

信用等级公告

联合〔2020〕017号

联合资信评估有限公司通过对德清县恒达建设发展有限公司及其拟发行的2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定德清县恒达建设发展有限公司主体长期信用等级为AA，2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



2020年德清县恒达建设发展有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级观点：

德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“公司”）是湖州市德清县重要的基础设施建设主体，负责德清县主要城区的土地一级开发和基础设施建设工作，在区域内具有一定的业务专营优势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在资产注入、财政补贴等方面获得外部的大力支持。同时，联合资信也注意到，公司存货和其他应收款对资金占用大，营业收入持续下降，公司在建项目规模很大，未来有较大融资压力，债务负担偏重以及公司未来土地出让业务收入受市场及政府土地出让规划影响较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

本期公司债券设置了本金分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力。重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）为本期公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，兴农担保担保实力极强，显著提升了本期公司债券的偿付安全性。

公司经营活动现金流入量对本期公司债券分期偿付本金的额覆盖能力强，EBITDA对本期公司债券分期偿付本金的保障能力一般。

随着德清县水务有限公司纳入公司合并范围，公司经营范围、资产和收入规模将有所扩大，公司有望获得外部的持续支持。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、担保方能力及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期公司债券到期不能偿还的风险极低，违约风险极低。

优势

1. 外部发展环境良好。2016—2018年，德清县经济持续增长，分别实现地区生产总值392.70亿元、470.20亿元和517.00亿元。产业结构不断优化，固定资产投资保持增长。
2. 具有一定业务专营优势。公司作为德清县重要的土地一级开发和基础设施建设主体，在特定区域具有一定的业务专营优势。

债项概况：

本期公司债券发行规模：基础发行规模5亿元，发行金额上限7.60亿元

本期公司债券期限：7年

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，在存续期的第3年至第7年每年偿还本金的20%，最后一期利息随本金一同支付

募集资金用途：募投项目建设和补充营运资金

评级时间：2020年1月3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	aa'	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	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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

分析师：喻宙宏 张 铖

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. **外部支持力度大。**2016 年，德清县人民政府无偿划拨 5.51 亿元股权，德清县财政局将拨付地方政府债券置换资金共 1.05 亿元；2017 年，德清县人民政府划拨 8.88 亿元房屋建筑物；2018 年，德清县人民政府划拨 2.60 亿元房屋建筑物，德清县县财政局共拨款 10.02 亿元，德清县人民政府无偿划拨 2.96 亿元股权。
4. **兴农担保为本期公司债券提供担保。**兴农担保为本期公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期公司债券的偿付安全性。

关注

1. **土地出让存在不确定性。**近年来，受土地出让价格影响，公司土地整理业务收入和毛利率均大幅下降；由于土地出让受市场和政府土地出让规划影响较大，未来土地出让存在不确定性。
2. **资产流动性偏弱。**近年来，公司存货和其他应收款大幅增长且规模大，截至 2018 年底，分别占资产总额的 25.93%和 48.25%，对资金占用大。
3. **债务规模快速增长，债务负担偏重，融资压力较大。**2016—2018 年，公司全部债务年均复合增长 104.78%，截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.71%和 58.87%，债务负担偏重；截至 2018 年底，公司主要在建和拟建的委托代建和土地整理及基础设施建设业务总投资额 95.70 亿元，已投资额 44.80 亿元，对外融资压力较大。
4. **公司营业收入持续下降，业务构成有所变化，利润总额对政府补助依赖程度整体较高。**2016—2018 年，公司营业收入年均复合下降 5.92%，委托代建业务和土地整理业务占比波动大；政府补助占利润总额的比例分别为 90.50%、7.83%和 90.81%。
5. **募投项目收入存在不确定性。**本期公司债券募投项目对外销售和出租受经济环境和房地产市场影响较大，未来租售收入的规模和取得时点存在不确定性，募投项目运营期内公司可能需要自有资金偿付本期公司债券本息。

主要财务数据:

合并口径			
项目	2016年	2017年	2018年
现金类资产(亿元)	5.53	21.28	19.87
资产总额(亿元)	54.21	111.54	154.02
所有者权益(亿元)	29.16	46.17	60.52
短期债务(亿元)	1.88	4.10	15.61
长期债务(亿元)	18.77	54.27	71.01
全部债务(亿元)	20.66	58.36	86.62
营业收入(亿元)	5.51	4.96	4.88
利润总额(亿元)	2.21	2.17	0.99
EBITDA(亿元)	2.24	2.21	1.56
经营性净现金流(亿元)	-11.90	-20.80	-32.38
营业利润率(%)	5.97	43.70	13.87
净资产收益率(%)	7.36	4.65	1.56
资产负债率(%)	46.21	58.60	60.71
全部债务资本化比率(%)	41.47	55.83	58.87
流动比率(%)	874.16	934.62	650.06
现金短期债务比(倍)	1.43	4.08	0.84
经营现金流流动负债比(%)	-195.72	-190.77	-152.05
全部债务/EBITDA(倍)	9.22	26.41	55.55
EBITDA 利息倍数(倍)	2.35	1.01	0.43
公司本部(母公司)			
项目	2016年	2017年	2018年
资产总额(亿元)	30.97	42.38	60.59
所有者权益(亿元)	27.76	38.60	46.51
全部债务(亿元)	2.58	3.10	8.35
营业收入(亿元)	4.86	3.30	1.88
利润总额(亿元)	0.39	1.96	0.91
资产负债率(%)	10.36	8.91	23.24
全部债务资本化比率(%)	8.50	7.43	15.22
流动比率(%)	1071.92	631.55	534.96
经营现金流流动负债比(%)	242.15	268.09	-145.42

注: 2017年财务数据为2018年年报期初数

主体评级历史:

信用评级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声明

一、本报告引用的资料主要由德清县恒达建设发展有限公司（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，符合真实性、完整性、准确性要求。

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。

2020年德清县恒达建设发展有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

2006年12月，德清县住房和城乡建设局以1000万元货币出资设立了德清恒达城乡建设投资有限公司。2009年3月，根据德政函（2009）第6号文件批复，德清恒达城乡建设投资有限公司更名为德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“公司”或“德清恒达”），公司注册资本由1000万元增至5亿元，德清县住房和城乡建设局以货币方式增资1.4亿元、以土地资产增资3.5亿元。根据德政函（2017）第53号文件批复，2017年5月19日，公司全部股权先由德清县住房和城乡建设局划转给德清县国有资产管理委员会办公室（后更名为德清县人民政府国有资产监督管理办公室，以下简称“德清县国资办”），再由德清县国资办划转给德清县建设发展集团有限公司（以下简称“德清建发”）。2017年11月，公司资本公积转增资本10亿元。截至2019年9月底，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元，德清建发持有公司100%股权，德清县国资办为公司实际控制人。

公司经营范围：城乡基础设施、水利基础设施、公建基础设施及其配套项目的开发经营管理，拆迁安置及服务，土地开发和综合利用，旅游项目开发经营管理，园林绿化工程设计、施工，城镇绿化苗、花卉批发、零售，建筑材料、装饰材料（除危险化学品及易制毒化学品）、普通机械设备销售，广告设计、制作，户外广告发布，自有房屋及自有机械设备租赁，物业管理，房地产开发经营。

截至2019年9月底，公司本部内设财务融资部、资产运营部、工程部、人力资源部、

办公室和综合部6个职能部门；截至2018年底，公司合并范围内包含9家子公司。

截至2018年底，公司（合并）资产总额154.02亿元，所有者权益60.52亿元（其中少数股东权益2.80亿元）。2018年，公司实现营业收入4.88亿元，利润总额0.99亿元。

公司注册地址：浙江省德清县武康街道永安街118号；法定代表人：倪琍学。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

公司已于2019年获批14.60亿元公司债，2019年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）（以下简称“19德清01”）发行金额7.00亿元，期限7年。公司计划发行2020年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）（以下简称“本期公司债券”），基础发行规模5.00亿元，发行金额上限7.60亿元，期限7年。本期公司债券采用固定利率，按年付息，在债券存续期的第3年到第7年每年偿还本金的20%，最后利息随本金一同支付。重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）为本期公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期公司债券募集资金用途

若本期公司债券发行金额5.00亿元，其中3.08亿元用于德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目（以下简称“募投项目”），1.92亿元用于补充营运资金；若本期公司债券发行金额7.60亿元，其中4.68亿元用于募投项目，2.92亿元用于补充营运资金，如下表1所示。

