

信用等级公告

联合〔2019〕935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拟发行的2019年第一期公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定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,2019年第一期浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司公司债券信用等级为AA,评级展望为稳定。

特此公告



2019 年第一期浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 5.70 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 分期还本

募集资金用途: 用于太湖图影湿地治理及开发
项目、补充公司营运资金

评级时间: 2019 年 5 月 6 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, 近年持续获得长兴县政府和度假区管委会在资产划拨、资本金注入、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、债务规模快速增加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。

近年来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。

本期债券设置分期还款安排, 可有效降低公司资金集中偿付压力; 考虑到募投项目进展滞后, 已发行的“18长兴太湖01”与本期债券本息偿付时间重叠性高, 或面临一定集中兑付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来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旅游度假区的唯一土地开发及重要基础设施建设主体, 在资本金注入、资产划拨、债务置换和财政补贴等方面获得长兴县政府的大力支持。

关注

1. 公司部分委托代建项目未签订协议，工程建设项目未来投资规模大。
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. 近年公司经营性净现金流持续为负；债务规模持续增长，短期偿债压力大。
5. 本期债券发行规模较大，募投项目收益预测较乐观，项目收益的实现易受宏观经济影响，且目前项目进展缓慢，存在一定的不确定性。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019 年第一期浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司（以下简称“公司”）前身为长兴县永盛旅游投资开发有限公司，系由长兴县永兴建设开发有限公司（以下简称“永兴建设”）和长兴县土地储备中心（以下简称“土储中心”）于 2005 年 10 月 31 日分别出资 0.09 亿元和 0.01 亿元成立的国资公司。历经数次增资及股权变更，截至 2017 年底，公司注册及实收资本均为 5.00 亿元，其中以货币方式出资 1.50 亿元，以土地使用权出资 3.50 亿元，浙江长兴金融控股集团有限公司（以下简称“长兴金控”）为公司唯一股东；长兴金控是长兴县财政局出资成立的国有独资公司，长兴县财政局为公司实际控制人。2018 年 12 月 9 日，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。此次划拨主要系公司希望获得长兴经开享受的国家级开发区的优惠政策。截至 2018 年底，公司控股股东为长兴金控，实际控制人仍为长兴县财政局。

公司经营范围：旅游项目开发，水利设施建设，土地前期开发，文化产业项目投资，文化活动策划，文化旅游工艺品开发与销售，景区经营管理、公共设施管理、园林绿化服务，景区基础设施建设，新农村建设，实业投资，自有资产管理（涉及资质证的，凭有效资质证书经营）。

截至 2018 年底，公司拥有纳入合并范围子公司 3 家，分别为全资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；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。

截至 2018 年底，公司资产总额 206.50 亿元，所有者权益合计 109.46 亿元（其中少数股东权益 11.92 亿元）；2018 年实现营业收入 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。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司于 2018 年 5 月 18 日获批发行规模不超过 11.70 亿元公司债券，并于 2019 年 1 月 3 日成功发行 2018 年第一期浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司公司债券（以下简称“18 长兴太湖 01”）6.00 亿元；本期计划发行 2019 年第一期浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模 5.70 亿元，期限 7 年。本期债券按年付息，分期还本，在本期债券存续的第 3~7 年，每年偿还 20% 的本金。

2. 募投项目概况

本期债券拟募集资金 5.70 亿元，其中 3.46 亿元用于太湖图影湿地治理及项目开发，2.24 亿元用于补充公司营运资金。

表 1 本期债券募集资金使用计划（单位：亿元、%）

项目名称	项目总投资	本期募集资金使用	占比
太湖图影湿地治理及开发项目	13.08	3.46	26.45
补充营运资金	--	2.24	--
合计	--	5.70	--

资料来源：公司提供

（1）项目概况

本期债券募集资金中 3.46 亿元将用于太湖图影湿地治理及项目开发（以下简称“募投项

目”)，募投项目所处的长兴太湖图影旅游度假区位于长兴县东南端，与湖州太湖度假区相毗邻，东临太湖，西依弁山；覆盖范围为4平方公里，主要包括长兴太湖图影湿地整治工程(以下简称“湿地整治”)和太湖图影湿地旅游开发工程(以下简称“图影旅游”)两大建设内容。湿地整治位于长兴太湖图影省级旅游度假区内，整治内容包括水面清理及水底清淤工程、堤岸防护整治工程、污染整治工程(农村生活污水处理垃圾处理)、生态保护性建设工程(水生动物生态放养、环湖水生植被带、退耕还湿工程、水源涵养与水土保持、采石场复绿)以及能力建设(巡护设施、水文、水质监测点建设)等。图影旅游属于整治完成后的后续建设，开发工程位于长兴太湖图影旅游度假区湿地核心区，开发内容主要包括游客服务中心、游船码头、湿地慢行系统、茶吧水榭、栈桥园路等基础游

