信 用 等 级 公 告

联合[2018]525 号

安吉县城市建设投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对安吉县城市建设投资集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2018 年第一期安吉县城市建设投资集团有限公司海绵城市绿色债券进行了主动评级，确定：

安吉县城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

2018 年第一期安吉县城市建设投资集团有限公司海绵城市绿色债券信用等级为 $AA+_{pi}$

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年四月 [illegible] 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

2018年第一期安吉县城市建设投资集团有限公司海绵城市绿色债券主动评级报告

本次债券信用等级： AA^{+}_{pi}

公司主体信用等级： AA_{pi}

评级展望： 稳定

发行规模： 5 亿元

债券期限： 7 年

担保方： 重庆进出口信用担保有限公司

担保方式： 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式： 按年付息，存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

评级时间： 2018 年 4 月 9 日

主要财务数据：

发行人

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	118.43	135.93	163.58
所有者权益（亿元）	42.15	45.87	51.16
长期债务（亿元）	30.42	46.40	58.47
全部债务（亿元）	57.58	71.47	69.46
营业收入（亿元）	8.47	8.71	8.37
净利润（亿元）	1.45	1.42	1.38
EBITDA（亿元）	1.74	1.91	1.97
经营性净现金流（亿元）	-9.60	-9.02	-15.78
营业利润率（%）	7.46	8.17	8.94
净资产收益率（%）	6.88	3.22	2.85
资产负债率（%）	64.41	66.25	68.72
全部债务资本化比率（%）	56.86	58.33	63.17
流动比率（倍）	2.31	3.07	4.08
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	0.37	0.29	38.02
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.35	0.38	0.39

担保方

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	43.23	48.47	53.23
所有者权益合计（亿元）	29.49	31.92	33.58
营业收入（亿元）	7.87	5.12	5.55
净利润（亿元）	3.31	2.88	2.49
担保余额（亿元）	22.20	24.79	34.71
融资性担保余额（亿元）	217.11	243.83	254.53

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，系四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3、其他应付款中有息部分及长期应付款中有息部分计入全部债务及相关指标计算

评级观点

安吉县城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是安吉县主要的基础设施建设及国有资产运营主体。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）的评级反映了公司在经营环境、业务开展及政府支持等方面的显著优势。同时联合评级也关注到，公司目前盈利能力弱、债务负担较重以及未来资金支出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，安吉县特色产业发展势头良好，经济和公共财政收入稳步增长，有利于公司基础设施建设及经营性业务的持续发展。未来，随着公司各经营板块日趋成熟，经营规模进一步扩大，公司整体经营状况有望得以改善，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次绿色债券设立分期偿还条款，有助于缓解本次绿色债券的集中偿付压力。重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）为本次绿色债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本次绿色债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 安吉县经济和公共财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 近年来，公司在资产注入及财政补贴等方面获得政府较大支持。

3. 公司目前待出让土地和保障房规模较大，未来收入有保障。

4. 公司经营性业务范围广泛，具有较强资源优势，是公司收入来源的重要补充。

5. 本次绿色债券设置分期偿还本金条款，有助于缓解集中偿付压力。

6．重庆进出口为本次绿色债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著增强了本次绿色债券的偿付保障能力。

关注

1．公司自身盈利能力弱，债务负担较重，对政府支持依赖程度较高。

2．公司目前在建土地整理及基础设施建设、保障房及其他项目投资规模大，存在较大外部融资压力。

3．公司资产中存货和其他应收款占比大，对资金占用明显，整体资产质量一般。

4．公司对募投项目收入估计偏乐观，项目收益的实际规模和实现时间具有一定不确定性，未来存在实际情况无法达到预期的可能性。

分析师

高　鹏
电话：010-85172818
邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林
电话：010-85172818
邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由安吉县城市建设投资集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因安吉县城市建设投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与安吉县城市建设投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对安吉县城市建设投资集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