表1 本期公司债券募集资金投向情况表

(单位: 万元、%)

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例
德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目	137554.57	46800.00	34.01

资料来源: 公司提供

(1) 项目概况

募投项目位于浙江省德清县乾元镇金鹅山村, 项目东侧为金鹅山安置小区, 项目北侧为明月星城, 项目西侧为高铁区。

募投项目分为3个功能区, 分别为住宅、

商业、会所+物业, 项目总用地面积为97123平方米, 总建筑面积224723.06平方米。其中住宅145027.16平方米(1434户)、商业13985平方米、会所物业1500平方米。项目总投资为137554.57万元, 建设期3年, 运营期7年; 募投项目已于2017年底开工建设, 预计2020年完成。截至2019年9月底, 募投项目地下室施工完成98%, 主体结构施工完成21%, 已投资金额41310.25万元。

(2) 募投项目审批情况

目前, 募投项目主要审批文件均已到位, 具体政府部门审批、核准文件情况如下:

表2 募投项目审批文件

批文类型	文件名称	文号	发文机关	印发时间
用地预审意见	关于德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目的用地预审意见	德土预审字(2017)031号	德清县国土资源局	2017年12月18日
节能评估意见	德清县民用建筑节能预审意见书	德建节2017032号	德清县住房和城乡建设局	2017年12月15日
稳定评估意见	关于德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目社会稳定风险评估报告的批复意见	政法委批复意见	中国德清县委政法委员会	2017年12月5日
建设用地规划	建设项目选址意见书	选字第330521201700050号	德清县规划局	2017年11月30日
环境影响评价意见	关于德清县恒达建设发展有限公司德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目环境影响报告表的批复意见	德环建(2017)209号	德清县环境保护局	2017年12月15日
可研批复	关于同意德清县康乾新区安置小区一期新建工程可行性研究报告的批复	德发改基研(2017)65号	德清县发展和改革委员会	2017年12月18日

资料来源: 公司提供

(3) 经济效益分析

募投项目建成后收入预计来源于项目安置房、商品房、停车位、商业用房及储藏室出售收入和广告收入。根据浙江建友工程咨询有限公司出具的《德清县康乾新区安置小区一期新建工程可行性研究报告》(以下简称“可研报告”), 募投项目住宅出售收入合计为110943.09万元, 停车费出售收入预计为13640.00万元, 商业用房出售收入预计为23075.25万元, 储藏室出售收入预计为5995.2万元, 广告出租收入在项目运营期内预计收入为3256.80万元, 预计项目运营期内可实现收入合计156910.34万元, 募投项目运营期内的预计收入能对项目投资支出全部覆盖。

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。

表 3 2016—2019 年上半年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	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
4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速
5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部

地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零

售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策

的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

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，城投企业快速增加，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，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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4 2018年以来与城投企业相关的主要政策

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》国办发〔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	严格按照要求规范的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

	社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	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

资料来源：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企业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。

4. 区域经济环境

近年来，德清县经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司位于湖州市德清县，主要承担德清县城东区域和康乾新区区域内的基础设施建设、土地整理业务。公司的经营、投资及融资与德清县经济发展密切相关。

德清县总面积935.9平方公里，全县南接杭州、北靠环太湖经济圈，全县下辖11个乡镇、1个开发区、151个行政村，全县户籍人口43.9万。

2016—2018年，德清县经济持续增长，分别实现地区生产总值392.70亿元、470.20亿元和517.00亿元。根据《2018年德清县国民经济和社会发展统计公报》，2018年全县生产总值比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值22.4亿元，比上年增长2.4%；第二产业增加值267.5亿元，比上年增长8.8%；第三产业增加值227.1亿元，比上年增长7.7%。三次产业增加值比例为4.3:51.8:43.9，三产比重比上年提高0.5个百分点。2018年，全县累计实现固定资产投资额比上年增长10.2%。其中，工业投资比上年下降18.3；基础设施投资比上年增长4.1%。三次产业投资结构由上年的0.8:49.7:49.5调整为0.6:27.9:71.5。分产业看，第一产业投资比上年下降21.8%，第二产业比上年下降18.8%，第三产业投资比上年增长28.7%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年9月底，公司实收资本和注册资本均为15.00亿元，德清建发是公司的唯一股东，德清县国资办为公司实际控制人。

2. 人员素质

公司高管人员经验较为丰富，员工整体文化素质较高，能满足公司日常经营活动需求。

公司共有高层管理人员4人，其中董事长兼总经理1人，副总经理2人，财务负责人1人。

倪琰学先生，1981年出生，大学本科学历；曾任北京联华建筑事务有限公司职员、上海申联建筑设计有限公司职员、德清县建设开发有限公司（以下简称“德清建开”）副总经理；现任公司董事长兼总经理、法定代表人。

胡家俊先生，1980年出生，大学本科学历；曾任德清县建筑工程质量监督站检测中心职员、德清县建筑工程质量监督站副站长、城建总公司副总经理；现任公司副董事长兼副总经理。

沈鑫亮先生，1987年出生，大学本科学历；曾任中建五局三公司安装分公司职员，城建总公司工程部经理、副总经理；现任公司董事兼副总经理。

赵群英女士，1968年出生，大学本科学历；曾任德清县电子器材厂财务会计主管，德清县武康城建房产开发公司财务会计主管，城建总公司财务经理；现任公司财务负责人。

截至2018年底，公司合并范围在职员工161人。按教育程度划分，公司员工中本科及以上学历93人、大专学历40人、高中及以下28人。按年龄构成划分，30岁以下的37人，占比22.98%；30至50岁的116人，占比72.05%；50岁以上的8人，占比4.97%。

3. 企业规模及竞争优势

德清县县级主要基建主体包括浙江省德清县交通水利集团有限公司（以下简称“德清交通水利”）、德清建发、德清县文化旅游发展集团有限公司（以下简称“德清文旅”）和湖州莫干山高新集团有限公司（以下简称“高新集团”）。德清交通水利注册资本50亿元，作为地方交通水利建设的经营运作平台，开展

县域内高速公路、国省道等交通运输基础设施和水利建设等相关领域的投资、开发、建设、经营、管理；德清文旅注册资本25亿元，主要负责文化旅游资源综合开发运营、文化旅游产业发展、旅游公共服务设施建设以及景区经营维护管理等经营活动；德清建发注册资本60亿元，业务涉及城市基础设施建设、民生保障、商业运营、投融资等多个领域，是德清县城区最重要的基础设施建设主体，负责城区项目建设；高新集团由高新区管委会所属11家国有企业整合重组而成，主要负责建设投融资、区域开发建设、城建资产经营和管理等业务，负责区域主要为原省级经济开发区、科技新城和通用航空城三个园区。

目前德清建发下辖的德清恒达和德清县建设投资有限公司（以下简称“德清建投”）是德清县区域内主要基础设施建设主体。其中德清建投负责城西片3.3平方公里范围内的封闭范围内土地的拆迁、整理、征用，基础设施建设，城市商业及三产经营；德清恒达负责城东3.37平方公里和康乾新区11.9平方公里范围内的封闭范围内土地的整理、征用、拆迁、基础设施建设，城市商业及三产经营。各公司之间不存在业务交叉。

4. 外部支持

近年来，德清县一般公共预算收入持续增长，财政自给能力尚可。近三年公司在资本及资产注入和财政补贴等方面持续得到了政府的大力支持。

2016—2018年，德清县政府综合财力有所波动，分别为66.84亿元、103.72亿元和100.8亿元。其中一般公共预算收入持续增长，分别为42.0亿元、48.7亿元和59.1亿元，2018年，同比增长21.5%。2018年，德清县政府一般公共预算支出为67.13亿元，民生事业支出48亿元，占比71.5%。2018年，德清县财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为88.04%，财政自给能力尚可。

资产注入

2016年，根据德清县人民政府办公室抄告单（德办第100号），德清县人民政府决定德清建开82.51%股权、德清县城市投资开发有限公司100%股权、德清县众达房产测绘有限公司100%股权、德清县建安建设工程检测有限公司100%股权、德清县众汇房产经纪有限公司100%股权、德清县市政工程公司100%股权无偿划转至公司，公司资本公积净增长5.51亿元。2016年12月29日，根据德财预〔2016〕178号文件，县财政局将拨付地方政府债券置换资金共1.05亿元财政拨款作为国有资本对公司进行注资，增加资本公积。