览设施，以及民宿改造、湖心岛开发等。

募投项目计划总投资130831.00万元。其中，建设投资124081.00万元(其中工程费用68493.00万元，工程建设其他费用5389.00万元，征地拆迁费44289.00万元，预备费5910.00万元)，建设期利息6750.00万元。

(2) 资金来源

募投项目总投资130831.00万元，拟通过发行债券募集资金70600.00万元，占项目总投资比例53.96%，剩余均为公司自筹；其中已使用“18长兴太湖01”募集资金36000.00万元，占总投资比例27.52%；拟使用本期债券募集资金34600.00万元，占总投资比例26.45%；

(3) 项目审批情况

截至目前，募投项目已经获得相关主管部门的批复，具体批复文件见表2。

表2 募投项目批复文件获取情况

审批单位	文件名称	文号
长兴县国土资源局	《关于太湖图影湿地治理及开发项目的审查意见》	长土资审〔2016〕13号
长兴县环境保护局	《关于浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司太湖图影湿地治理及开发项目的审查意见》	长环建〔2016〕67号
长兴县水利局	《关于太湖图影实地治理及开发项目立项建设意见的复函》	--
长兴县发展和改革委员会	《关于长兴太湖图影实地治理及开发项目立项的批复》	长发改投〔2016〕77号
	《关于长兴太湖图影实地治理及开发项目可行性研究报告的批复》	长发改投〔2016〕81号
长兴县规划局	《建设项目选址意见书》	选字第30522201600009R号
	《建设工程规划许可》	建字第33052220160018R
	《建设用地规划许可》	建字第33052220160011R
长兴县住房和城乡建设局	《建筑工程施工许可证》	330522201610110101

资料来源：公司提供

(4) 项目进度

募投项目建设工期预计为32个月，其中2016年5月至2016年6月完成项建、可研等批复，2016年7月完成工程方案设计，2016年5月至2016年12月完成征地、拆迁工作，2017年1月至2018年11月完成太湖图影湿地治理及旅游开发的主体施工，2018年12月完成竣工验收。截至2018年底，募投项目累计投入资金7.43亿元，工程进展滞后明显。

(5) 项目经济效益

募投项目收入主要包括景区门票收入、民

宿出租收入、游船收入、游客中心出租收入、茶吧水榭运营收入、演艺剧场表演收入等。

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》(以下简称“可行性研究报告”)，项目运营期内(2019~2028年)预计实现门票收入158185万元，民宿出租收入48960万元，游船收入47456万元，游客中心出租收入2196万元，茶吧水榭运营收入2550万元，演艺剧场表演收入17520万元，共计276867万元。

在本期债券存续期内(2019~2026年)，募

投资项目预计可实现门票收入 101919 万元，民宿出租收入 34200 万元，游船收入 30575 万元，游客中心出租收入 1512 万元，茶吧水榭运营收入 1750 万元，演艺剧场表演收入 12264 万元，共计 182220 万元。

总体看，募投项目在运营期及本期债券存续期内收入规模较大，但考虑到长兴县常住人口、经济水平及地理位置等因素，可行性研究报告对每年游览人次的预测数据较乐观。考虑到工程进展缓慢，且项目收益的实现易受宏观经济影响，上述预测收益实现的不确定性大。

三、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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我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，我国国内生产总值（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，我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，我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，我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，一般贸易进出口占我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，我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%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力

持续释放，成为拉动我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，我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；在我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，我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 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

四、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 3 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库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预〔2018〕34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作 (PPP) 示范项目规范管理的通知》财金〔2018〕54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控

资料来源：联合资信综合整理

(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。

长兴县经济和社会迅速发展，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，近年来长兴县工业强县建设持续推进，现代农业进一步发展，现代服务业扩容明显，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，近年来长兴县地方可控财力持续增长，其构成以一般预算收入和政府性基金收入为主，税收收入逐年增长，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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，公司注册资本及实收资本均为5.00亿元，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。

2. 企业规模与竞争力

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成立于2012年5月，于2016年新纳入公司合并范围，其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。长兴图兴贸易有限公司成立于2018年8月，由浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司全资持股，其主要负责长兴县内上市公司及产业公司的贸易业务。

3. 人员素质

截至 2018 年底，公司共有高级管理人员 2 名。

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。

张兴易先生，生于 1963 年 11 月，本科学历，民盟盟员，高级会计师。曾任职于浙江省汽车运输公司湖州分公司，长兴县汽车客运总公司，长兴县交通局，长兴县交通建设投资公司。2012 年 7 月至今，任公司财务部长、副总经理、董事。

