信用等级公告

联合〔2020〕1789 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”“19 长湖 01/19 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”“19 长湖 01/19 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

二〇二〇年六月二十四日

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
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
18 长湖 01/18 长兴太湖 01	AA	稳定	AA	稳定
19 长湖 01/19 长兴太湖 01	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 长湖 01/18 长兴太湖 01	6.00 亿元	6.00 亿元	2025/12/26
19 长湖 01/19 长兴太湖 01	5.70 亿元	5.70 亿元	2026/5/16

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司（以下简称“公司”）是浙江省长兴县太湖图影旅游度假区唯一的土地开发及重要的基础设施建设主体。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；公司在资金注入、政府补助等方面持续获得政府较大力度支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司委托代建项目未签订协议，资产流动性弱，经营活动净现金流持续为负，短期偿债压力大，未来存在资本支出压力，募投项目进展滞后等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“18长湖01/18长兴太湖01”“19长湖01/19长兴太湖01”均设置了分期还款安排，有效降低公司集中偿付压力；经营活动现金流入量对上述债券的保障能力较强。

未来，随着龙之梦项目推进及公司业务持续发展，预计收入规模将有望增长，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主体长期信用等级为AA，“18长湖01/18长兴太湖01”和“19长湖01/19长兴太湖01”的信用等级为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；2019年，长兴县实现地区生产总值693.28亿元，实现一般公共预算收入65.83亿元，较上年分别增长8.2%和10.9%。
2. 跟踪期内，公司在资金注入和政府补助等方面持续获得政府支持。
3. “18长湖01/18长兴太湖01”“19长湖01/19长兴太湖01”均设置了分期还款安排，有效降低集中偿付压力；经营活动现金流入量对上述债券本金偿付的保障能力较强。

关注

1. 公司委托代建项目未签订协议，存在资本支出压力。
2. 公司利润总额对政府补助依赖度高。

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

3. 公司流动资产中存货占比大，其中划拨土地占比较高，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. 募投项目进展滞后，未来收益存在不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
现金类资产（亿元）	9.73	10.98	8.53
资产总额（亿元）	174.15	206.50	223.03
所有者权益（亿元）	98.26	109.46	117.81
短期债务（亿元）	10.14	16.19	28.22
长期债务（亿元）	54.53	62.97	57.91
全部债务（亿元）	64.66	79.16	86.13
营业收入（亿元）	4.10	8.43	14.28
利润总额（亿元）	1.38	1.47	1.66
EBITDA（亿元）	1.46	1.84	2.31
经营性净现金流（亿元）	-3.09	-2.03	-6.97
现金收入比（%）	99.01	111.88	95.71
营业利润率（%）	6.71	4.87	4.65
净资产收益率（%）	1.40	1.34	1.41
资产负债率（%）	43.58	46.99	47.18
全部债务资本化比率（%）	39.69	41.97	42.23
流动比率（%）	1020.26	631.33	463.62
速动比率（%）	144.30	102.94	85.47
经营现金流动负债比（%）	-18.29	-6.86	-16.27
现金短期债务比（倍）	0.96	0.68	0.30
全部债务/EBITDA（倍）	44.22	43.06	37.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	0.50	0.48

公司本部			
项目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
资产总额(亿元)	153.80	181.61	193.80
所有者权益(亿元)	89.09	96.76	103.88
全部债务(亿元)	48.03	63.71	66.20
营业收入(亿元)	3.40	2.67	3.43
利润总额(亿元)	1.10	1.20	0.62
资产负债率(%)	42.07	46.72	46.40
全部债务资本化比率(%)	35.03	39.70	38.92
流动比率(%)	593.80	398.84	317.30
经营现金流动负债比(%)	-18.96	-1.09	-7.57

注：其他流动负债中有息部分已调入短期债务计算，长期应付款、其他非流动负债中有息部分已调入长期债务计算。

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 长湖 01/18 长兴太湖 01	AA	AA	稳定	2019/5/17	文中 韩晓罡	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 长湖 01/19 长兴太湖 01	AA	AA	稳定	2019/5/6	文中 韩晓罡	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 长湖 01/18 长兴太湖 01	AA	AA	稳定	2018/9/30	文中 张建飞 边沁	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅。

