易	--	--	--	--	--	--	52172.65	61.92	0.03
其他	12.68	0.04	100.00	38.47	0.09	100.00	32.56	0.04	1.62
合计	**33715.64**	**100.00**	**6.89**	**41029.41**	**100.00**	**7.08**	**84261.31**	**100.00**	**4.92**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司营业收入有所增长。受公司市场化转型影响，公司营业收入新增贸易板块且占比较大，但该业务毛利率低，对公司利润影响很小。受此影响，公司综合毛利率有所下降。

2. 业务经营分析

（1）土地开发业务

土地开发业务收入是公司收入的重要来源，根据公司与长兴县国土资源局所签订的《关于合作开发土地之委托代建协议》，公司负责对太湖图影景区合计 23.8 平方公里的土地进行分期开发整理以达到净地的出让标准，投资成本包括征地、拆迁、补偿、安置、场地平整及景区配套设施建设等项目。土地平整完成后交由长兴县国土资源局以招、拍、挂的形式进行出让。公司在土地完成出让之后根据开发成本确认收入。2016-2017 年，公司按照投

资成本的105%确认土地开发整理收入，每年的6月及12月由长兴县财政统一与公司进行结算。自2018年开始，公司根据补充协议，按照投资成本的110%确认土地开发整理收入。

2018年，公司完成土地平整并委托出让土地共11宗，完成土地开发面积533.39亩，开发成本2.77亿元，土地出让收入3.05亿元，已全部回款。近年公司土地开发平均成本呈下降趋势，2018年公司土地开发平均成本为55万元/亩。2018年土地开发业务收入同比下降23.37%，主要系出让土地面积减少所致。

表4　2016-2018年公司确认土地整理收入情况

（单位：亩、万元）

年份	出让面积	开发成本	确认收入	已回款金额
2016	564.65	31208.46	32768.88	32768.88
2017	779.13	37932.11	39828.72	39828.72
2018	533.39	27746.83	30521.51	30521.51
合计	**1760.67**	**96887.39**	**103119.10**	**103119.10**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司完成开发整理但未出让土地账面价值共计45.67亿元，计入“存货”科目。

表5　2018年底公司未出让土地情况（单位：万元）

项目名称	建设期限	期末余额
湿地区域土地开发	2016-2019	456721.15
图影区域征地拆迁（政策处理及零星设施）	2016-2021	
图影区域土地开发	2010-2021	
合计	--	**456721.15**

资料来源：公司提供

太湖龙之梦乐园项目（以下简称“龙之梦项目”）系长兴县政府于2016年引进的重点项目，计划总投资200亿元，总占地约10800亩，一期建设用地约1100亩。该项目位于图影度假区之内，属于湿地区域土地开发项目，项目已于2016年正式动工，工期3~5年，部分项目已在2018年下半年对外运营，整体项目力争在2019年推向市场。由于龙之梦项目主要集中在度假区，未来随着龙之梦项目的持续推进，其所需地块的逐步开发与出让，将带动公司土地开发业务收入的持续增长；但同时也应注意到土地出让进度及价格易受外部供求及政策因素影响存在一定波动性。

截至2018年底，公司仍有4.13平方千米的土地储备，账面价值82.62亿元。其中，3.84平方千米土地储备为政府注入，账面价值78.60亿元；0.52平方千米土地已经抵押，抵押土地账面价值9.29亿元。

（2）工程代建业务

根据公司与长兴太湖图影旅游度假区管理委员会所签订的《关于景区工程之委托代建协议》，由公司前期垫付资金进行度假区配套设施工程、旅游资源开发等项目建设，项目建设完成后交付度假区管委会，验收合格后公司按照实际工程成本发生额以及加成5%的代建管理费确认收入，由度假区管委会支付款项；其中公司就规模较大的工程代建项目签订专项委托代建协议。2016年起工程代建业务开展放缓，之后开展的委托代建项目均未签订专项协议并未确认相关业务收入。