截至 2018 年底，公司拥有员工 42 人。从文化素质看，大专及以下学历 14 人，本科及以上学历 28 人；初级职称 9 人，中级职称 6 人，高级职称 2 人；从年龄构成看，50 岁以上 2 人，30~50 岁 36 人，30 岁以下 4 人。

总体看，公司高级管理人员具备较为丰富的经营管理经验；员工素质能够满足目前经营需要。

4. 外部支持

公司作为长兴太湖图影旅游度假区的唯一的土地开发及重要的基础设施建设主体，在资产划拨、资本性投入和财政补贴等方面得到长兴县政府的大力支持。

（1）资产划拨和资本性投入

近年来，长兴县政府对公司及下属子公司进行资产划拨和资本性投入。2016 年，长兴县人民政府将长兴太湖图影旅游发展有限公司的 100% 股权无偿划拨给公司，调整资本公积 31.32 亿元。2018 年，长兴县人民政府将公司 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。

（2）财政补贴

鉴于公司所投项目金额大、回报期长，且经济和社会效益的外部性明显，为增强公司持续经营能力，长兴县人民政府每年均安排一定额度的补助资金，2016~2018 年，公司收到政府补助分别为 1.60 亿元、1.61 亿元和 1.62 亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”。

（3）债务置换

2016-2017 年，公司得到长兴县财政局政府债务置换支持分别为 4.73 亿元和 6.87 亿元，计入“长期应付款”科目。截至目前，公司债务置换全部完成，累计置换债务金额合计 14.37 亿元。

总体看，长兴县人民政府一方面通过资产注入等形式扩大公司业务范围，另一方面通过政府补助以及债务置换等方式对公司进行支持，提升公司偿债能力，为公司持续发展提供有力保障。

5. 企业信用记录

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 22 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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》及有关法律法规的规定，并结合公司实际情况，制定了公司章程；

并据此设立了股东会、董事会、监事和经理层的法人治理体系。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司最高权力机构，负责决定公司经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事和监事，决定有关董事和监事的报酬事项、审议批准公司的年度财务预算决算方案，对公司增加或者减少注册资本决议，修改公司章程等公司重大事项进行决策。

公司设董事会，成员为3人，由股东选举产生。董事每届任期三年。董事会主要行使下列职权：负责召开股东会并向股东会报告跟踪、决定公司经营计划和投资方案、审定公司经营计划和投资方案、制订公司年度财务预算方案、决算方案、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案、制订公司增加或减少注册资本以及发行公司债券的方案等。

公司不设监事会，设监事一人，由股东会选举产生，监事的任期每届三年，任期届满，可连选连任。监事的主要职责包括：检查公司财务；对执行董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司法定代表人由董事长担任，同时兼任公司经理。公司经理行使下列职权：组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司的内部管理机构设置方案和基本管理制度；提请聘任或者解聘公司副总经理等。

2. 管理水平

为规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司结合自身特点和管理需要，在对外担保、财务管理、国有资本经营预算、关联交易等方面制定了相关内部管理制度，以加强风险管理，确保公司的正常运营。

对外担保制度

为进一步规范担保行为，增强担保业务控制，完善担保管理责任，有效控制担保业务的风险，保护股东的合法权益。根据《公司法》、

《担保法》等相关法律法规，公司制定了相关担保制度，从担保的申请、审批、办理流程、后续管理等方面做出详尽的规定。公司对外担保金额1000万元以下的经董事长审批，超过1000万元的经股东会审批后方可施行。

财务管理制度

公司建立了较为全面的内部财务管理制度，做好财务管理基础工作，如实反映公司财务状况，依法计算和缴纳国家税收，保障投资者权益；并积极做好各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作，依法合理筹集资金，参与经营投资决策，有效利用公司各项资产、努力提高经济效益。

关联交易管理办法

为保障公司及股东的合法权益，保证公司关联交易公允，确保公司关联交易不损害公司和全体股东的利益，关联交易风险有效管控，使公司关联交易符合公平、公正、公开原则，公司在关联人和关联交易的范围、关联交易的审议和披露程序等方面进行了详细规定。

截至目前，公司法人治理结构可满足现阶段发展需要，但仍需进一步完善；公司子公司管理制度、贸易风险管理办法等尚未正式出台，公司制度方面存在较大缺失。

七、经营分析

1. 经营概况

目前长兴太湖图影旅游度假区（以下简称“度假区”）仍处于发展早期阶段，公司作为度假区的唯一土地开发及重要基础设施建设主体，目前正在积极进行转型，现阶段收入来源主要包括土地开发和贸易，近三年二者收入合计占比均超过97%；公司其他业务收入整体占比很小。