根据《德清县人民政府关于同意千秋街1号等资产划入德清县建设发展集团有限公司下属德清县恒达建设发展有限公司的批复》（德政函〔2017〕134号），2017年12月德清县政府向公司划入千秋东街1号、2号和永安街358号的房屋建筑，入账价值合计8.88亿元，计入“固定资产”和“资本公积”科目，上述资产主要为商业建筑，未来将与政府签订租赁合同，并收取一定的租金。

2018年，根据县政府〔2018〕151号，公司股东划入两处房屋建筑给公司，增加资本公积2.60亿元；根据德财预〔2018〕187号、189号和191号，县财政局共拨款10.02亿元增加公司资本公积（收到其他与筹资活动有关的现金）；根据德国资办〔2018〕28号，同意将德清县城市资产经营管理有限公司（以下简称“资产经营公司”）全部股权无偿划转至公司，增加资本公积2.96亿元。

财政补贴

考虑到公司负责德清县部分城区基础设施建设建设工作，德清县财政局每年给予公司一定财政补贴。2016—2018年，公司分别收到各类政府补贴2.00亿元、0.17亿元和0.80亿元。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司

有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10330521000979908），截至2019年12月23日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至2019年12月26日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构完善，建立了有效的决策监督机制；公司管理制度较为健全，且执行情况良好，能够满足日常管理需要。

1. 治理结构

公司按照《公司法》《公司章程》等规定设立了董事会、监事会及高管层，各部门在实际运作中发挥重要作用，成为公司治理、决策、运营、监管的核心平台，推动公司稳步发展。

公司不设股东会，由股东行使股东会职权。

公司设董事会，成员3人，董事每届任期3年，任期届满可以连任。出资人委派的董事和职工代表的董事比例为2:1，职工代表董事由职工代表大会选举产生。董事会设董事长1人，副董事长1人，由股东从董事会成员中指定。董事长为公司法定代表人。董事会会议每年召开一次。

公司设监事会，成员5人。其中股东委派产生3人，由公司职工代表大会选举产生2人。监事会设主席1人，由股东从监事会成员中指定。监事每届任期3年，任期届满可以连任。监事会会议每年召开一次。

公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘。经股东同意，公司总经理目前由董事长兼任。

2. 管理水平

公司内部职能机构设立6个部室，即财务部、办公室、人力资源部、综合部、工程部、资产运营部，各部门之间分工明确，能较

好地满足公司业务运营的实际需要。公司组织架构合理，内控体系建设较为完善，并制定了较为系统和规范的财务管理制度、固定资产管理办法、对外担保制度、投融资管理制度、信息披露管理制度等。公司还将根据业务发展和内部机构调整的需要，及时修订并补充内部控制制度。目前，公司运营基本按照上述管理制度执行。

财务管理制度

为建立现代化企业制度和健全财务管理体系，公司对各项财务管理做出了规定：公司应根据审核无误的原始凭证编制记账凭证，并做好审核工作；公司以负债形式筹集资金，须努力降低筹资成本，同时按月计提利息支出，并计入成本；公司严禁白条抵库和任意挪用现金，银行账户印鉴实行分管并用制，不得一人统一保管使用；营业收入要按规定列入相关的收入专案，不得截留到账外或作其他处理；公司利润总额按国家有关规定作相应调整后，依法缴纳所得税；此外，公司还在财务报告、财务分析、会计电算化方面做出了相关规定。

固定资产管理办法

为保证固定资产安全、完整及合理使用，防止国有资产流失，公司制定了本办法。公司按照预算管理要求和程序，审批或审定公司固定资产购建、更新改造和大修理等事项；公司财务融资部承担固定资产的价值管理职能；公司按谁使用谁保管的原则，将固定资产的保管责任落实到人；公司对固定资产的划分标准和分类也做出的明确的规定；公司新增固定资产必须履行交接验收程序，确保帐、卡、物一致，财务部门、实物管理部门和使用保管部门的新增资产信息一致；公司应根据固定资产目录，按照每一固定资产登记对象建立固定资产卡片帐。

对外担保管理办法

为加强担保业务的内部控制，防范或有负债的风险，公司制定了本办法。公司及所属子公司为公司及所属子公司以外的单位提供担

保的，由公司董事会决议并按有关规定报股东批准。公司及子公司内部之间的担保，应当报公司董事会审批；提供担保时应当严格按照《担保法》及有关法律的规定与债权人、被担保人订立书面合同，约定担保人、债权人、被担保人各方的权利和义务；被担保人的财务状况、经营业绩、管理水平及信誉需良好，具备履行被担保主合同的能力。

投融资管理制度

公司制定了本制度，规范对外投融资行为，保障对外投融资安全，提高对外投资效益。对外投资项目由公司董事会决议后报股东审批及备案；公司通过银行借款方式筹资的，应当与有关金融机构进行洽谈，明确借款规模、利率、期限、担保、还款安排；公司进行直接融资的，应按照公司章程和本制度规定报董事会决议后报股东和实际控制人批准；财务融资部负责对筹集资金进行管理。

七、经营分析

1. 经营概况

受土地整理和委托代建业务影响，公司营业收入持续下降，近年来公司业务结构有所变化，同时公司综合毛利率波动较大。

2016—2018年，受土地整理和委托代建业务影响，公司营业收入持续下降，分别为5.51亿元、4.96亿元和4.88亿元。从构成来看，公司业务主要以委托代建、土地整理、工程施工及绿化养护、钢材销售为主，以咨询、代办服务、检验、检测、测绘服务、租赁等业务为辅，近年来公司业务结构变动较大。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率波动较大，分别为6.71%、43.89%和15.00%。其中，委托代建业务毛利率小幅上升，2018年为4.63%；土地整理业务毛利率大幅下降，2018年为20.77%；钢材销售业务毛利率波动下降，2018年为2.68%；工程施工及绿化养护毛利率持续下降，2018年为3.29%。

表5 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
钢材销售	1312.15	2.33	31.56	7069.09	14.25	1.42	4701.17	9.64	2.68
委托代建	48608.58	86.19	3.85	--	--	--	14979.22	30.73	4.63
土地整理	--	--	--	33000.00	66.52	59.78	15000.00	30.77	20.77
工程施工、绿化养护	4644.23	8.24	13.47	7641.59	15.40	11.81	8210.53	16.84	3.29
咨询、代办服务	235.92	0.42	38.81	215.46	0.43	53.87	113.08	0.23	10.79
检验、检测、测绘服务	1569.98	2.78	49.40	1485.83	3.00	51.25	1743.42	3.58	56.27
租赁	--	--	--	173.27	0.35	89.84	3987.70	8.18	52.97
其他	24.90	0.04	26.83	20.33	0.04	45.05	15.94	0.03	-0.11
合计	55083.61	100.00	6.71	49605.59	100.00	43.89	48751.05	100.00	15.00

资料来源:公司提供

2. 业务经营分析

(1) 委托代建业务

近年来,公司委托代建业务波动较大,回款情况良好,未来投资规模较小,该业务持续性有待关注。

公司委托代建工程业务主要由公司本部、子公司德清建开和德清县城市投资开发有限公司负责。

公司与委托方签订代建协议,自筹资金进行项目建设,代建协议中约定了具体项目代建投资形成的工程款总额,一般在工程建设成本的基础上加成4~5%,工程项目完工达到可使用状态时,委托方将对公司完工项目进行验收,在验收合格后确认结算收入并支付结算资金,或按照完工进度确认收入。

公司自成立以来,实施了大量委托代建工程项目,包括德清县104国道德清段绿色长廊及城区部分景观改造工程项目、德清县五龙拆迁安置小区(二期)工程项目、德清县武康城东新区道路工程项目、德清县武康镇城东新区路网二期工程等项目。

2016年和2018年,公司分别确认委托代建业务收入4.86亿元和1.50亿元,波动较大,2016年委托代建收入的确认是根据政府委托协议完成代建业务后移交政府时确认收入的,2017年未产生政府委托代建业务收入和相应投入,因此无相关收入,2018年委托代建收入系公司受湖州莫干山高新集团有限公司(以下简

称“高新集团”)委托,代建德清县智能生态城城市客厅项目按完工进度确认收入。

根据《德清县智能生态城城市客厅项目代建协议书》,高新集团作为项目业主将该项目委托给公司子公司德清县城市投资开发有限公司建设,建设完工后由高新集团负责收购。高新集团具体负责项目资金的筹措、代建投资的偿还、项目的检查和监督等工作;公司全权负责项目的投资建设等工作。代建投资所形成的回购总额,为代建项目投入成本及其加成5%,回购款在2018年底前支付1.50亿元,剩余部分于项目验收合格一年内一次性支付。该项目位于乾元镇高铁站南侧车管所西侧,建设内容为对原交警队、原消防大队大楼改建,包括室内装修,外立面幕墙,室外园林绿化等,建设期2018-2019年,用地为66亩,总建筑面积24188平方米,总投资1.90亿元。