截至2018年底，公司主要在建项目累计投入资金24.52亿元，未来仍需投资14.11亿元。其中，公司自建项目为太湖图影湿地治理和开发项目；委托代建项目主要包括太湖图影重点项目基础设施及配套工程、“龙之梦”配套和申苏浙皖高速公路新增南太湖互通及连接线工程（湖长二通道）项目。目前委托代建项目仍均未签订专项协议，未来收益实现存在一定不确定性。总体看，公司未来投资压力大。

表6　截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：%、万元）

业务类型	项目名称	预计工期	工程进度	总投资	已投资	拟投资金额		
						2019年	2020年	2021年
自建项目	太湖图影湿地治理及开发项目	2016-2019	56.79	130831.00	74298.00	56533.00		--
委托代建	太湖图影重点项目基础设施及配套工程	2016-2020	26.11	53940.68	14081.25	15000.00	24859.43	--

	碧岩路工程	2010-2020	73.10	28000.00	20466.78	2000.00	5533.22	--
	龙之梦配套	2016-2019	91.58	120000.00	109890.75	10109.25		--
	图影大道配套改造工程	2016-2020	27.10	8200.00	2222.03	2547.00	3430.97	--
	申苏浙皖高速公路新增南太湖互通及连接线工程-湖长二通道	2017-2020	53.49	45300.00	24229.76	19512.60	1557.64	--
合计				**386271.68**	**245188.57**	**105701.85**	**35381.26**	**--**

资料来源：公司提供

（3）贸易业务

公司积极进行市场化业务转型，由公司子公司浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司出资 10000 万元，于 2018 年 8 月成立了长兴图兴贸易有限公司（以下简称“图兴贸易”）。图兴贸易公司核心业务为供应链金融，即按照下游客户需求采购货物并支付相关价款，下游客户承担贸易公司资金成本并在结算协议中约定收益率。贸易业务回款平均账期在 1 个月以内。2018 年图兴贸易公司共开展了 2 单贸易业务，实现税后贸易收入 5.22 亿元。贸易对象主要为超威动力（香港）有限公司及其子公司和天能电池集团有限公司及其子公司。但贸易板块目前由于业务简单，毛利率低，并未对公司的整体业务和利润产生较大影响。目前公司贸易业务仍处于早期探索阶段，业务范围主要集中在长兴县范围内的上市公司，所需资金均由公司负责并整体安排，流动资金占用 1 个亿，未来将根据贸易公司业务实际开展情况相应调整资金占用额度。

表 7　截至 2018 年底贸易公司主要贸易业务情况

客户	采购商品	采购含税价	供应商	供货含税价
浙江森悦文化传播有限公司	铅酸电池	4.78	浙江赫牛能源有限公司	4.78
长兴鑫长贸易有限公司	检测电芯	1.27	浙江超威创元实业有限公司	1.27
合计	--	**6.05**	--	**6.05**

资料来源：公司提供

（4）景区门票、租金和其他业务

景区门票收入主要来自太湖图影湿地文化园项目， 2018 年实现收入 601.23 万元。租金收入和其他收入 2018 年共计 965.92 万元。目前公司执行的景区门票收费标准如下表所示。

表 8　公司景区门票收费标准（单位：元/人/次）

票价			适用范围
船票	门票	总计	
50	50	100	1.4米以上、60周岁以下
50	30	80	60(含)周岁以上老人(持有效证件)
50	免票	50	残疾人证、1.2-1.4米儿童、旅行社经理资格证、教师证、学生证、国导证、现役军人
免票			1.2米以下儿童(参加活动项目除外)

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地开发业务稳定开展，土地开发面积和收入有所下降；工程代建业务持续投入，但仍未签订专项协议并未确认相关业务收入；新增贸易业务作为市场化转型试点，毛利率低，对公司利润影响很小；在建、拟建项目未来剩余投资规模较大，考虑到长兴县政府和管委会对公司的支持力度较大，压力有所缓解。