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
2020年跟踪评级报告

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”）关于浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构及实际控制人均未发生变化。截至 2019 年底，公司注册资本和股本均为 5.00 亿元，浙江长兴金融控股集团有限公司（以下简称“长兴金控”）持有公司67%的股份，为公司控股股东，公司实际控制人为长兴县财政局。

跟踪期内，公司经营范围变更为：许可项目:旅游业务，各类工程建设活动，房地产开发经营，房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,具体经营项目以审批结果为准)。一般项目:旅行社服务网点旅游招徕、咨询服务，游览景区管理，园区管理服务，城市公园管理，休闲观光活动，会议及展览服务，土地整治服务，土地调查评估服务，组织文化艺术交流活动，物业管理，非居住房地产租赁，农村民间工艺及制品、休闲农业和乡村旅游资源的开发经营，信息咨询服务(不含许可类信息咨询服务)，规划设计管理，实业投资(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)。

截至 2019 年底，公司本部内设办公室、财务部、工程部、招商部和规划部共 5 个职能部门；纳入合并范围一级子公司 3 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 223.03 亿元，所有者权益 117.81 亿元（其中少数股东权益 12.00 亿元）；2019 年公司实现营业收入 14.28 亿元，利润总额 1.66 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；法定代表人变更为：倪咪。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信所评存续债券“18长湖01/18长兴太湖01”和“19长湖01/19长兴太湖01”（以下统称“上述债券”）债券余额合计11.70亿元，详见表1。上述存续债券均按年付息，分期还本，在债券存续的第3~7年每年偿还20%本金。

跟踪期内，公司已按时足额支付上述债券的当期利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
18 长湖 01/18 长兴太湖 01	6.00	2018/12/26	7	7.50
19 长湖 01/19 长兴太湖 01	5.70	2019/5/16	7	7.50

资料来源：联合资信整理

“18长湖01/18长兴太湖01”募集资金6.00亿元，其中3.60亿元用于太湖图影湿地治理及开发项目（以下简称“募投项目”），2.40亿元用于补充公司营运资金；“19长湖01/19长兴太湖01”募集资金5.70亿元，其中3.46亿元用于募投项目，2.24亿元用于补充公司营运资金；截至2019年底，募集资金均已按指定用途使用完毕，募投项目已完工，但尚未产生收益。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全

球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同

比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加

有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同

复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力

度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资

			金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央 国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，长兴县经济保持增长，产业结构不断优化，固定资产投资稳定增长；2019年长兴县一般公共预算收入及政府可控财力均有所增长，但整体债务负担较重。

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。

根据《2019年长兴县国民经济和社会发展统计公报》，2019年长兴县实现地区生产总值（GDP）693.28亿元，按可比价计算，比上年增长8.2%；分产业看，第一产业增加值35.03

亿元，同比增长3.1%；第二产业增加值355.64亿元，同比增长8.1%；第三产业增加值302.6亿元，同比增长8.9%，三次产业占比由上年的5.47:49.27:45.26，调整为5.1:51.3:43.6。2019年，长兴县固定资产投资比上年增长11.2%，其中，民间投资增长14.6%，占比为86.1%，交通投资增长15.7%，高新技术产业投资增长42.0%。

根据公司提供的数据，2019年长兴县一般公共预算收入65.83亿元，比上年增长10.9%；其中，税收收入55.87亿元（占84.87%），同比增长11.5%；同期一般公共预算支出81.10亿元，比上年增长13.30%；财政自给率为81.17%。2019年长兴县政府性基金收入77.30亿元，转移支付和税收返还收入24.80亿元，当期长兴县政府可控财力168.46亿元。2019年底，长兴县政府债务余额157.90亿元，政府债务率93.73%，长兴县政府债务负担仍较重。

六、基础素质分析

公司是长兴县重要的城市基础设施建设主体，跟踪期内持续获得政府在资金注入、政府补助等方面的支持。

2019 年，根据长兴县财政局文件，公司将政府债务置换资金转增资本公积，其中公司本部 6.50 亿元，控股子公司浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司（以下简称“旅发公司”）0.19 亿元。同年，公司收到财政补助 1.67 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：G1033052200047410 3），截至 2020 年 6 月 10 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），截至 2020 年 4 月 7 日，旅发公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长、总经理、法定代表人由羊文杰变更为倪咪，系正常人事变更。