公司委托代建业务所确认的收入已全部回款,2016年和2018年,该业务毛利率分别为3.85%和4.63%,毛利率有所增长,主要系受高新集团委托的项目加成比例较高所致。

截至2018年底,公司在建的委托代建项目为德清县智能生态城城市客厅项目和德清新高中项目,总投资7.50亿元,已投资1.80亿元;拟建项目为规划五号路、下仁公路德清大道至舞阳街东段改建项目、莫舞路南延项目,总投资2.45亿元,上述项目未来投资规模较小,该业务持续性有待关注。

(2) 土地开发及基础设施建设业务

受土地出让价格影响，公司土地整理业务收入和毛利率均大幅下降，公司账面土地面积较大；公司基础设施项目投资规模很大，存在较大融资压力。由于土地出让受市场和政府土地出让规划影响较大，未来土地出让存在不确定性，联合资信将密切关注公司土地整理及基础设施建设业务在建、拟建项目建设情况、土地出让及出让金返还情况。

2017年开始，公司土地一级开发及基础设施建设支出主要依靠区域内土地的土地出让金返还进行平衡。公司已与德清县人民政府和德清县国土资源局签订了合作开发土地协议。根据德清县人民政府出具的《关于委托德清县恒达建设发展有限公司负责武康城东新区区域内一级土地开发工作的通知》（德政函〔2013〕120号）以及《关于委托德清县建设开发有限公司负责康乾新区区域内一级土地开发工作的通知》（德政函〔2014〕160号），公司本部及子公司德清建开负责武康城东新区和康乾新区区域内的土地一级开发工作，包括农用地转用、征用、拆迁补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施建设等工作，土地开发过程中需要建设安置房用于拆迁安置的由公司一并按照相关规定进行建设，拆迁工作所需的资金由公司负责筹措并承担资金使用费。土地一级开发工作完成后，公司根据德清县国土资源局土地出让计划将土地交由德清县国土资源局走招拍挂程序进行土地出让。土地出让后出让金上缴德清县财政局，在扣除相关契税、规费以及德清县人民政府和德清县国土资源局的工作经费，剩余部分均归公司所有。土地出让金返还一般在德清县人民政府收到全部地价款后7日之内划入公司专用账户。公司将返还的土地出让金确认为土地开发收入，对应出让地块的开发成

本结转为土地开发成本。

上述政府文件和协议约定公司在德清县武康城东新区和康乾新区区域内的土地整理项目、基础设施建设项目的支出完全靠区域内土地出让形成的出让金返还进行平衡，上述区域内具体基础设施建设项目及土地一级开发项目的投资支出并未明确约定具体土地地块的出让金返还以进行项目平衡，属于框架性的安排。

公司土地开发业务中土地平整费用和工程建设等支出均记入“存货”科目，一般在实际收到土地出让金返还后才相应确认土地开发收入。2017年，公司整理并出让土地78.79亩，全部为商业用地，共确认收入3.30亿元。2018年，公司整理并出让土地96.87亩，共确认收入1.50亿元，同比大幅下降，主要系当年安置小区土地出让价格低所致；受此影响，该业务毛利率也大幅下降，2017年和2018年分别为59.78%和20.77%。

截至2018年底，公司已整理完成但尚未出让的土地合计1500亩，目前公司德清县武康旧城区棚户区改造项目（金鹅山区块）和德清县城东棚户区改造项目（一期）工程项目完工后能产生规模约1000亩的土地。2019-2021年公司计划每年出让土地200亩，预计每年出让金返还为10亿元。由于土地出让受市场和政府土地出让规划影响较大，未来武康城东新区和康乾新区区域内的土地出让存在不确定性，联合资信将密切关注公司土地整理及基础设施建设业务在建、拟建项目建设情况、未来土地出让及出让金返还情况。

目前公司土地整理及基础设施建设业务项目主要情况见表6。截至2018年底，公司主要在建及拟建项目总投资额为85.75亿元，已投资额为43.00亿元，公司未来工程建设支出规模很大，公司面临较大的融资压力。

表6 截至2018年底公司土地整理及基础设施建设业务在建及拟建项目明细（单位：万元）

德清县武康城东新区区域项目名称	总投资额	资金来源	已投资额	2019年投资计划	2020年投资计划
德清县武康城东新区千亩港景观河道工程项目	11688.80	自筹	5871.50	0	--
德清县依山路道路工程项目	3950.00	自筹	2419.65	0	--

德清县环狮子山道路工程项目	12000.00	自筹	6614.75	0	--
德清县城东邻里中心区域工程项目	12200.00	自筹	3831.49	6200.00	2000.00
德清县千亩港景观连通工程项目	580.00	自筹	90.88	0	--
高速交警湖州支队德清二大队业务技术用房项目	2990.00	自筹	3396.68	0	--
德清县舞阳街东延（虎山路-下仁公路段）工程项目	27080.00	自筹	9349.09	5000.00	10000.00
德清县余英溪绿道二期建设工程项目	2411.80	自筹	816.57	0	--
历史人文景观线工程	6515.00	自筹	2844.46	0	--
钢琴音画景观线工程	4298.00	自筹	815.79	0	--
小计	83713.60	--	36050.86	11200.00	12000.00
德清县康乾新区区域项目名称	总投资额	资金来源	已投资额	2019年投资计划	2020年投资计划
德清县长虹街东延工程项目	50602.00	自筹	30950.87	15000.00	4000.00
德清县莫舞路工程项目	18850.00	自筹	8403.39	1500.00	6000.00
德清县城东棚户区改造项目（一期）工程项目	169488.90	自筹	80662.00	34500.00	50000.00
浙江工业大学德清校区建设工程项目	282886.00	自筹	126580.11	112886.00	40000.00
虎山路	10500.00	自筹	159.22	4000.00	4000.00
秋山规划三路	1500.00	自筹	26.01	935.00	0.00
德清县武康旧城区棚户区改造项目（金鹅山区块）	240000.00	自筹	147132.51	49780.00	43000.00
小计	773826.90	--	393914.11	218601.00	147000.00
合计	857540.50	--	429964.97	229801.00	159000.00

资料来源：公司提供

（3）工程施工及绿化养护业务

近年来，公司工程施工及绿化养护业务收入持续增长，为公司收入提供一定补充，但毛利率大幅下降。

公司工程施工及绿化养护业务主要由子公司德清县德城园林绿化工程服务有限公司（以下简称“德城绿化”）和子公司德清县市政工程有限公司（以下简称“德清市政”）负责。德城绿化主要从事绿化工程施工、建设、管理、养护，园林绿化工程设计，市政公用工程施工，土石方工程施工，单位绿化有偿服务管理等业务。德清市政拥有市政公用工程施工总承包二级和建筑工程施工总承包三级资质。德城绿化和德清市政承接的主要为市政园林项目，涵盖了德清县内部分区域整体的景观生态环保系统，主要通过委托方对单项工程签署项目工程施工或绿化养护框架协议，对预计工程总金额及包含的景观工程内容、总工期、施工金额等进行约定。

近年来，公司已完成丰桥港绿化景观工程、千秋安置小区绿化工程、千秋街道路改造项目、

行政中心停车场改造项目、群益中段修复工程、美丽县城“三纵三横”景观提升工程、英溪北路（河桥-09省道）路面改造工程等德清县内多个绿化工程项目。2016—2018年，公司工程施工及绿化养护业务分别实现收入4644.23万元、7641.59万元和8210.53万元，业务毛利率大幅下降，分别为13.47%、11.81%和3.29%，主要系采购材料的增值税普通发票增加导致成本上升所致。

截至2018年底，公司在手工程施工合同规模8150万元，在手绿化养护合同规模约为5356万元，公司工程施工及绿化养护业务未来具有一定的持续性。

（4）钢材销售业务

公司钢材销售业务收入波动较大，受市场行情影响，毛利率波动中大幅下降。

钢材销售业务由子公司资产经营公司负责，目前主要针对集团体系内项目开展，一方面对项目中所用钢材起到品质把控的作用，另一方面，与公司自身项目的施工单位开展贸易，也可以确保货款回款的风险能够控制在安全的范