2016-2018年，公司营业收入快速上升，三年分别为3.37亿元、4.10亿元和8.43亿元。从收入构成上来看，2016-2018年，度假区招商引资太湖龙之梦乐园项目（以下简称“龙之梦”

项目),为保障该项目的供地需求,公司大力发展土地开发业务,分别实现土地开发收入 3.28 亿元、3.98 亿元和 3.05 亿元。2018 年,公司在保持着一一定的土地开发业务规模的同时,进行转型探索,在贸易业务方面进行试点,当年实现贸易收入 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,近三年分别实现收入 554.08 万元、605.57 万元和 601.23 万元。

2016-2018 年,公司综合毛利率有所波动,分别为 6.89%、7.08%和 4.92%。2018 年毛利率

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有所增长,分别为 4.76%、4.76%和 9.09%,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%)。2016-2018 年,景区门票业务毛利率持续增长,分别为 66.64%、77.11%和 87.85%,主要系成本下降所致。

表 4 2016-2018 年公司营业收入及毛利率情况(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

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。

2016-2018 年,公司完成土地平整并委托出让土地共 35 宗,累计土地开发面积 1760.67 亩,

土地出让收入合计 10.31 亿元,开发成本合计 9.69 亿元。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。2016-2018 年,公司土地开发业务分别确认收入 3.28 亿元、3.98 亿元和 3.05 亿元,已全部回款。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 5 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。

“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。项目建成并投入运营后，每年将举办至少 15 场大型活动，预计年接待游客量 3000 万人次，将为长兴县创造 1.5 万个就业机会，年营业额约 150 亿元，实现税收 15 亿元。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，其余土地为公司招拍挂取得；3.74 平方千米土地储备为城镇混合住宅用地，账面价值 76.22 亿元，其余土地性质为商业用地；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，均为在建项目，未来仍需投资 14.11 亿元。目前仍均未签订专项协议，未来收益实现存在一定不确定性。

（3）贸易业务

公司积极进行市场化转型，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”），系浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司的全资子公司，注册资本与实收资本均为 10000 万元。图兴贸易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，下游客户承担图兴贸易资金成本并在结算协议中约定收益率。2018 年图兴贸易共开展了 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，未来将根据图兴贸易业务实际开展情况相应调整资金占用额度。贸易业务回款平均账期在 1 个月以内。

表 6 截至 2018 年底图兴贸易主要贸易业务情况（单位：亿元）

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）在建拟建项目

截至 2018 年底，公司自建项目为太湖图影湿地治理和开发项目（即本期募投项目），尚需投资 5.65 亿元；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，合计总投资 25.54 亿元，尚需投资 14.83 亿元；公司未来合计尚需投资 25.16 亿元。拟建项目主要包括山湖花园二期安置房和湿地文化园项目，总投资 16.60 亿元，目前处于前期规划阶段。总体看，公司

未来投资压力大。

表 7 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
土地开发	动物世界地块	2017-2018	100.00	694	694.29	--	--	--
	欢乐世界地块	2017-2018	100.00	135	134.66	--	--	--
	农夫集市地块	2017-2018	100.00	690	690	--	--	--
	嬉水世界地块	2017-2018	100.00	3591	3591.43	--	--	--
	购物中心地块	2017-2018	100.00	9050	9049.52	--	--	--
	金成地块	2017-2018	100.00	3238	3238.09	--	--	--
	征地拆迁（已完成待出让）	2016-2018	100.00	421849	421849	--	--	--
自建项目	太湖图影湿地治理及开发项目	2016-2019	56.79	130831	74298	56533	--	--
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	24859.43	--
	碧岩路工程	2010-2020	73.10	28000	20466.78	2000	5533.22	--
	龙之梦配套	2016-2019	91.58	120000	109890.75	10109.25	--	--
	图影大道配套改造工程	2016-2020	27.10	8200	2222.03	2547	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	24229.76	19512.6	1557.64	--
合计				825518.68	684435.56	105701.85	35381.26	--

资料来源：公司提供

（5）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，2016-2018 年分别实现收入 554.08 万元、605.57 万元和 601.23 万元。目前公司执行的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	0	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

整体看，近年该板块业务收入有所增长，但占公司整体收入的比例很低，影响很小。

3. 未来发展

作为长兴太湖图影旅游度假区的唯一的土地开发及重要的基础设施建设主体，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探索，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016-2018 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，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