3. 未来发展

公司作为长兴太湖图影旅游度假区的核心经营主体，公司未来发展与度假区的整体规划密切相关。同时，公司在市场化转型的道路上不断摸索，在贸易业务方面进行试点。未来，公司将积极配合度假区整体规划安排，加快支持推进太湖“龙之梦”项目，扎实推进在建项目并完善配套基础设施建设，做优湿地公园品牌，紧扣“两大主题活动”、“三项主线产品”和“五个功能区域”建设展开，不断丰富和提升图影休闲体验产品，提高图影的市场关注度和游客美好体验度；进一步优化接待流程，实现策划、营销、船务、园务等各部门一体化无缝对接；依托“龙之梦”加强宣传推广力度，增强度假区的综合影响力和市场对未来的预期，争创国家 5A 级景区。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围内的一级子公司合计 3 家，包括全资子公司长兴图影建设有限公司、控股子公司浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司和长兴图兴物业管理有限公司。2018 年新设立二级子公司长兴图兴贸易有限公司和一级子公司长兴图兴物业管理有限公司。其中，长兴图兴贸易有限公司对公司收入影响大，但考虑该公司成立时间较短且资产规模小，贸易业务毛利率低，对整体财务可比性影响不大。长兴图兴物业管理有限公司资产规模、收入规模相对尚小，对公司合并报表数据影响小。总体看，公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 206.50 亿元，所有者权益 109.46 亿元（含少数股东权益 11.92 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 8.43 亿元，利润总额 1.47 亿元。

截至 2018 年底，公司母公司资产总额 181.61 亿元，所有者权益 96.76 亿元；2018 年，公司母公司实现营业收入 2.67 亿元，利润总额 1.20 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 206.50 亿元，同比增长 18.58%，主要来自可供出售金融资产、在建工程以及存货的增长。公司资产中流动资产和非流动资产分别占比 90.50%和 9.50%，公司资产以流动资产为主，主要构成见表 9。

表9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.52	7.70	9.73	5.59	10.98	5.32
其他应收款	23.15	13.17	14.56	8.36	19.36	9.38
存货	136.49	77.69	148.02	85.00	156.42	75.75
流动资产	**173.26**	**98.62**	**172.41**	**99.00**	**186.89**	**90.50**
可供出售金融资产	1.78	1.01	1.72	0.99	9.30	4.50
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	2.86	1.39
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	7.43	3.60
非流动资产	**2.42**	**1.38**	**1.74**	**1.00**	**19.61**	**9.50**
资产总额	**175.68**	**100.00**	**174.15**	**100.00**	**206.50**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动资产 186.89 亿元，同比增长 13.17%。2018 年底，流动资产中货币资金 10.98 亿元，占比 5.32%；其他应收款 19.36 亿元，占比 9.38%；存货 156.42 亿元，占比 75.75%。

2018 年底，公司货币资金 10.98 亿元。公司货币资金主要由银行存款（占 99.97%）构成，公司受限资金 2.04 亿元，均为取得借款而质押的定期存单。

2018 年底，公司其他应收款 19.36 亿元，同比增长 32.93%，主要系公司与长兴县国企之间的往来款增加所致，应收对象实际控制人主要为长兴县财政局和度假区管委会。公司其他应收款前五名大欠款单位合计欠款 14.68 亿元，前五名单位应收款占其他应收款总额的 75.81%，集中度较高。2018 年底，公司共计提 98.80 万元坏账准备，计提比例为 0.05%。总体看，公司应收长兴县财政局和度假区管委会的款项占比高，资金回收风险较小，但其他应收款的金额较大，对公司资金形成一定占用。

表 10　公司 2018 年底其他应收账款前 5 名明细

（单位：亿元、%）

单位名称	实际控制人	账面余额	账龄	占比

长兴长发建设开发有限公司	长兴县财政局	5.46	1 年以内	28.20
浙江太湖图影旅游度假区管委会	浙江太湖图影旅游度假区管委会	3.67	1 年以内	18.95
长兴经纬建设开发有限公司	长兴县财政局	2.00	1 年以内	10.33
浙江长利建设开发有限公司	长兴县财政局	1.80	1 年以内	9.30
长兴东湖实业有限公司	长兴县太湖街道事业综合服务中心	1.75	1 年以内	9.04
合计	--	**14.68**	--	**75.81**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司存货 156.42 亿元，同比增长 5.67%，主要系开发成本和代建项目的增加所致。从构成上看，公司 2018 年底存货包括：土地资产 82.62 亿元，主要为 34 块土地的土地使用权（其中城镇混合住宅用地 76.22 亿元，商业用地 6.40 亿元；9.29 亿元土地已抵押）；开发成本 45.67 亿元，主要为三块土地的开发成本，分别为湿地区域土地开发、图影区域征地拆迁和图影区域土地开发；代建项目 28.12 亿元，主要为道路和保障房的建设工程以及度假区内的配套工程。公司未对存货计提跌价准备。