围内。在定价方面，在参考钢材市场行情的基础上，根据不同项目的情况及其施工单位情况的掌握来定价。

2016—2018年，公司上游供应商前五名采购金额占比由75%左右上升至92%左右，集中度高，上游供应商主要为杭州利庆物资有限公司、德清永根钢材有限公司、杭州众贸钢铁有限公司等；公司与上游的结算方式为货到付款与预付款结合方式；2016—2018年，公司下游客户前五名销售金额占比由50%左右上升至97%左右，集中度高，下游客户主要为恒德建设有限公司、浙江中荣建设有限公司、杭州市市政工程集团有限公司等；公司与下游客户的结算方式主要为货到付款的方式。

2016—2018年，公司钢材销售业务分别实现收入1312.15万元、7069.09万元和4701.17万元，2018年同比大幅下降，主要系当年所签订合同将于2019年开始陆续实现收入所致；同期，该业务毛利率分别为31.56%、1.42%和2.68%，2017年同比大幅下降主要系受市场行情影响成本上升所致。

（5）租赁业务

公司租赁业务主要由公司本部和资产经营公司负责。该业务主要来自自有房产的租赁收入，主要分为两部分，一部分为公司与相关使用单位签订房屋租赁协议，2018年租金含税收入为4128万元，同比大幅增长，主要系可供租赁资产随政府划拨增加所致；另外一部分为公司自有的其他房产委托资产经营公司通过对外公开招投标的方式进行房产出租。

3. 未来发展

2019年12月，德清建发将其持有的德清县水务有限公司（以下简称“德清水务”）100%股权划入公司，公司合并范围新增水费、污水处理、安装等业务。德清水务主要经营范围为集中式供水生产和供应、水道安装、水管配件经销、污水处理。除德清县西部山区莫干集镇部分因地势原因无法实现供水，其他地区

已全部覆盖，德清水务市场占有率达到99%。德清水务拥有三个水厂，2018年最高日供水量为21万立方米。截至2018年底，德清水务资产总额14.18亿元，2018年实现收入1.91亿元。随着德清水务纳入公司合并范围，未来公司经营范围、资产和收入规模将有所扩大。

未来，公司将按照企业化、市场化、专业化的原则，夯实当前主业，拓展业务种类，整合资源，发挥规模效应，不断增强核心竞争力，实现长期可持续发展。第一，稳步推进当前主营业务。公司将以加快德清县新区开发为核心目标，以当前主业核心业务，以创新为核心动力，坚持公司经济效益与社会效益有机统一，进一步整合德清县基础设施建设、土地整理、工程施工及绿化养护、检验检测及测绘服务资源，陆续开展房地产业务，将公司做大做强。第二，持续优化内部管理。公司将继续按照现代企业制度的要求，切实创新内部管理机制，提高管理效能，增强发展活力，持续完善资本管理、监督和运营机制，以市场为导向构建具有竞争力的业务体系，推动资产的保值增值，不断壮大自身综合实力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015—2017年三年连审合并财务报告及2018年合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，2016年公司合并范围新增6家子公司，2017年公司合并范围减少2家子公司，2018年合并范围增加1家。截至2018年底，公司合并范围子公司共9家，公司近三年合并范围新增子公司规模较大，财务数据可比性一般。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，资产以流动资产为主，其中其他应收款和存货大幅增长且规模大，对资金占用大，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

2016—2018年，公司资产总额快速增长，年均复合增长68.55%。2018年底，公司资产总额154.02亿元，较上年底增长38.09%，其中流

动资产占89.89%。公司资产结构以流动资产为主。

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长61.40%，受资产划入及注资影响，主要科目均大幅增长。2018年底，公司流动资产138.45亿元，较上年底增长35.83%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

表7 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	5.53	10.20	21.28	19.08	19.87	12.90
应收账款	0.04	0.07	0.22	0.20	0.20	0.13
其他应收款	34.95	64.47	54.55	48.91	74.31	48.25
存货	12.58	23.21	24.25	21.74	39.94	25.93
流动资产	53.15	98.04	101.93	91.38	138.45	89.89
投资性房地产	--	--	---	--	3.75	2.43
固定资产	1.03	1.90	9.53	8.54	11.50	7.47
非流动资产	1.06	1.96	9.61	8.62	15.57	10.11
资产合计	54.21	100.00	111.54	100.00	154.02	100.00

资料来源:根据公司审计报告整理

截至2018年底,公司货币资金19.87亿元,较上年底下降6.60%,主要为银行存款。受限货币资金为6.84亿元,占货币资金比例较高。

2016—2018年,公司应收账款波动增长,年均复合增长127.99%。2018年底,公司应收账款0.20亿元,较上年底下降11.88%,其中应收恒德建设有限公司0.10亿元。

2016—2018年,公司其他应收款快速增长,年均复合增长45.64%。2018年底,公司其他应收款74.13亿元,较上年底增长35.89%,主要系应收往来款增长所致。其中应收城建总公司往来款22.06亿元、应收德清县教育发展有限责任公司往来款9.89亿元、应收德清县新农村建设有限公司往来款9.33亿元、应收德清县千秋物业管理有限公司往来款7.82亿元和应收德清县林业发展有限公司往来款7.50亿元。公司其他应收款前五名金额合计占比76.33%,集中度高,前五名往来企业均为德清县政府部门下属公司,该部分款项未计提减值准备,整

体回款风险可控。公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款342.43万元,规模较小,共计提坏账准备126.38万元

2016—2018年,公司存货快速增长,年均复合增长78.15%。2018年底,公司存货39.94亿元,较上年底增长64.70%,主要系项目投入增长使得“存货--开发成本”大幅增长。其中开发成本39.65亿元、工程施工0.17亿元,未计提跌价准备。

2016—2018年,公司非流动资产快速增长,年均复合增长282.96%。2018年底,公司非流动资产15.57亿元,较上年底增长62.01%,主要系新增投资性房地产及固定资产增长所致。

2018年,公司新增投资性房地产3.75亿元,全部为固定资产转入。

2016—2018年,公司固定资产快速增长,年均复合增长233.56%。2018年底,公司固定资产11.50亿元,较上年底增长20.72%,主要系当年购入及划入部分房屋建筑物所致。其中

房屋建筑物账面价值 10.67 亿元、其他设备 0.81 亿元。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 13.87 亿元，其中货币资金 6.84 亿元、存货 5.19 亿元、投资性房地产 1.84 亿元，受限资产占比 9.01%，受限资产规模一般。

3. 资本结构

近年来，随着德清县财政对公司的注资及资产划入，所有者权益规模快速增长；公司实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性好。

2016—2018年，公司所有者权益合计快速增长，年均复合增长44.07%，受吸收合并使得合并范围扩大以及政府注资影响，主要科目均大幅增长。2018年底，公司所有者权益合计60.52亿元，较上年底增长31.06%，主要系资本公积大幅增长所致。

2016—2018年，公司实收资本快速增长，年均复合增长73.21%。2017年底，公司实收资本15.00亿元，同比增加10.00亿元，系公司以资本公积（德清建发对公司的股权增资）转增实收资本所致。2018年底，公司实收资本15.00亿元，维持2017年底水平。

2016—2018年，公司资本公积快速增长，年均复合增长38.82%。2017年底，公司资本公积为22.78亿元，同比增长23.94%。其中资本溢价为7.33亿元，同比减少10.00亿元，系公司资本公积转增实收资本所致；其他资本公积12.45亿元，同比增加11.40亿元，主要系德清县财政局将千秋东街1号、2号和永安街358号资产划入公司增加8.46亿元以及德清县建设局划入资产给予子公司德清建开，公司按持股比例计算增加资本公积2.48亿元综合影响所致。2018年底，公司资本公积35.41亿元，较上年底增长55.46%，主要系德清县财政2018年对公司拨款及划入资产增加其他资本公积12.63亿元所致。

表8 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	5.00	17.15	15.00	32.49	15.00	24.79
资本公积	18.38	63.03	22.78	49.34	35.41	58.51
未分配利润	3.85	13.20	5.75	12.45	6.58	10.87
所有者权益合计	29.16	100.00	46.17	100.00	60.52	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