2016-2018 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长 8.42%，主要来自可供出售金融资产、在建工程以及存货的增长。2018 年底，公司资产总额 206.50 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比 90.50%和 9.50%，公司资产结构以流动资产为主，主要构成见表 13。

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：根据公司审计报告整理

2016-2018 年，公司流动资产缓慢增长，分别为 173.26 亿元、172.41 亿元以及 186.89 亿元，年均复合增长率 3.86%。2018 年底，流动资产中货币资金 10.98 亿元，占比 5.86%；其他应收款 19.36 亿元，占比 10.36%；存货 156.42 亿元，占比 83.70%。

2016-2018 年，公司货币资金有所下降，分别为 13.52 亿元、9.73 亿元和 10.98 亿元。公司货币资金主要由银行存款（占 99.97%）构成。2018 年底，公司受限资金 2.04 亿元，均为取得借款而质押的定期存单。

2016-2018 年，公司其他应收款有所波动，分别为 23.15 亿元、14.56 亿元和 19.36 亿元。2018 年底，公司其他应收款同比增长 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

2016-2018 年，公司存货逐年小幅增长，年均复合增长 7.05%，分别为 136.49 亿元、148.02 亿元和 156.42 亿元。2018 年底，公司存货同比

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 宗土地的土地使用权，其中政府注入土地 78.60 亿元，4.01 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。

2016-2018 年，公司非流动资产大幅波动，分别为 2.42 亿元、1.74 亿元和 19.61 亿元。2018 年底，公司非流动资产同比增长 1027.08%，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。

2016-2018 年，公司可供出售金融资产有所波动，年均复合增长 128.80%，分别为 1.78 亿元、1.72 亿元和 9.30 亿元。2018 年底公司可供出售金融资产同比增长 441.79%，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一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。

总体看，近年来，公司资产规模有所增长，

流动资产中存货占比较高，其中划拨土地占比较高，变现能力弱，公司资产流动性弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016-2018 年，公司所有者权益逐年小幅增长，年均复合增长 5.93%，主要来自资本公积的增加和留存收益的积累。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%。其中资本公积同比增长 9.94%，主要系政府将部分公司长期应付调整转增资本公积 7.67 亿元所致。公司所有者权益结构变化不大。

总体看，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

2016-2018 年，公司负债总额有所波动，分别为 78.14 亿元、75.89 亿元和 97.04 亿元。2018 年底，公司负债总额同比增长 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%。

2016-2018 年，公司流动负债波动增长，分别为 19.43 亿元、16.90 亿元和 29.60 亿元。2018 年底，公司流动负债同比增长 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。

2016-2018 年，公司其他应付款波动增长，分别为 9.92 亿元、5.47 亿元和 12.60 亿元。公司其他应付款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%。

2016-2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 57.10%。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 1 年内到期的其他非流动负债（占 3.29%）。

2016-2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 7.18%。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%）。

2016-2018 年，公司长期借款有所波动，分别为 25.28 亿元、20.42 亿元和 24.32 亿元。2018 年底，公司长期借款同比增长 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

2016-2018 年，公司应付债券有所波动，分别为 23.88 亿元、14.85 亿元和 20.84 亿元。截至 2018 年底，公司应付债券主要为“16 长湖 01”、“16 长湖 02”和“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 年 3 月 10 日	5 年
16 长湖 02	5.95	2016 年 10 月 26 日	5 年
18 长兴太湖 01	5.95	2018 年 12 月 26 日	7 年
合计	20.84	--	--

资料来源：公司审计报告

2016-2018 年，公司长期应付款有所波动，分别为 9.54 亿元、23.19 亿元和 14.84 亿元。其中，2017 年，公司长期应付款同比增长 243.08%，主要系对长兴县财政局的长期应付款增加所致。

2018 年，公司长期应付款同比降低 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。

2016-2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 7.22%。2018 年底，公司全部债务 71.00 亿元，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：根据公司审计报告整理

从债务指标看，2016-2018 年，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均呈波动趋势，2018 年底分别为 46.99%、39.34%和 33.66%。

总体看，近年来公司负债总额持续增长，有息债务规模不断上升，但整体债务负担一般。

4. 盈利能力

2016-2018 年，公司营业收入波动快速增长，年均复合增长 58.09%，2018 年为 8.43 亿元。2016-2018 年，公司营业成本年均复合增长 59.75%，大于营业收入降幅，2018 年公司营业成本为 8.01 亿元。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 14 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：根据审计报告整理

2016-2018 年，公司期间费用分别为 0.52 亿元、0.50 亿元和 0.57 亿元。2018 年，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。2016-2018 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 15.36%、12.19%和 6.71%，公司期间费用有所波动，目前控制能力保持在较高水平。