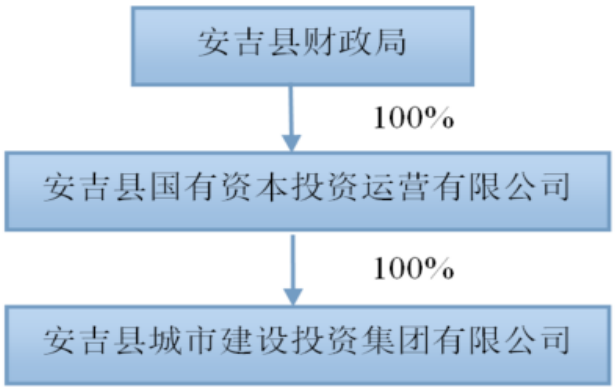
一、主体概况

安吉县城市建设投资集团有限公司（原名安吉县城市建设投资有限公司，2013 年 9 月更名，以下简称“公司”），系经安吉县人民政府安政函[2013]15 号文批准，由原股东安吉县资产经营有限公司（以下简称“安吉资产公司”）作为投资主体出资组建的（法人独资）有限责任公司。公司初始注册资本 500 万元。2013 年 5 月 17 日，经安吉县人民政府安政函[2013]25 号文批准，由原股东安吉资产公司增资 7.95 亿元，公司注册资本（实收资本）变更为 8 亿元。经安吉县人民政府安政发函[2013]9 号文和安吉县国有资产监督管理局安国资办[2013]19 号文批准，将安吉资产公司持有的安吉县城市建设发展有限公司（以下简称“安吉城建”）的全部股权、安吉城建持有的安吉广和市政公用工程建设有限公司 90%的股权、安吉舜嘉建设有限公司（以下简称“安吉舜嘉”）和安吉经典文化发展有限公司的全部股权、安吉经典文化发展有限公司持有的安吉经典置业有限公司的全部股权无偿划转给公司，公司于 2013 年 8 月 7 日办妥工商变更登记手续。根据《安吉县人民政府办公室关于安吉县资产经营有限公司要求资产重组的函》（安政办发函[2015]77 号），安吉资产公司将持有的公司 100%股权无偿划转至安吉县财政局，并于 2015 年 10 月 23 日办妥工商变更登记手续。

截至 2016 年底，公司注册资本 8.00 亿元，安吉县财政局持有公司 100%股份，为公司实际控制人。

2018 年 3 月，根据安吉县人民政府出具的函（安政办简复 2018 第 35 号），安吉县人民政府同意将公司 100%股权无偿划转给安吉县国有资本投资运营有限公司，相关工商变更登记手续正在办理中。变更完成后，公司股东将变更为安吉县国有资本投资运营有限公司，实际控制人仍为安吉县财政局。

图 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源:公司提供

公司经营范围：实业投资，绿化工程、城市道路与桥梁工程、城市基础设施建设，土地整理，房地产开发经营，物业管理。

截至 2016 年底，公司拥有 34 家全资、控股子公司。公司管理架构实行“事业部+业务单元”的模式，事业部为七部一室一办，即党政事务部、人力资源部、财务部、融资部、企划部、审计法务部、土地规划部、纪检监事室和综治办，业务单元为二十余家成员企业组成的五个集团公司，分属五大业务板块，即建设板块、文旅板块、水务板块、白茶板块和小镇板

块。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 163.58 亿元，负债合计 112.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 51.16 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.65 亿元。2016 年，公司实现营业收入 8.37 亿元，净利润（含少数股东损益）1.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.53 亿元；2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-15.78 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.30 亿元。

公司住所：安吉县递铺镇昌硕东路 682-712 号；法定代表人：周斌。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行“2018 年第一期安吉县城市建设投资集团有限公司海绵城市绿色债券”（以下简称“本次绿色债券”），额度为 5 亿元，期限为 7 年。本次绿色债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分期还本，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末，分别按照债券发行总额 20%的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付。

本次绿色债券由重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券投资项目概况

本次绿色债券募集资金总额为 5 亿元，其中募集资金 3 亿元用于安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设项目（以下简称“募投项目”），剩余 2 亿元用于补充运营资金。

募投项目概况

安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设工程位于安吉县昌硕街道内，东至天山坞、杭长高速，南抵凤凰水库、太和山，西以递铺路、齐云路为界，北至石佛路；包含四个子项目，分别为递铺港河滨公园等公园绿地海绵体改造工程、县旅游集散中心等公共建筑区海绵体改造工程、齐云路等海绵型道路及给排水管网建设工程和太和山排渠等生态排洪渠建设工程。

表 1　募投项目工程建设内容与规模（单位：平方米）

序号	项目	建设内容	工程规模
1	公园绿地海绵体改造工程	递铺港河滨公园、凤凰山公园、石马港公园的海绵体改造，包括：园路、绿道和停车场等区域透水铺装改造；下沉式绿地、植草沟、植被缓冲带、雨水湿地与雨水塘改造等	131,310
2	公共建筑区海绵体改造工程	县旅游集散中心、“两山”创客小镇的海绵体改造，包括：非机动车道、地面停车场透水铺装改造；植草沟、生物滞留设施、渗井、湿塘等改造；建筑屋顶绿化；地下雨水罐配套等	50,980
3	海绵型道路及给排水管网建设工程	齐云路等 11 条海绵体道路与给排水管网建设工程建设，总长 7,619 米，包括：非机动车道与人行道透水铺装建设；植草沟、生物滞留设施、下沉式绿地、渗井；给排水管网建设等	184,464
4	生态排洪渠建设工程	太和山排洪渠、凤凰山排洪渠与截洪沟等排洪工程及其生态堤岸建设，总长 4,800 米	18,080
合计			**384,834**