近年来，公司有息债务规模快速增长，以长期债务为主，债务负担持续加重，整体债务负担偏重。公司未来业务资金需求较大，债务负担或将进一步加重。

2016—2018年，公司负债快速增长，年均

复合增长93.19%。2018年底，公司负债93.50亿元，较上年底增长43.05%，其中流动负债占22.78%、非流动负债占77.22%，公司负债结构以非流动负债为主。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	0.76	3.03	0.85	1.30	1.11	1.19
其他应付款	3.09	12.34	5.77	8.83	4.11	4.40
一年内到期的非流动负债	0.51	2.04	3.34	5.11	15.23	16.29
流动负债	6.08	24.27	10.91	16.69	21.30	22.78
长期借款	18.77	74.93	54.27	83.03	71.01	75.95
非流动负债	18.97	75.73	54.45	83.31	72.20	77.22

负债总额	25.05	100.00	65.36	100.00	93.50	100.00
------	-------	--------	-------	--------	-------	--------

资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长87.16%。2018年底，公司流动负债21.30亿元，较上年底增长95.29%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

2018年底，公司短期借款0.38亿元，较上年底下降50.00%，全部为保证借款。

2016—2018年，公司应付账款快速增长，年均复合增长21.11%。2018年底，公司应付账款1.11亿元，较上年底增长31.13%，主要系应付工程款增长所致。

2016—2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长15.29%。2018年底，公司其他应付款4.11亿元，较上年底下降28.77%，主要系与其他单位的往来款下降所致。其中应付德清县水利建设发展有限公司1.91亿元、应付德清县教育发展有限责任公司0.50亿元。

2018年底，公司一年内到期的非流动负债15.23亿元，较上年底增长356.53%，全部为一年内到期的长期借款。

2016—2018年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长95.08%。2018年底，公司非流动负债72.20亿元，较上年底增长32.59%，主要系

长期借款大幅增长所致。

2016—2018年，公司长期借款快速增长，年均复合增长94.48%。2018年底，公司长期借款71.01亿元，较上年底增长30.85%，其中保证借款28.82亿元、质押借款10.73亿元、抵押及保证借款7.59亿元、质押及保证借款21.50亿元。

截至2018年底，公司长期应付款0.19亿元，较上年底增长1.70%，全部系国开发展基金的投资款利息现值。

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务快速增长，年均复合增长104.78%。2018年底，公司全部债务86.62亿元，较上年底增长48.41%，其中短期债务占比18.02%，长期债务占比81.98%，短期债务比重有所上升；公司债务负担持续加重，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率由2016年底的46.21%、41.47%和39.17%分别上升至60.71%、58.87%和53.99%，整体债务负担偏重。截至2019年10月底，公司有息债务规模107.85亿元，未来债务期限分布情况如下，2020年公司面临一定集中兑付压力。

表10 截至2019年10月底公司有息债务剩余期限分布（单位：万元、%）

项目	2019年11-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年以上	合计
到期金额	57457.00	277256.88	151923.67	125751.75	69233.92	106556.52	290340.00	1078519.74
占比	5.33	25.71	14.09	11.66	6.42	9.88	26.92	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续下降，营业利润率大幅波动，期间费用控制能力持续减弱，利润对政府补助依赖程度较高，整体盈利能力尚可。

2016—2018年，公司营业收入持续下降，年均复合下降5.92%。2018年，公司营业收入4.88亿元，较上年底下降1.72%，主要系土地整理业务收入大幅下滑所致。同期，2016—2018年，公司营业成本波动中有所下降，年均复合下降10.48%；公司营业利润率分别为5.97%、

43.70%和13.87%，2017年营业利润率很高主要系当年土地整理业务毛利率很高。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用快速增长，分别为0.12亿元、0.16亿元和0.49亿元，主要系新增租赁资产折旧导致管理费用增长所致；公司期间费用占营业收入的比重分别为2.20%、3.28%和10.08%，期间费用控制能力持续减弱。

2016—2018年，公司利润总额持续下降，分别为2.21亿元、2.17亿元和0.99亿元；公司营业外收入及其他收益中的政府补贴分别为

2.00 亿元、0.17 亿元和 0.80 亿元，公司利润总额对政府补助依赖程度整体较高。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资产收益率及净资产收益率均持续下降，由 2016 年的 4.31%和 7.36%下降至 0.66%和 1.56%，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

近年来，公司业务收现质量较好，随着公司业务建设支出的增长以及往来款净流出规模的加大，经营活动现金流净流出规模大幅扩大；投资活动现金流规模较小；对外融资规模大幅增长，筹资活动现金流净流入规模大幅增长。考虑到公司未来工程建设支出规模大，公司将面临较大的融资压力。

经营活动方面，2016—2018年，公司经营现金流入略有波动，分别为18.28亿元、16.90亿元和17.95亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金。2018年，公司销售商品，提供劳务收到的现金为5.21亿元，同比增长7.79%；收到其他与经营活动有关的现金为12.59亿元，同比增长4.36%，主要为往来款。2016—2018年，公司经营现金流出持续增长，分别为30.18亿元，37.71亿元和50.33亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金。2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为18.34亿元，同比增长36.62%，主要为项目建设支出；支付其他与经营活动有关的现金31.74亿元，同比增长31.87%，主要为往来款。随着公司业务建设支出增长及往来款净流出规模加大，公司经营现金净流出规模持续增长，分别为11.90亿元、20.80亿元和32.38亿元。

2016—2018年，公司现金收入比分别为102.79%、97.49%和106.93%，公司业务收现质量较好。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入及流出规模相对较小。2017年公司投资活动现金流入3.00亿元，全为收到其他

与投资活动有关的现金，系子公司德清建开收到的财政拨款（公司按持股比例82.51%计算计入资本公积2.48亿元）。2018年公司投资活动现金流出5.30亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为3.80亿元，投资支付的现金为1.50亿元（主要为公司对外的委托贷款）。2016—2018年，公司投资活动现金流净额有所波动，分别为-0.04亿元、2.95亿元和-5.30亿元。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入大幅增长，分别为22.32亿元、35.29亿元和49.98亿元。2018年，公司取得借款收到的现金为37.83亿元，同比增长9.94%；公司收到其他与筹资活动有关的现金为12.15亿元，较2017年的0.88亿元大幅增长，主要系收到财政局拨款增加所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流出有所波动，分别为11.51亿元、7.10亿元和12.42亿元，主要系还本付息规模变动所致。2018年，公司偿还债务支付的现金为8.57亿元，同比增长252.27%；公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为3.57亿元，同比增长61.10%。随着融资规模的大幅上升，公司筹资活动现金流净流入规模大幅增长，三年分别为10.81亿元、28.19亿元和37.56亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力很弱，但考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率波动下降，由2016年的874.16%和667.20%下降至650.06%和462.54%；公司经营净现金流持续为负，对流动负债无覆盖能力；2016—2018年，公司非受限现金类资产分别为2.68亿元、16.73亿元和13.04亿元，分别为同期短期债务的1.43倍、4.08倍和0.84倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为2.24亿元、2.21亿元和1.56亿元，其中利润总额占比分别为98.74%、98.19%

和63.26%，公司EBITDA质量有所下滑；公司全部债务/EBITDA倍数分别为9.22倍、26.41倍和55.55倍，EBITDA对全部债务的保障能力很弱。总体看，公司长期偿债能力很弱。

对外担保方面，截至2019年9月底，公司对外担保金额1.40亿元，占2018年底净资产比重2.31%，担保比例较低，被担保方均为德清县国有企业，公司或有负债风险较小。

截至2019年9月底，公司合并口径获得银行授信额度107.02亿元，未使用额度15.60亿元，间接融资渠道有待拓宽。

考虑到公司持续获得有力的外部支持，且间接融资渠道较为通畅，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额60.59亿元，较上年底增长42.97%。其中流动资产占42.05%、非流动资产占57.95%。母公司资产总额占合并报表资产总额的39.34%，占比较低。

截至2018年底，母公司所有者权益合计46.51亿元，较上年底增长20.48%。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的76.85%，占比较高。

截至2018年底，母公司负债合计14.08亿元，较上年底增长272.84%。其中流动负债占35.35%、非流动负债占64.65%，母公司非流动负债占比2017年明显上升。母公司负债占合并报表负债的15.06%，占比低。

2018年，母公司实现营业收入1.88亿元，同比下降43.13%，占合并报表营业收入的38.50%，占比较低；母公司利润总额为0.91亿元，同比下降53.72%，占合并报表利润总额的92.02%，占比高。

九、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

若本期公司债券发行金额为7.60亿元，相当于2018年底公司全部债务的8.77%、长期债务

的10.70%，本期公司债券的发行对公司现有债务水平有一定影响。

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60.71%、58.87%和53.99%，以此财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，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将分别上升至62.55%、60.89%和56.50%。