倪咪女士，1990 年生，大学本科学历；曾任长兴交通投资集团有限公司融资员、法务审计部（项目资产部）部长、计划财务部副部长、职工董事，2020 年 6 月 18 日起任公司董事长、总经理、法定代表人。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受土地开发和贸易业务发展较快影响，公司收入规模大幅增长，构成仍以土地开发和贸易业务为主，毛利率有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 14.28 亿元，较上年大幅增长 69.48%，主要系贸易及土地开发业务收入规模大幅增长所致；当期实现贸易业务收入 9.73 亿元，系新拓展贸易品种、业务规模增长所致；同期土地开发业务收入 4.23 亿元，系当期土地出让面积增加所致；租金及景区门票业务分别实现收入 0.15 亿元和 0.12 亿元，较上年均有所增长，但收入规模占比很小。

表 3 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	3.05	36.22	9.09	4.23	29.62	9.09
贸易	5.23	61.92	0.02	9.73	68.14	0.21
租金	0.09	1.11	89.32	0.15	1.05	93.96
景区门票	0.06	0.71	87.85	0.12	0.84	95.14
其他	0.003	0.03	1.62	0.05	0.35	25.38
合计	**8.43**	**100.00**	**4.92**	**14.28**	**100.00**	**4.71**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年公司土地开发业务毛利率仍为 9.09%，受毛利率较低的贸易业务收

入占比较上年增加影响，当期公司综合毛利率较上年下降 0.21 个百分点至 4.71%；当期贸易业务毛利率为 0.21%，仍维持在很低水平。

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司土地开发业务发展较快，土地开发面积和收入均有所增长；工程代建业务仍未签订专项协议且未确认收入，未来存在一定资本支出压力；受新增贸易品种影响，贸易业务收入规模显著增长，但毛利率仍很低。

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。2018 年之前，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；2018 年起，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。

2019 年，公司完成土地平整并委托出让土地共 28 宗，完成土地开发面积 671.01 亩，开发成本 3.85 亿元，土地开发平均成本为 57.36 万元/亩；当期实现土地出让收入 4.23 亿元，较上年增 38.69%，系配合龙之梦项目加大开发力度所致；当期土地开发收入全部回款。

表 4 公司土地开发业务情况（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
2019	671.01	38491.32	42340.45	42340.45

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司完成开发整理但未出让土地包括湿地区域土地开发、图影区域征地拆迁、图影区域土地开发和龙之梦配套土地开发，账面价值共计 48.96 亿元，计入“存货-开发成本”科目。

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，2019 年部分项目已推向市场。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 2019 年底，公司仍有 4.13 平方公里的土地储备，账面价值 82.62 亿元。其中，3.84 平方公里土地储备为政府注入，账面价值 78.60 亿元；已抵押的土地账面价值 4.02 亿元。

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 2019 年底，公司在建工程代建项目总投资 13.54 亿元，已完成投资 10.01 亿元，2020 年拟投资 3.54 亿元；主要包括太湖图影重点项目基础设施及配套工程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。目前上述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。

表 5 截至 2019 年底公司在建工程代建项目情况

（单位：%、万元）

项目名称	工程进度	总投资	已投资	2020年拟投资
太湖图影重点项目基础设施及配套工程	53.91	5.39	2.91	2.49
碧岩路工程	80.24	2.80	2.25	0.55
图影大道配套改造工程	58.16	0.82	0.48	0.34
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	96.56	4.53	4.37	0.16
合计		**13.54**	**10.01**	**3.54**

资料来源：公司提供

贸易业务

跟踪期内，公司贸易业务仍由二级子公司长兴图兴贸易有限公司（以下简称“图兴贸易”）负责运营，业务模式仍为供应链金融，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。公司贸易业务集中在长兴县范围内，仍处于早期探索阶段，业务模式简单且所需资金均由公司整体安排，运营资金约 1 亿元。2019 年图兴贸易共开展了 4 单贸易业务，实现税后贸易收入（采购价）9.73 亿元，较上年大幅增长系新拓展铅稀土合金、铅钙母合金贸易业务；受新增贸易种类毛利率略高影响，贸易业务毛利率较上年有所增长，但仍处于很低水平。