2018 年底，公司非流动资产 19.61 亿元，同比增加 17.87 亿元，以可供出售金融资产（占 67.97%）、长期应收款（占 7.31%）和在建工程（占 18.95%）为主。

2018 年底，公司可供出售金融资产 9.30 亿元，同比增长 7.58 亿元，主要系公司新增持有长兴兴利投资合伙企业（有限合伙）的股权 72993.00 万元所致。

2018 年底，公司新增长期应收款 2.86 亿元，主要为浙江金融资产交易中心保证金。公司向浙江金融资产交易中心进行融资时缴纳，用于融资方未正常兑付时支付给投资者的风险准备金。

2018 年底，公司新增在建工程 7.43 亿元，主要为本期募投项目—太湖湿地治理及开发项目。2018 年之前，太湖图影湿地治理项目主要工作为前期征拆，没有土地指标，记在“存货”科目。2018 年在完成征迁工作并获得土地指标之后，将征迁成本和项目建设投入调整至“在建工程”科目。

受限资产方面，2018 年底，公司受限资产总计 10.07 亿元，主要为银行抵押借款 4.02 亿元、受限的定期存单 2.04 亿元和抵押的土地储备 4.01 亿元；公司受限资产占资产总额的比例为 4.88%，受限比例较低。

跟踪期内，公司资产规模有所增长；其他应收款回款规模较大，对资金形成一定占用；存货有所增长且占比较高，资产流动性弱；受部公司对外投资影响，可供出售金融资产增幅较大；受公司募投项目推进，公司新增在建工程科目；公司受限资产占比较高，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 109.46 亿元（含少数股东权益 11.92 亿元）。其中，实收资本占 4.57%，资本公积占 74.52%，盈余公积占 0.96%，未分配利润占 9.06%，少数股东权益占 10.89%。

2018 年底，公司所有者权益同比增长 11.40%。其中资本公积 81.57 亿元，同比增长 9.94%，主要系长兴县人民政府将长兴环太湖经济投资开发有限公司 64698 万元债务和长兴太湖图影旅游发展有限公司 12000 万元债务从负债调整至权益类科目，转增资本公积共计 76698 万元所致。公司所有者权益结构变化不大。

负债

2018 年底，公司负债总额 97.04 亿元，同比增长 27.88%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致。公司负债中，流动负债占 30.50%、非流动负债占 69.50%。

2018 年底，公司流动负债 29.60 亿元，同比增长 75.18%，主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加。

2018 年底，公司其他应付款 12.60 亿元，主要由与国资单位往来款构成，账龄集中在 1

年以内。2018 年底，公司其他应付款同比增长 130.53%，主要系往来款的增加所致。从账龄情况来看，账龄在 1 年以内的占 98.82%。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 15.47 亿元，同比增长 52.60%，主要系结转一年内到期的长期借款所致。从构成上来看，主要包括一年内到期的长期借款（占 79.92%）、一年内到期的长期应付款（占 16.79%）和一年内到期的其他非流动负债（占 3.29%）。

2018 年底，公司非流动负债 67.44 亿元，同比增长 14.33%，主要系公司长期借款和应付债券的增长所致。从构成上来看，主要包括长期借款（占 36.06%）、应付债券（占 30.90%）及长期应付款（占 33.04%）。