2. 本期公司债券偿还能力分析

若本期公司债券发行金额为7.60亿元，2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为18.28亿元、16.90亿元和17.95亿元，分别为本期公司债券的2.41倍、2.22倍和2.36倍，分别为本期公司债券分期偿付本金的12.03倍、11.12倍和11.81倍；公司经营活动现金流量净额对本期公司债券不具备保障能力；公司EBITDA分别为2.24亿元、2.21亿元和1.56亿元，分别为本期公司债券的0.29倍、0.29倍和0.21倍，分别为本期公司债券分期偿付本金的1.47倍、1.45倍和1.03倍。公司经营活动现金流入量对本期公司债券分期偿付本金的额覆盖能力强，EBITDA对本期公司债券分期偿付本金的保障能力一般。

3. 募投项目偿债能力分析

本期公司债券偿债资金主要来源于募投项目运营期内的收入和公司日常经营性收入。

根据浙江建友工程咨询有限公司出具的可研报告，募投项目收入主要来自住宅出售、停车位出售、商业用房出售、广告出租收入和储藏室出售。销售数据根据德清县当地安置房往年安置情况平均测算，安置房价格根据德清县相关规定，按6200元/平方米计算，超面积住宅、停车位、广告收入价格根据项目所在地周边住宅价格测算。住宅销售方面，募投项目可出售住宅共1434户，合计145027.16平方米。其中安置房面积为108775平方米。超面积住宅面积为36252.16平方米，超面积住宅出售

单价按照 12000 元/平方米计算，住宅全部出售预计可实现收入 110943.09 万元。停车位出售方面，募投项目可出售停车位共 1434 个。其中地上车位 140 个，按 5 万元/个价格出售；地下停车位 1294 个，按 10 万元/个价格出售；停车位全部销售预计可实现收入 13640 万元。商业用房出售方面，募投项目建设完工后可拥有商业面积 13985 平方米，按照 16500 元/平方米价格计算，商业用房全部销售预计可实现收入 23075.25 万元。广告出租方面，募投项目停车场设施拟在出入库、车行道两侧、LED 显示屏、通道两侧等位置设置广告位，预计首年广告收入约 400 万元，在项目运营期内预计可实现广

告出租收入 2800.00 万元。储藏室出售方面，募投项目储藏室合计 14988 平方米，出售单价按照 4000 元/平方米计算，储藏室全部出售预计可实现收入 5995.20 万元。

公司已于 2019 年成功发行“19 德清 01”，将于 2026 年到期，对应建设期后两年和运营期前五年。假定本期公司债券于 2020 年发行，将于 2027 年到期，本期公司债券存续期正对应募投项目建设期最后一年和运营期前六年。在本期公司债券存续期内募投项目的营业收入和净现金流量对本期公司债券和两期公司债券募集资金中用于募投项目建设部分的覆盖能力测算见下表。

表10 募投项目预测现金流对本期公司债券和两期公司债券本息覆盖情况（单位：万元、倍）

序号	项目	建设期	运营期						合计
		第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	
1	现金流入	--	82773.94	44360.54	23448.04	4671.05	400.00	400.00	156053.57
2	现金流出	45851.52	7532.43	4038.63	2137.50	430.8	44.24	44.24	60079.36
3	净现金流量	-45851.52	75241.51	40321.91	21310.54	4240.25	355.76	353.54	95971.99
4	累计净现金流量	-137554.57	-62313.05	-21991.14	-680.60	3559.65	3915.41	4268.95	--
5	19 德清 01 用于募投项目部分	--	8640.00	8640.00	8640.00	8640.00	8640.00		43200.00
6	本期公司债券用于募投项目部分	--	--	9360.00	9360.00	9360.00	9360.00	9360.00	46800.00
7	两期公司债券用于募投项目部分	--	8640.00	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	9360.00	90000.00
8	现金流入对本期公司债券待偿还本息覆盖倍数	--	--	4.74	2.51	0.50	0.04	0.04	3.33
9	现金流入对两期公司债券待偿还本息覆盖倍数	--	9.58	2.46	1.30	0.26	0.02	0.04	1.73

资料来源：联合资信根据《德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目可行性研究报告》整理

本期公司债券存续期内，公司募投项目现金流入总额对本期公司债券募集资金中用于募投项目建设部分（4.68 亿元）的保障倍数为 3.33 倍，募投项目建设期内本期公司债券付息主要依赖公司自有资金，募投项目运营期前三年能够产生大量住宅销售收入和商业用房出售收入，现金流入均能覆盖本期公司债券募集资金中用于募投项目建设部分（9360 万元）；从第 7 年开始，募投项目不再产生住宅销售收入，当期现金流入对当期用于募投项目建设部分（9360 万元）不能覆盖，需依靠前期现金流入和公司

自有资金来偿付本期公司债券本息。募投项目现金流入总额对两期公司债券募集资金中用于募投项目建设部分（9.00 亿元）的保障倍数为 1.73 倍，募投项目运营期前三年现金流入依然能覆盖两期公司债券募集资金中用于募投项目建设部分（1.80 亿元）。

募投项目对外销售和出租受经济环境和房地产市场影响较大，未来租售收入的规模和取得时点存在不确定性，考虑到募投项目能否如期完工以及实际租售情况的不确定性，募投项目运营期内公司可能需要自有资金偿付本期公

司债券本息。

总体看，本期公司债券发行规模较大，对公司债务负担有一定影响，但分期还款的安排有效降低了公司集中偿付压力；募投项目建设期内公司需要自有资金偿付本期公司债券本息，募投项目运营期内公司可能需要自有资金偿付本期公司债券本息；公司 EBITDA 对本期公司债券分期偿还本金的覆盖能力一般，经营活动现金流量对本期公司债券分期偿还本金的覆盖能力强；考虑到股东对公司的支持力度，本期公司债券到期不能偿付的风险很低。

十、担保方

本期公司债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期公司债券存续期间和到期之日起两年内，如公司不能兑付本金和利息，则兴农担保应主动承担担保责任。

兴农担保是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“重庆水务”）共同发起设立，是全国第一家专司农村“三权”抵押融资的重庆市属国有重点企业。兴农担保于2011年8月31日在重庆市工商行政管理局登记注册，注册资本30亿元，由全体股东分三期缴纳。2018年8月，重庆渝富将持有的股权划给重庆渝富母公司重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股集团”）截至2018年底，兴农担保注册资本为30亿元，实收资本29.50亿元，其中渝富控股集团持股比例为60%、重庆城建持股比例为20%、重庆水务持股比例为20%。以上三家股东均为重庆市国资委旗下的全资子公司，兴农担保实际控制人为重庆市国资委。

截至2018年底，兴农担保资产总额229.63亿元，其中货币资金39.60亿元；负债总额131.22亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担

保责任准备金合计17.38亿元；股东权益98.42亿元，其中少数股东权益42.15亿元；担保责任余额555.80亿元。2018年，兴农担保实现营业收入7.43亿元，净利润2.16亿元。

2019年9月，兴农担保完成增资扩股，其中股东重庆渝富和重庆城建分别向兴农担保以货币资金增资13.80亿元和9.20亿元，合计货币出资23.00亿元，其中22.20亿元计入实收资本，另外通过未分配利润转增股本的方式增资0.50亿元，实收资本由29.50亿元增至52.20亿元，资本实力得到大幅提升，担保代偿能力得以增强。

根据《联合资信评估有限公司关于调升重庆兴农融资担保集团有限公司主体长期信用等级的公告》（联合〔2019〕234号），评定兴农担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。该信用等级反映了兴农担保担保能力极强，违约风险极小。

兴农担保为本期公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期公司债券的安全性，为本期公司债券的还本付息提供了有力的保障。

十一、结论

近年来，德清县经济稳步发展，公司作为德清县重要的基础设施建设主体之一，有良好的外部发展环境。公司近年业务收入持续下降，收入构成有所变化，主要来自委托代建业务和土地开发业务。随着德清水务纳入公司合并范围，公司经营范围、资产和收入规模将有所扩大。