表 6　近年贸易业务开展情况（单位：亿元）

下游客户	贸易商品	采购价	上游供应商	供货价
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
2018 年小计	--	**6.05**	--	**6.05**
浙江国兴金属材料有限公司	电解铅	4.70	浙江新威能源有限公司	6.13
长兴永能建设发展有限公司	电解铅	1.44		
长兴兴诚科技有限公司	铅稀土合金	0.09	济源市金有稀土科技有限公司	3.57
长兴鑫长贸易有限公司	铅稀土合金铅钙母合金	3.58		
2019 年小计	--	**9.73**	--	**9.71**

资料来源：公司提供

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，2019 年实现收入 0.12 亿元，增长主要系客流量增长所致；景区门票收费标准见表 7。租金收入和其他收入 2019 年共计 0.20 亿元，增长系根据合同约定租金逐年上调所致。

表 7 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

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2019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2019年底，公司纳入合并报表范围内的一级子公司合计3家；2019年公司合并范围

未发生变化，财务数据可比性很强。

截至2019年底，公司资产总额223.03亿元，所有者权益117.81亿元（其中少数股东权益12.00亿元）；2019年公司实现营业收入14.28亿元，利润总额1.66亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流动资产为主，其中存货占比很高；公司与关联方的往来款对资金形成占用，在建工程随着项目投入持续增长。公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 223.03 亿元，较 2018 年底增长 8.01%；构成仍以流动资产为主（占 89.05%），但非流动资产占比略有提高。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.98	5.32	8.53	3.82
其他应收款	19.36	9.38	26.26	11.77
存货	156.42	75.75	161.99	72.63
流动资产	**186.89**	**90.50**	**198.61**	**89.05**
可供出售金融资产	9.30	4.50	9.30	4.17
长期应收款	2.86	1.39	1.57	0.70
在建工程	7.43	3.60	13.52	6.06
非流动资产	**19.61**	**9.50**	**24.43**	**10.95**
资产总额	**206.50**	**100.00**	**223.03**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司流动资产 198.61 亿元，同比增长 6.27%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司货币资金 8.53 亿元，同比下降 22.33%，系项目持续投入所致；构成以银行存款（占 99.88%）为主，受限资金 4.29 亿元，均为质押的银行定期存单。其他应付款 26.26 亿元，同比增长 35.63%，主要系与关联方及其他国有企业及政府部门的往来款增长所致。从账龄看，2 年以内占 80.93%，账龄尚可；从欠款集中度看，前五名欠款方占 80.93%（其中关联方占 37.27%），集中度较高且回款风险小，但对资金形成占用。公司存货 161.99 亿元，同比增长 3.56%，主要系开发成本和受托代建项目增长所致；构成仍以土地资产（占 51.01%，系政府注入的 34 宗土地）、开发成本（占 30.22%。为完成开发整理但未出让土地）和受托代建项目（占 18.76%）为主。公司未对存货计提跌价准备。

2019 年底，公司非流动资产 24.43 亿元，同比增长 24.58%，系在建工程持续投入所致；构成仍以可供出售金融资产（占 38.07%）和在建工程（占 64.33%）为主。可供出售金融资产仍为 9.30 亿元，主要是公司持有的长兴兴利投资合伙企业（有限合伙）和湖州南太湖建设投资管理有限公司的股权。在建工程 13.52 亿元，同比大幅增长 81.92%，系募投项目投入所致。

2019 年底，公司受限资产合计 8.31 亿元，其中银行定期存单 4.29 亿元、抵押的土地资产 4.02 亿元；受限资产占比 3.73%，受限比例低。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益和债务负担均有所增长，2020 年存在一定的集中兑付压力。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 117.81 亿元，同比增长 7.64%，主要系政府债务置换资金转增资本公积和未分配利润增长所致；构成仍以资本公积（占 74.92%）、股本（占 4.24%）、未分配利润（占 9.71%）和少数股东权益（占 10.19%）为主，所有者权益稳定性持续较好。2019 年底，公司资本公积 88.26 亿元，主要是政府注入的子公司净资产及财政拨款资金。