2018 年底，公司长期借款 24.32 亿元，同比增长 19.11%，主要系新增保证借款和质押、保证借款所致。

表 11　2018 年底公司长期借款明细（单位：亿元、%）

项目	抵押物/质押物	余额	占比
保证借款	--	18.47	75.95
抵押借款	土地使用权	0.70	2.88
质押借款	定期存单	0.80	3.27
质押、保证借款	部分项目收益权	3.85	15.85
抵押、质押、保证借款	土地使用权、定期存单、应收账款	0.50	2.06
合计	--	**24.32**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司应付债券 20.84 亿元，同比增长 40.37%，主要系公司发行债券“18 长湖 01 / 18 长兴太湖 01”6.00 亿元所致。截至 2018 年底，公司应付债券包括“16 长湖 01”、“16 长湖 02”和“18 长湖 01 / 18 长兴太湖 01”。

表 12　2018 年底公司应付债券余额明细（单位：亿元）

债项名称	余额	发行日	期限
16 长湖 01	8.94	2016/3/10	5 年
16 长湖 02	5.95	2016/10/26	5 年
18 长湖 01 / 18 长兴太湖 01	5.95	2018/12/26	7 年
合计	**20.84**	--	--

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司长期应付款 14.84 亿元，同比降低 3.93%，主要系 7.67 亿元长期应付款转增资本公积所致。从构成上来看，主要包括往来款（占 11.56%）、地方政府债务置换（占 45.16%）、投资款（占 24.71%）和专项应付款（占 18.57%）。其中，长兴县财政局地方政府债务置换 6.70 亿元，招商财富资产管理有限公司投资款 3.67 亿元，均为有息应付款，已调整至长期债务及全部债务核算。

2018 年底，公司全部债务 71.00 亿元，同比增长 10.71%。其中：短期债务占比 21.79%，长期债务占比 84.19%，债务结构以长期债务为主。

表13　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	7.52	10.14	15.47
长期债务	54.23	53.99	55.53
全部债务	61.76	64.13	71.00
资产负债率	44.48	43.58	46.99
全部债务资本化比率	38.77	39.49	39.34
长期债务资本化比率	35.73	35.46	33.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从债务分布看，公司未来三年需要偿还有息债务分别为 12.42 亿元、9.47 亿和 28.24 亿元。公司的有息债务明细见表 14。

表14　公司未来三年债务分布情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
银行借款偿还规模	27000.00	30000.00	65000.00
信托计划偿还规模	35328.00	14991.00	-
已发行债券偿还规模	-	-	162811.00
融资租赁偿还规模	-	-	34542.00
其他债务偿还规模	61885.00	49671.00	20000.00
合计	**124213.00**	**94662.00**	**282353.00**

资料来源：公司提供

从债务指标看，2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 46.99%、39.34%和 33.66%。

跟踪期内，公司所有者权益稳定增长，资本公积占比较高，权益结构稳定性较强；负债总额持续增长，有息债务规模不断上升，整体债务负担一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司营业收入为 8.43 亿元，同

比增长105.37%。2018年，公司营业成本为8.01亿元，同比增长110.14%，大于营业收入降幅。2018年营业收入与成本均大幅增长，主要系公司新增贸易业务所致，但目前公司贸易业务毛利率低，盈利能力弱。

表15 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	3.37	4.10	8.43
营业成本	3.14	3.81	8.01
其他收益	--	1.61	1.62
营业外收入	1.61	小于0.01	小于0.01
利润总额	1.32	1.38	1.47
营业利润率	6.79	6.71	4.87
总资本收益率	1.08	0.89	1.01
净资产收益率	1.35	1.40	1.34

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2018年，公司期间费用为0.57亿元。其中，销售费用、管理费用及财务费用分别为0.01亿元、0.19亿元和0.37亿元。2018年，公司期间费用占营业收入比重为6.71%，公司期间费用同比增长13.02%，但目前控制能力保持在较高水平。

2018年，公司实现利润总额1.47亿元。2018年，公司取得政府补贴收入1.62亿元，反映在“其他收益”科目中。政府补贴对公司利润影响较大。

从盈利指标来看，2018年，公司营业利润率、总资本收益率均有所下降，净资产收益率有所上升。2018年三项指标分别为4.87%、1.01%和1.34%，公司整体盈利能力弱。