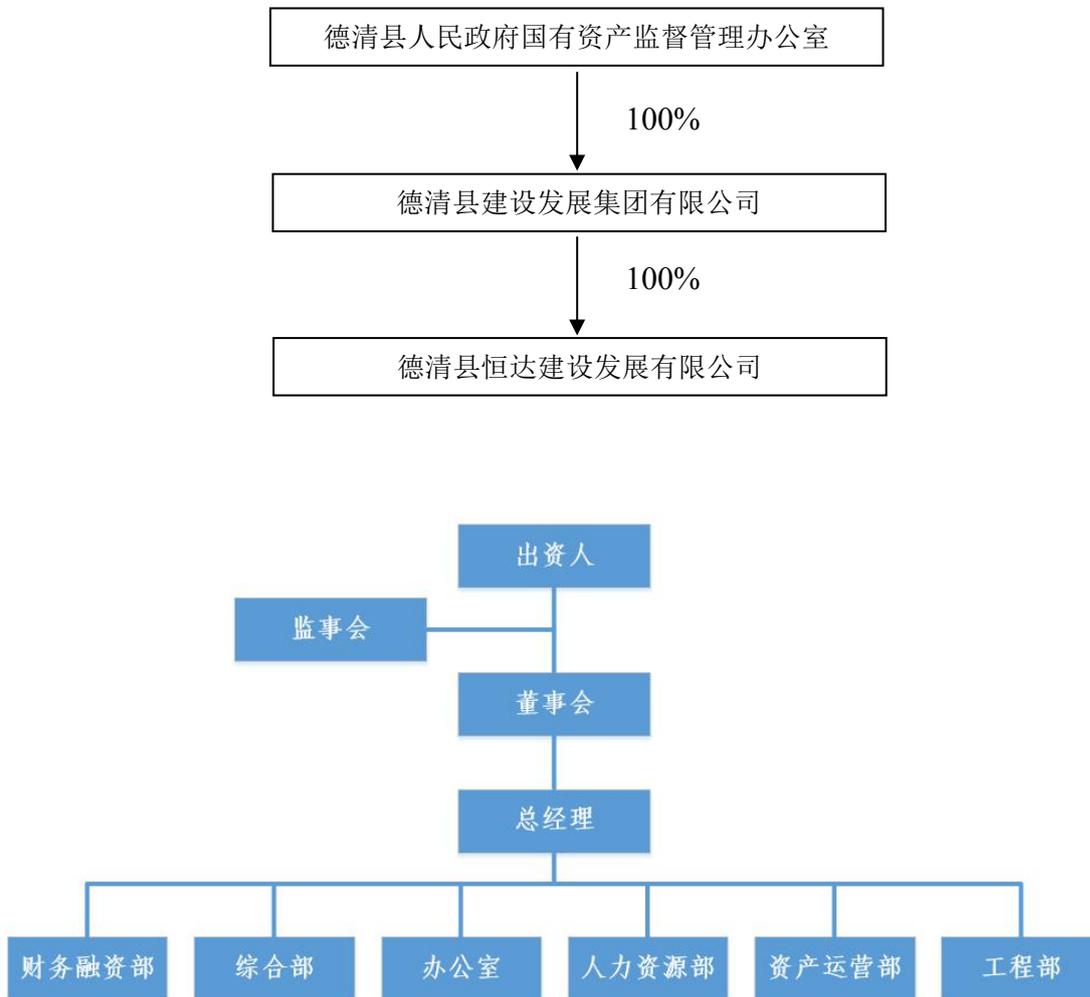
近年来，公司资产规模快速增长，资产以流动资产为主，其中存货和其他应收款快去增长且规模大，对资金占用大，资产流动性偏弱，整体资产质量一般；受政府注资和资产划入影响，公司所有者权益快速增长，权益结构稳定；公司有息债务快速增长，以长期债务为主，债务负担持续加重，整体债务负担偏重。由于未

来项目资金需求大，公司债务规模预计会进一步加重。公司利润对财政补贴依赖程度较高。

本期公司债券发行金额较大，对公司现有债务规模具有一定影响，但分期偿付本金的安排有效降低了公司集中偿付压力；募投项目运营产生的收益可为本期公司债券本息的偿还提供一定的保障。兴农担保为本期公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，兴农担保担保实力极强，显著提升了本期公司债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用状况、担保方主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司全称	子公司类型	注册资本 (万元)	所属行业	持股比例 (%)	
					直接	间接
1	德清县建设开发有限公司	控股子公司	60600.00	租赁和商务服务业	82.51	--
2	德清县建安建设工程检测有限公司	全资子公司	500.00	科学研究和技术服务业	100.00	--
3	德清县德城园林绿化工程服务有限公司	全资子公司	15000.00	水利、环境和公共设施管理业	100.00	--
4	德清县市政工程有限公司	全资子公司	9509.39	建筑业	100.00	--
5	德清县城市投资开发有限公司	全资子公司	50000.00	租赁和商务服务业	100.00	--
6	德清县众汇房地产经纪有限公司	全资子公司	10.00	房地产经纪服务	100.00	--
7	德清县春晖房地产开发有限公司	全资子公司	1180.00	房产服务	100.00	--
8	德清县城市资产经营管理有限公司	全资子公司	30000.00	资产管理、投资管理	100.00	--
9	德清县市场监督管理有限公司	全资子公司	100.00	市场监督管理市场开发建设	100.00	--

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.53	21.28	19.87
资产总额(亿元)	54.21	111.54	154.02
所有者权益(亿元)	29.16	46.17	60.52
短期债务(亿元)	1.88	4.10	15.61
长期债务(亿元)	18.77	54.27	71.01
全部债务(亿元)	20.66	58.36	86.62
营业收入(亿元)	5.51	4.96	4.88
利润总额(亿元)	2.21	2.17	0.99
EBITDA(亿元)	2.24	2.21	1.56
经营性净现金流(亿元)	-11.90	-20.80	-32.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	89.07	38.10	23.28
存货周转次数(次)	0.33	0.15	0.13
总资产周转次数(次)	0.12	0.06	0.04
现金收入比(%)	102.79	97.49	106.93
应收类款项/资产总额(%)	64.57	49.17	48.46
营业利润率(%)	5.97	43.70	13.87
总资本收益率(%)	4.31	2.06	0.66
净资产收益率(%)	7.36	4.65	1.56
长期债务资本化比率(%)	39.17	54.03	53.99
全部债务资本化比率(%)	41.47	55.83	58.87
资产负债率(%)	46.21	58.60	60.71
流动比率(%)	874.16	934.62	650.06
速动比率(%)	667.20	712.27	462.54
现金短期债务比(倍)	1.43	4.08	0.84
经营现金流动负债比(%)	-195.72	-190.77	-152.05
全部债务/EBITDA(倍)	9.22	26.41	55.55
EBITDA 利息倍数(倍)	2.35	1.01	0.43

注：2017 年财务数据为 2018 年年报期初数

附件3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2016年	2017年	2018年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.83	9.38	3.53
资产总额(亿元)	30.97	42.38	60.59
所有者权益(亿元)	27.76	38.60	46.51
短期债务(亿元)	0.88	2.35	0.62
长期债务(亿元)	1.70	0.75	7.73
全部债务(亿元)	2.58	3.10	8.35
营业收入(亿元)	4.86	3.30	1.88
利润总额(亿元)	0.39	1.96	0.91
EBITDA(亿元)	0.39	1.96	0.91
经营性净现金流(亿元)	3.65	8.11	-7.78
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	2229.05
存货周转次数(次)	3.57	0.52	0.23
总资产周转次数(次)	0.31	0.09	0.04
现金收入比(%)	100.00	100.00	101.92
营业利润率(%)	3.85	59.77	24.24
总资本收益率(%)	1.14	4.70	1.66
净资产收益率(%)	1.25	5.08	1.95
长期债务资本化比率(%)	5.77	1.91	14.25
全部债务资本化比率(%)	8.50	7.43	15.22
资产负债率(%)	10.36	8.91	23.24
流动比率(%)	1071.92	631.55	534.96
速动比率(%)	898.22	550.63	361.31
现金短期债务比(倍)	0.94	3.99	5.69
经营现金流动负债比(%)	242.15	268.09	-145.42
全部债务/EBITDA(倍)	6.57	1.58	9.20
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

注：2017年财务数据为2018年年报期初数

附件 4 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/+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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 2020年德清县恒达建设发展有限公司 公司债券（第一期）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。

德清县恒达建设发展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，并于年度报告披露之日起的两个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

德清县恒达建设发展有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对德清县恒达建设发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，德清县恒达建设发展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德清县恒达建设发展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，如发现德清县恒达建设发展有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对德清县恒达建设发展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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如德清县恒达建设发展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德清县恒达建设发展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德清县恒达建设发展有限公司联系，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。