负债

2019 年底，公司负债总额 105.22 亿元，较上年底增长 8.42%，主要系新增短期借款和新发债券所致；构成仍以非流动负债为主（占 59.29%），但流动负债占比有所提高。

2019年底，公司流动负债42.84亿元，较上年底增长44.71%，系新增短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致；主要由其他应付款（剔除应付利息和应付股利，占25.96%）和一年内到期的非流动负债（占46.08%）构成。公

司新增短期借款4.55亿元，其中质押借款2.90亿元，保证借款1.65亿元；其他应付款（剔除应付利息和应付股利）11.00亿元，较上年底下降5.67%；主要是项目及贸易往来款。从账龄看，1年以内的占36.10%，1~2年的占63.67%，账龄尚可。从集中度看，前五名合计占99.35%，其中应付长兴兴利投资合伙企业（有限合伙）和长兴鑫长贸易有限公司的款项占比分别为52.19%和27.44%；集中度很高。公司一年内到期非流动负债19.74亿元，其中1年内到期的长期借款15.29亿元，1年内到期的其他非流动负债4.45亿元。公司其他流动负债3.92亿元，较上年增加3.20亿元系新增融资类产品，其他流动负债中有息部分已调入短期债务计算。

2019 年底，公司非流动负债 62.38 亿元，同比下降 7.50%，主要系长期借款和长期应付款下降所致；构成仍以长期借款（占 32.86%）和应付债券（占 49.50%）为主。公司长期借款 20.50 亿元，同比下降 15.72%；其中保证借款占 80.20%，质押、保证借款占 15.92%。应付债券 30.88 亿元，同比增长 48.15%，系新发“19 长兴太湖 01”“19 长湖债”所致。长期应付款（合计）7.50 亿元，较上年底下降 49.47%，主要系政府债务置换资金转增资本公积所致；长期应付款有息部分 4.74 亿元，已调入长期债务计算。其他非流动负债 3.51 亿元，较上年底下降 52.85%，系到期转入一年内到期的非流动负债所致；其他非流动负债主要是公司在浙江金融交易所发行的有息产品，已全部调入长期债务计算。

表 8 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	16.19	28.22
长期债务	62.97	57.91
全部债务	79.16	86.13
长期债务资本化比率	36.52	32.95
全部债务资本化比率	41.97	42.23
资产负债率	46.99	47.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司全部债务 86.13 亿元，较上年底增长 8.81%，系新增银行借款及新发债券所致；构成仍以长期债务为主（占 67.24%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 47.18%和 42.23%，均较上年底有所增长；长期债务资本化比率为 32.95%，较上年底有所下降。2020 年和 2021 年，公司到期偿付本金分别为 28.22 亿元和 18.12 亿元，存在集中兑付压力。

4. 盈利能力

2019 年，受新增贸易品种、业务规模扩大影响，公司营业收入大幅增长，盈利能力仍较弱；政府补助对公司利润影响大。

2019 年，公司实现营业收入 14.28 亿元，较上年大幅增长 69.48%，主要系新增贸易品种、业务规模扩大所致；同期，公司营业成本 13.61 亿元，同比大幅增长 69.89%；受此影响，公司营业利润率略有下降 0.22 个百分点至 4.65%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年期间费用合计 0.67 亿元，占营业收入比重为 4.72%；实现利润总额 1.66 亿元。2019 年，公司收到政府补助 1.67 亿元，计入“其他收益”，政府补助对公司利润影响大。

表 9 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	8.43	14.28
其他收益	1.62	1.67
营业利润	1.47	1.66
利润总额	1.47	1.66
营业利润率	4.87	4.65
总资本收益率	1.01	1.15
净资产收益率	1.34	1.41

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.15%和 1.41%，同比分别增长 0.14 个和 0.07 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流持续为

负，收现质量有所下降；投资活动无现金流入，持续净流出；公司外部筹资压力大。

2019年，公司经营活动现金流入22.79亿元，主要是销售商品、提供服务收到的现金13.67亿元和收到其他与经营活动有关的现金9.12亿元；同期，公司经营活动现金流出29.76亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金15.03亿元和支付其他与经营活动有关的现金14.57亿元。2019年公司经营活动净现金流-6.97亿元，持续为负；现金收入比下降15.84个百分点至95.71%，收现质量有所下降。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	29.55	22.79
经营活动现金流出	31.58	29.76
经营活动净现金流	-2.03	-6.97
投资活动净现金流	-14.32	-5.31
筹资活动净现金流	19.71	7.58
现金收入比	111.55	95.71