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费用控制能力强，公司利润总额主要来自政府补贴，整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入量29.55亿元，同比增长223.47%。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为9.43亿元，同比增长132.06%，主要系公司开展贸易业务所致。2018年，公司现金收入比为111.55%，公司收入实现质量较好。2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金为20.12亿元，同比增长296.69%，主要系公司往来款和政府补助增加所致。经营活动流出方面，2018年，公司经营活动流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营有关的现金，分别为15.31亿元和16.15亿元。经营活动产生的现金流出主要为工程项目建设所投入的建设资金、支付的各项税费和开展贸易业务支付的货款等。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.03亿元。公司经营活动产生的现金净流量为负，主要系公司承担了旅游渡假区内的配套设施工程代建等大量工程，而旅游渡假区目前仍然处于开发建设阶段，前期投资较大，政府回购进度慢，现金回流较慢。

表16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	9.25	9.13	29.55
经营活动现金流出量	27.25	12.22	31.58
经营活动现金流净额	-18.00	-3.09	-2.03
投资活动现金流净额	-0.54	-0.04	-14.32
筹资活动现金流净额	21.28	2.08	19.71
现金收入比	93.48	99.01	111.55

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入为0.21亿元。2018年，投资活动现金流出为14.53亿元。 2018年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为6.74亿元，主要为用于配套设施工程建设项目的现金； 2018年投资支付的现金分别为7.79亿元，主要为对长兴县太湖图影农民合作经济组织联合会、长兴兴吉投资合伙企业（有限公司）、长兴兴吉壹号和长兴兴利投资合伙企业（有限合伙）的投资款构成。2018年，公司投资活动现金净额为-14.32亿元，投资力度有所加强。

2018年，公司筹资活动前现金流量净额为-16.35亿元，随着度假区近年来的发展，公司持续对区内配套设施建设进行资金投入，现阶段经营活动获取的现金流量仍然为负，整体现金流仍依赖于筹资活动。

筹资活动现金流方面， 2018 年，公司筹资活动现金流入为 42.11 亿元，主要系吸收投资和发行债券收到现金所致。2018 年，公司筹资活动现金流出为 22.40 亿元，其中，偿还债务支付的现金 15.09 亿元，分配股利、利润和偿付利息支付的现金 3.72 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 3.60 亿元。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 19.71 亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量规模有所增长，公司收入收现质量较好，但经营活动产生的现金流净额仍然为负。投资活动产生的现金流净流出规模持续增长，对外筹资依赖度较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2018年，公司流动比率和速动比率有所上升，分别为631.33%和102.94 %。2018年，公司经营现金流动负债比为负。2018年底，公司现金类资产为10.98亿元，相当于同期短期债务的0.71倍；现金类资产中受限部分2.04亿元，剔除受限资产后相当于同期短期债务的0.58倍。公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2018年，公司EBITDA为1.84亿元；全部债务/EBITDA为38.62倍。考虑到长兴县政府和度假区管委会对公司的支持力度较强，且公司拥有一定的土地储备，未来收益将逐步体现，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 17.56 亿元，担保比率为 16.04%，担保比率较高。

表 17 截至 2018 年底公司对外担保明细

（单位：万元）

被担保人	担保金额	担保期限
长兴和美农林有限公司	6000.00	2016/9/1-2019/8/30
长兴永能建设发展有限公司	6800.00	2016/9/1-2019/8/30
	17499.00	2017/6/22-2019/6/22
	30000.00	2017/8/28-2020/8/28
	13813.00	2017/10/10-2020/10/10
	25204.00	2017/12/19-2023/1/3
	9750.00	2017/12/29-2020/2/24
长兴洪湖投资开发有限公司	6000.00	2016/10/21-2019/10/20
长兴吴山益农村镇建设有限公司	4850.00	2017/3/8-2020/3/8
长兴交通投资集团有限公司	27000.00	2017/4/7-2032/4/7
	11000.00	2017/4/7-2032/4/7
	10000.00	2017/4/28-2033/4/28
	5000.00	2017/5/16-2033/5/13
长兴骏湖物资贸易有限公司	2000.00	2017/4/18-2020/4/18
	700.00	2018/5/11-2019-5/9
合 计	**175616.00**	--