2016-2018 年，公司分别实现利润总额 1.32 亿元、1.38 亿元和 1.47 亿元。2016-2018 年，公司取得政府补贴收入分别为 1.60 亿元、1.61 亿元和 1.62 亿元，反映在“其他收益”或“营业外收入”科目中。政府补贴对公司利润影响较大。

从盈利指标来看，2016-2018 年，公司营业利润率呈逐年下降趋势，总资本收益率和净资产收益率有所波动。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。

总体看，近年来公司营业收入快速增长。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

经营活动方面，2016-2018 年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长 78.74%，2018 年为 29.55 亿元。2016-2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合增长 72.94%，2018 年为 9.43 亿元，同比增长 132.06%，主要系公司开展贸易业务所致。2016-2018 年，公司现金收入比分别为 93.48%、99.01%和 111.55%，公司收入实现质量较好。2016-2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 6.10 亿元、5.07 亿元和 20.12 亿元。2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金同比增长 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，2016-2018 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，2018 年分别为 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。2016-2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为-18.00 亿元、-3.09 亿元和-2.03 亿元。公司近三年经营活动产生的现金净流量为负，主要系公司承担了旅游度假区内的配套设施工程代建等大量工程，而旅游度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 15 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	小于-0.01	-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：根据公司审计报告整理

投资活动方面，2016-2018 年，公司投资活动现金流入分别为 23.80 万元、0.00 万元和 2083.00 万元。2016-2018 年，投资活动现金流出分别为 5443.55 万元、37.55 万元和 145259.40 万元。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，主要为用于募投项目建设的现金；2018 年投资支付的现金为 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。2016-2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-5419.75 万元、-37.55 万元和-143176.40 万元，投资力度有所加强。

2016-2018 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-18.54 亿元、-3.94 亿元和-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，2016-2018年，公司筹资活动现金流入分别为41.24亿元、28.12亿元和42.11亿元，2016年和2018年筹资活动现金流入较多主要系吸收投资和发行债券收到现金所致。2016-2018年，公司筹资活动现金流出分别为19.96亿元、26.04亿元和22.40亿元，其中，2018年，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。2016-2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，分别为21.28亿元、2.08亿元和19.71亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量规模波动增长，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，2016-2018年，公司流动比率和速动比率有所波动，2018年底分别为631.33%和102.94%。2016-2018年，公司经营现金流动负债比分别为-92.61%、-18.29%和-6.86%。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，2016-2018年，公司EBITDA分别为1.74亿元、1.46亿元和1.84亿元；全部债务/EBITDA分别为35.49倍、43.86倍和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 16 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。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司于 2018 年 5 月 18 日获批发行规模不超过 11.70 亿元公司债券，并于 2019 年 1 月 3 日成功发行“18 长兴太湖 01”6.00 亿元；本期计划发行债券规模 5.70 亿元。本期债券拟发行规模分别相当于 2018 年底公司长期债务和全部债务的 10.26%和 8.03%，对公司债务结构影响较大。

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分别为 46.99%、39.34%和 33.66%。考虑到公司已发行“18 长兴太湖 01”6.00 亿元，以 2018 年底财务数据和已发行债券为基础，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 52.66%、43.04%和 38.05%。

2. 本期债券偿债能力分析

2016-2018 年，公司 EBITDA 分别为 1.74 亿元、1.46 亿元和 1.84 亿元，分别为“18 长兴太湖 01”和本期债券合计发行规模的 0.15 倍、0.12 倍和 0.16 倍，为本期债券拟发行规模的 0.31 倍、0.26 倍和 0.32 倍；同期公司经营活动现金流入量为 9.25 亿元、9.13 亿元和 29.55 亿元，为两期债券发行规模的 0.79 倍、0.78 倍和 2.53 倍，为本期债券拟发行规模的 1.62 倍、1.60 倍和 5.18 倍；经营活动净现金流对本期债券不具备保障能力。公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强，对两期债券的保障能力尚可。

本期债券设分期偿付条款，在债券存续期的第 3~7 年每年偿付 20%的本金（1.14 亿元）。

以分期偿付金额测算，2016-2018 年，公司 EBITDA 分别为两期债券分期偿付金额的 0.74 倍、0.62 倍和 0.79 倍，为本期债券分期偿付金额的 1.53 倍、1.28 倍和 1.61 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为两期债券分期偿付金额的 3.95 倍、3.90 倍和 12.63 倍，为本期分期偿付金额的 8.11 倍、8.01 倍和 25.92 倍；公司经营活动净现金流对分期偿付金额不具备保障能力。总体看，分期偿付条款的设置有效降低了公司的集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对分期偿付金额保障程度较好，对两期债券分期偿付总金额保障程度尚可。