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年，公司投资活动现金净流出5.31亿元，均为购建固定资产、无形资产等支付的现金，全部是对项目的投资；当期无现金流入。

2019年，公司筹资活动现金流入46.47亿元，主要是取得借款收到的现金36.32亿元和收到其他与筹资活动收到的现金10.14亿元；筹资活动现金流出38.89亿元，主要是偿还债务支付的现金23.24亿元和支付其他与筹资活动有关的现金10.66亿元；筹资活动净现金流7.58亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力、长期偿债能力指标均较弱，考虑公司地位且持续获得政府较大力度支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为463.62%和85.47%，同比均降幅较大；公司经营现金流动负债比为-16.27%，现金短期债务比为0.30倍，剔除受限后现金到期债务比为0.15倍。短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2019年底，公司EBITDA为2.31亿元，全部债务/EBITDA为37.24倍，EBITDA利息倍数为0.48倍，长期偿债能力指标较弱。

截至2019年底，公司获得银行授信合计26.80亿元，已使用22.55亿元，剩余授信额度4.25亿元，融资渠道亟待拓宽。

截至2019年底，公司对外担保余额38.97亿元，担保比率33.08%；被担保方均为长兴县国有企业且经营良好，其中公司关联方担保余额9.78亿元。公司或有负债风险整体可控。

7. 母公司财务分析

公司资产主要集中在母公司，收入主要来源于子公司，母公司债务负担一般。

2019年底，母公司资产总额为193.80亿元，较2018年底增长6.71%，主要系存货和在建工程增长；构成仍以其他应收款（占11.50%）、存货（占54.65%）、长期股权投资（占18.83%）和在建工程（占6.98%）为主。

2019年底，母公司所有者权益为103.88亿元，较2018年底增长7.36%，主要系资本公积增长所致；构成仍以资本公积为主，占比85.23%。

2019年底，母公司负债合计89.92亿元，较上年底增长5.98%，仍以非流动负债为主（占53.34%）；非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司2019年底资产负债率为46.40%，同比变化很小，债务负担一般。

2019年，母公司营业收入3.43亿元，营业成本3.08亿元，实现净利润0.62亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券“18长湖01/18长兴太湖01”“19长湖01/19长兴太湖01”债券余额合计11.70亿元。2019年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为22.79亿元、-6.97

亿元和2.31亿元，分别为上述债券余额合计的1.95倍、-0.60倍和0.20倍；经营活动现金流入量对债券余额的保障能力较好。

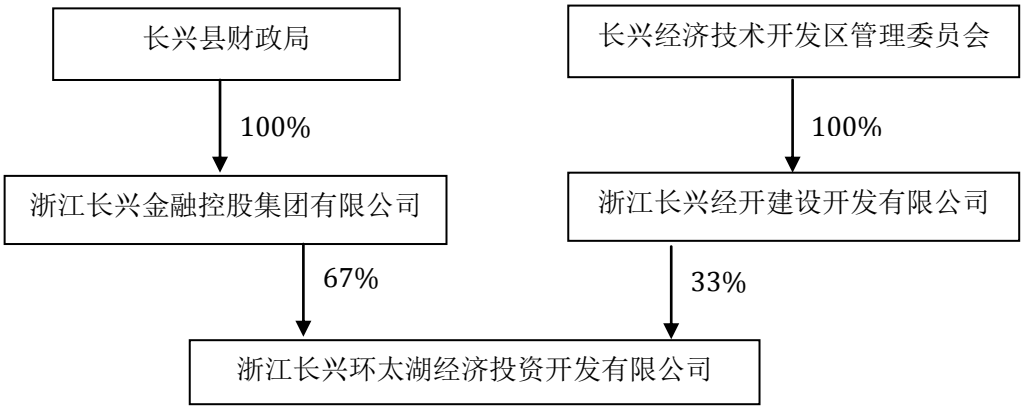
“18长湖01/18长兴太湖01”“19长湖01/19长兴太湖01”均设置了分期还款安排，单年需偿付的本金最高金额为2.34亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为单年偿付本金最高金额的9.74倍、-2.98倍和0.99倍；经营活动现金流入量对单年偿付本金的保障能力好。