资料来源：公司提供

主要被担保方长兴永能建设发展有限公司，实际控制人为长兴县园林管理局，营业范围包括新农村建设，城镇基础设施，交通基础设施及水利基础设施建设，保障房建设，房屋拆迁，土地开发整理，景区开发建设，实业投资和建筑材料销售。公司对长兴永能建设发展有限公司 10.31 亿元银行借款提供担保，截至本报告出具之日，未发现长兴永能建设发展有限公司存在失信被执行记录。

主要被担保方长兴交通投资集团有限公司，实际控制人为长兴县交通运输局，营业范围包括交通建设项目的策划、经营和管理，交通建设项目的经济技术咨询服务，土地开发，房地产开发，城市基础设施建设和旅游开发。公司对长兴交通投资集团有限公司 5.3 亿元银行借款提供担保，截至本报告出具之日，未发现长兴交通投资集团有限公司存在失信被执行记录。

截至 2018 年底，公司获得银行授信合计为 26.30 亿元，已使用额度 22.30 亿元，剩余未使用额度 4.00 亿元，融资渠道尚待拓宽。

跟踪期内，公司偿债指标有所增强，短期偿债压力大；考虑到长兴县政府和度假区管委会对公司的支持力度较强，且公司拥有一定的土地储备，未来收益将逐步体现，公司整体偿债能力很强。

十、存续债券偿债能力分析

截至本报告出具日，联合资信评级的公司存续期内债券 “18 长湖 01 / 18 长兴太湖 01”债券 6.00 亿元。该债券设分期偿付条款，在债

券存续期的第 3~7 年底分期偿付 20%本金。2018 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对待偿付债券总额的覆盖倍数分别为 0.31 倍和 4.92 倍，对分期偿还额度的覆盖倍数分别为 1.53 倍和 24.62 倍；对待偿付债券总额覆盖倍数一般，对分期偿还规模保障程度较好。公司经营活动现金净流量为负，对本期债券不具备保障能力。

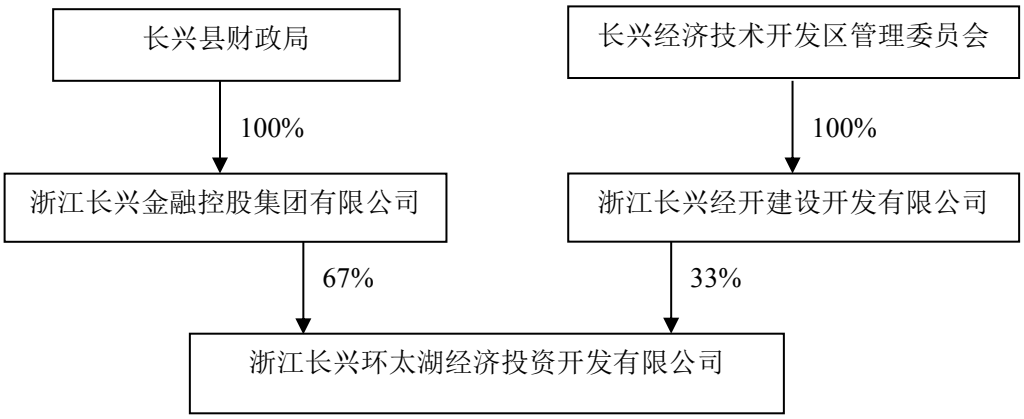
“18长湖01 / 18长兴太湖01”以募投项目收入作为还款来源。募投项目计划总投资130831.00万元，拟通过发行债券募集资金70600.00万元，占项目总投比例53.96%，剩余均为公司自筹。根据浙江经纬工程项目管理有限公司出具的《太湖图影湿地治理和开发项目可行性研究报告》，本期债券存续期内（2018~2025年）预计实现收入11.23亿元，为“18长湖01 / 18长兴太湖01”用于募投项目资金的3.12倍。募投项目建设原计划于2018年12月完成竣工验收，但截至2018年底，募投项目累计投入资金7.43亿元，投资进度为56.80%，工程进展滞后明显。联合资信将持续关注项目后续进展情况和项目收益情况。