3. 募投项目偿债能力分析

公司募投项目收入来源主要为门票收入、民宿出租收入、游船收入、游客中心出租收入、茶吧水榭运营收入、演艺剧场表演收入等。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》，募投项目在本期债项存续期间（2019~2026 年）合计可产生净收益 12.48 亿元，为本期债券募投项目拟用资金 3.46 亿元本息的 3.61 倍；本期债券设置分期偿付条款，在存续期第 3~7 年（2022~2026 年）每年需支付本金 0.692 亿元，募投项目当期收益分别为当期应兑付本息的 1.65 倍、1.85 倍、2.32 倍、2.77 倍和 3.21 倍；对本息覆盖倍数尚可。考虑募投项目将于 2021~2025 年分别支付“18 长兴太湖 01”债项本息，2022~2025 年募投项目收益对两期债券本息合计的保障倍数分别为 0.83 倍、0.93 倍、1.18 倍和 1.41 倍，存在一定集中兑付压力。此外，目前募投项目工程进展缓慢，项目预测收益的实现不确定性大。

表 17 太湖图影湿地治理及开发项目债券存续期内收益测算表（单位：万元、倍）

序号	项目	小计	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
1	营业收入	182219.99	15632.00	17162.00	19169.00	23191.00	24748.00	29601.00	32965.00	35383.99
1.1	门票收入	101918.53	9000.00	9900.00	10890.00	11979.00	13177.00	16910.00	18601	20461.53
1.2	民宿出租收入	34200.00	1800.00	2160.00	2880.00	5400.00	5400.00	5400.00	6480	6480.00
1.3	游船收入	30575.00	2700.00	2970.00	3267.00	3594.00	3953.00	5073.00	5580	6138.46

1.4	游客中心收入	1512.00	180.00	180.00	180.00	216.00	216.00	216.00	252.00	252.00
1.5	茶吧水榭收入	1750.00	200.00	200.00	200.00	250.00	250.00	250.00	300.00	300.00
1.6	演艺剧场表演收入	12264.00	1752.00	1752.00	1752.00	1752.00	1752.00	1752.00	1752.00	1752.00
2	经营成本	6953.60	932.00	932.00	932.00	932.00	932.00	1075.20	1075.20	1075.20
3	增值税金及附加	12507.30	1084.10	1186.90	1321.80	1598.70	1703.40	2022.80	2255.60	2418.10
4	所得税	37938.80	2182.40	2764.20	3457.20	4643.40	5231.50	6554.30	7362.10	7926.10
5	项目收益	124820.29	11433.50	12278.90	13458.00	16016.90	16881.10	19948.70	22272.10	23964.59
6	本期债券还本付息	48440.00	--	2768.00	2768.00	9688.00	9134.40	8580.80	8027.20	7473.60
6.1	本期债券偿还利息	13840.00	--	2768.00	2768.00	2768.00	2214.40	1660.80	1107.20	553.60
6.2	本期债券偿还本金	34600.00	--	--	--	6920.00	6920.00	6920.00	6920.00	6920.00
6.3	项目收益/本期债券还本付息覆盖倍数	2.58	--	4.44	4.86	1.65	1.85	2.32	2.77	3.21
7	两期债券还本付息	98840.00	2880.00	5648.00	12848.00	19192.00	18062.40	16932.80	15803.20	7473.60
7.1	两期债券偿还利息	28240.00	2880.00	5648.00	5648.00	5072.00	3942.40	2812.80	1683.20	553.60
7.2	两期债券偿还本金	70600.00	--	--	7200.00	14120.00	14120.00	14120.00	14120.00	6920.00
7.3	收益/两期债券还本付息覆盖倍数	1.38	3.97	2.17	1.05	0.83	0.93	1.18	1.41	3.21

资料来源：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》

注：偿还本金为募集资金中用于项目建设部分；假设本期债券 2019 年发行，2020 年开始偿付利息，利率按照 8.00% 测算；项目收入见表 3

4. 债权保障条款

公司聘请湖州银行股份有限公司长兴支行作为本期债券的资金监管人，与其签署了《账户及资金监管协议》，湖州银行股份有限公司长兴支行将代理债券投资人监督公司经营状况、募集资金使用情况；公司将在监管银行处设立专项偿债账户和监管账户，确保本期债券的按时还本付息。