截至2019年底，募投项目已完工但尚未产生收益，联合资信将持续关注募投项目未来收益实现及对上述债券使用资金的保障情况。

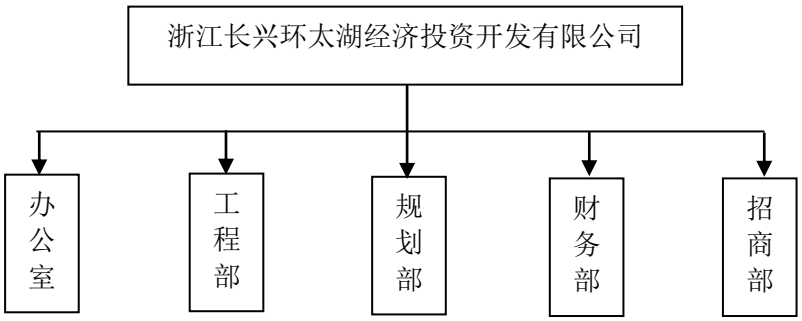
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“18长湖01/18长兴太湖01”“19长湖01/19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 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.73	10.98	8.53
资产总额(亿元)	174.15	206.50	223.03
所有者权益(亿元)	98.26	109.46	117.81
短期债务(亿元)	10.14	16.19	28.22
长期债务(亿元)	54.53	62.97	57.91
全部债务(亿元)	64.66	79.16	86.13
营业收入(亿元)	4.10	8.43	14.28
利润总额(亿元)	1.38	1.47	1.66
EBITDA(亿元)	1.46	1.84	2.31
经营性净现金流(亿元)	-3.09	-2.03	-6.97
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1723.19	3349.99	16.55
存货周转次数(次)	0.03	0.05	0.09
总资产周转次数(次)	0.02	0.04	0.07
现金收入比(%)	99.01	111.88	95.71
营业利润率(%)	6.71	4.87	4.65
总资本收益率(%)	0.89	1.01	1.15
净资产收益率(%)	1.40	1.34	1.41
长期债务资本化比率(%)	35.69	36.52	32.95
全部债务资本化比率(%)	39.69	41.97	42.23
资产负债率(%)	43.58	46.99	47.18
流动比率(%)	1020.26	631.33	463.62
速动比率(%)	144.30	102.94	85.47
经营现金流动负债比(%)	-18.29	-6.86	-16.27
现金短期债务比(倍)	0.96	0.68	0.30
全部债务/EBITDA(倍)	44.22	43.06	37.24
EBITDA 利息倍数(倍)	0.48	0.50	0.48

注：其他流动负债中有息部分已调入短期债务计算，长期应付款、其他非流动负债中有息部分已调入长期债务计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.04	7.48	4.78
资产总额(亿元)	153.80	181.61	193.80
所有者权益(亿元)	89.09	96.76	103.88
短期债务(亿元)	2.79	10.94	19.68
长期债务(亿元)	45.24	52.77	46.52
全部债务(亿元)	48.03	63.71	66.20
营业收入(亿元)	3.40	2.67	3.43
利润总额(亿元)	1.10	1.20	0.62
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-3.69	-0.34	-3.18
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.07	0.02	0.03
总资产周转次数(次)	0.04	0.02	0.02
现金收入比(%)	98.88	104.72	94.20
营业利润率(%)	5.41	10.30	10.04
总资本收益率(%)	0.80	0.98	0.57
净资产收益率(%)	1.23	1.24	0.60
长期债务资本化比率(%)	33.68	35.29	30.93
全部债务资本化比率(%)	35.03	39.70	38.92
资产负债率(%)	42.07	46.72	46.40
流动比率(%)	593.80	398.84	317.30
速动比率(%)	97.82	75.83	65.82
经营现金流动负债比(%)	-18.96	-1.09	-7.57
现金短期债务比(倍)	1.80	0.68	0.24
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

注：1.其他流动负债中有息部分已调入短期债务计算，长期应付款、其他非流动负债中有息部分已调入长期债务计算；2.公司未提供本部利息支出相关数据，部分指标无法计算

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 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