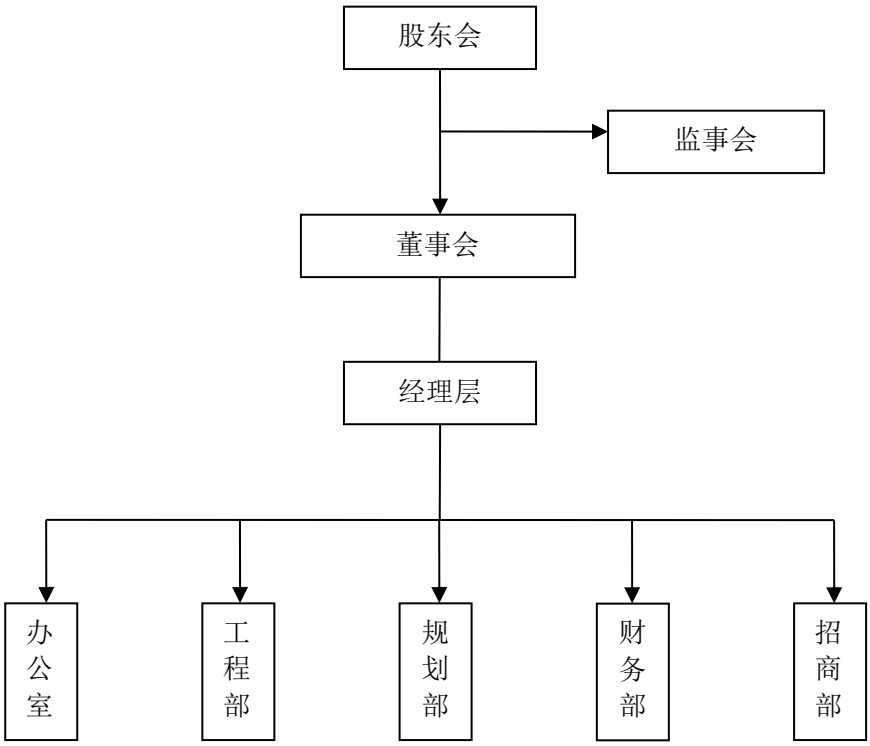
考虑到长兴县政府和度假区管委会对公司的大力支持，公司整体偿债能力很强。整体看，上述存续期债券到期按时偿还本息的安全性很高。

十一、结论

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，“18长湖01 / 18长兴太湖01”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及组织架构图





附件 1-2 截至 2018 年底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
长兴图影建设有限公司	房地产业	20000.00	100.00
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	水利、环境和公共设施管理业	20000.00	93.15
长兴图兴物业管理有限公司	物业管理和园林绿化施工	200.00	70.00

资料来源：公司提供

附件 2　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)	13.52	9.73	10.98
资产总额(亿元)	175.68	174.15	206.50
所有者权益(亿元)	97.54	98.26	109.46
短期债务(亿元)	7.52	10.14	15.47
长期债务(亿元)	54.23	53.99	55.53
全部债务(亿元)	61.76	64.13	71.00
营业收入(亿元)	3.37	4.10	8.43
利润总额(亿元)	1.32	1.38	1.47
EBITDA(亿元)	1.74	1.46	1.84
经营性净现金流(亿元)	-18.00	-3.09	-2.03
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	1723.19	3349.99
存货周转次数(次)	0.02	0.03	0.05
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.04
现金收入比(%)	93.48	99.01	111.88
营业利润率(%)	6.79	6.71	4.87
总资本收益率(%)	1.08	0.89	1.01
净资产收益率(%)	1.35	1.40	1.34
长期债务资本化比率(%)	35.73	35.46	33.66
全部债务资本化比率(%)	38.77	39.49	39.34
资产负债率(%)	44.48	43.58	46.99
流动比率(%)	891.53	1020.26	631.33
速动比率(%)	189.22	144.30	102.94
经营现金流动负债比(%)	-92.61	-18.29	-6.86
EBITDA 利息倍数(倍)	0.55	0.48	0.50
全部债务/EBITDA(倍)	35.49	43.86	38.62

注：长期应付款中有息部分已计入长期债务

附件 3　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
现金收入比	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+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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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 4-2　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 4-3　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