监管账户是公司在监管银行处开立的专门用于接收发行企业债券所募资金及所有项目相关资金的银行账户，所有项目收入及相关支出活动，均必须通过该账户进行。偿债账户实行专户管理，本期债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成。偿债账户内资金仅能划付至本期债券募集说明书规定的债券托管机构的指定银行账户。若偿债账户的资金在本期债券每年还本付息日前第 10 个工作日小于当年应付本息额（利息按债券当期利率计算），监管银行将通知公司筹措资金补足偿债账户；若偿债账户的资金在本期债券每年还本付息日前第五个工作日仍小于当年应付本息额时，监管银行可无需发公司授权从监管账户划转资金至该账户予以补足。

十、结论

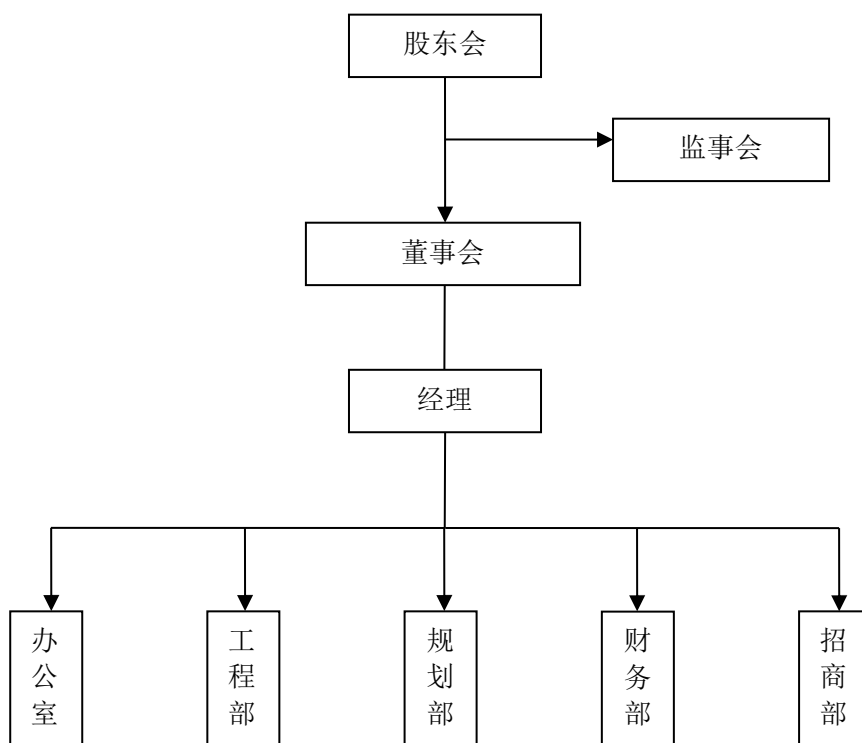
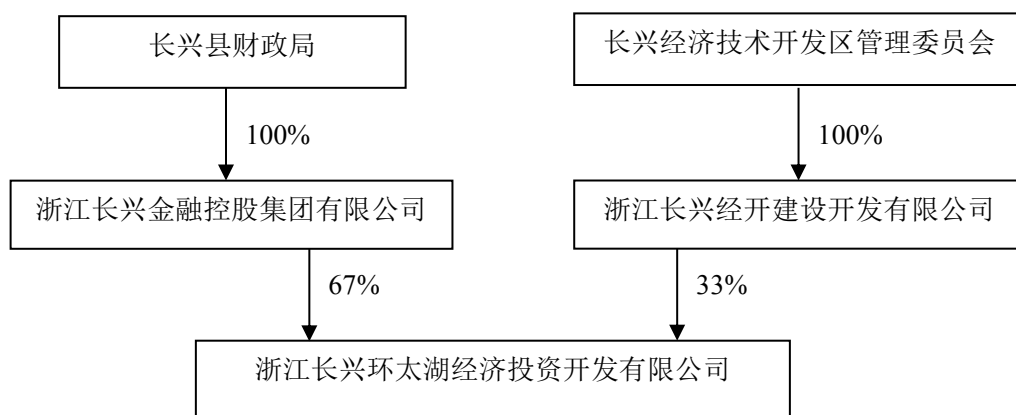
公司是浙江长兴太湖图影旅游度假区的唯一土地开发及重要基础设施建设主体，主要承担太湖图影度假区内的土地整理和基础设施建设业务，公司在政府支持和业务经营等方面优势显著。近年长兴县经济稳步发展，财政实力持续增强，公司外部发展环境良好。

公司业务以土地开发为主，土地开发业务较为稳定；在建及拟建项目未来投资的规模较大，将面临较大的资本支出压力。公司资产以流动资产为主，流动资产中存货占比大，资产流动性弱，整体资产质量一般；所有者权益结构稳定性好，债务结构合理，盈利能力弱。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。

本期债券设置分期还款安排，有效降低了公司的资金集中偿付压力。

综合评估，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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 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 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 2019 年第一期浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。