资料来源：募投项目可行性研究报告

募投项目资金来源

募投项目总投资 7.54 亿元（建设投资 7.16 亿元，建设期利息 0.38 亿元），资金来源为自有资金和债务融资，其中：拟自有资金投入 1.54 亿元，占比 20.42%；债务融资 6.00 亿元，占比 79.58%。

表 2　募投项目总投资使用计划与资金筹措表（单位：万元）

序号	项目	建设期		合计
		2017 年	2018 年	
1	总投资	52,671.38	22,700.00	75,371.38
1.1	建设投资	51,591.38	20,000.00	71,591.38
1.2	建设期利息	1,080.00	2,700.00	3,780.00
1.3	流动资金	0.00	0.00	0.00
2	资金筹措	52,671.38	22,700.00	75,371.38
2.1	项目资本金	12,671.38	2,700.00	15,371.38
2.1.1	用于建设投资	11,591.38	0.00	11,591.38
2.1.2	用于建设期利息	1,080.00	2,700.00	3,780.00
2.2	借款	40,000.00	20,000.00	60,000.00
2.2.1	用于建设投资	40,000.00	20,000.00	60,000.00
2.2.2	用于建设期利息	--	--	--
2.2.3	用于流动资金	--	--	--

资料来源：募投项目可行性研究报告
注：借款利率按照5.4%计算，借款均于每年度中旬发放，故2017年建设期利息按半年计算。

募投项目审批情况

本次绿色债券募投项目符合国家产业政策方向，已经通过了相关主管部门的审批，具体批复文件如下表所示：

表3　安吉县城东片区海绵城市建设工程项目审批表

序号	批准文件	批准文号	下发日期
1	安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设项目可行性研究报告的批复	安发经建【2016】300 号	2016 年 8 月 19 日
2	社会稳定风险评估报告	--	2016 年 9 月 30 日
3	节能评估报告审查意见	--	2016 年 8 月 24 日
4	环境影响报告审批意见	安发经建【2016】235 号	2016 年 8 月 11 日
5	选址意见书	选字第 330523201619021 号	2016 年 6 月 23 日
6	建设用地规划许可证	地字第 330523201619021 号	2016 年 8 月 26 日

资料来源：公司提供

募投项目进度情况

募投项目拟定建设期 24 个月，自 2016 年 10 月起，至 2018 年 9 月止，其中，2016 年 10 月组建工程指挥部，组织基地测量、可行性研究和规划设计等各项前期工作；2016 年 11 月启动土地征用、污染源搬迁等基础工程；2017 年 1 月全面启动海绵体道路、给排水管网、生态防洪渠等工程建设，以及公园绿地、公共建筑区海绵体改造；2018 年 9 月各分项工程全部竣工验收通过；2018 年 10 月至 2028 年 9 月，工程投入生产运营，取得合理投资收益并偿清全部贷款。

表4 募投项目工程进度计划表

开始时间	截止时间	建设安排
2016 年 10 月	2016 年 11 月	基地测量、规划设计、可研等前期准备工作
2016 年 11 月	2016 年 12 月	土地征用、污染源搬迁
2017 年 1 月	2018 年 4 月	海绵道路及给排水管网、生态排洪渠建设
2017 年 4 月	2018 年 7 月	公园绿地、公共服务区海绵体改造
2018 年 8 月	2018 年 9 月	竣工验收、工程决算

资料来源：募投项目可行性研究报告

截至 2016 年底，在工程前期准备方面，基地测量、项目可行性研究、拟建规划设计方案等工作已基本完成；在基础设施配套方面上，区块对外交通主干道杭长高速、11 省道、04 省道与内部交通均已建成使用，片区给排水、电力、电讯、有线电视等市政配套设施均同步到位；区内的土地征用与房屋拆迁等政策处理工作已部分启动，已拆迁各类房屋约 2 万平方米（拆迁签约阶段，尚无资金投入），完成海绵体道路与给排水管网等工程建设投资逾 5,000 万元。

募投项目社会效益及经济效益

安吉县城东片区海绵城市建设示范区建设项目作为安吉县生态文明先行示范区建设的重要内容，致力于海绵城市配套设施、水资源综合利用设施的建设运营，积极推动资源节约与循环利用等惠民工程。项目建成后，将有力地推动安吉县城东片区的绿色城镇化建设，加快城乡公用设施、休闲旅游设施与服务的一体化建设与共享，推动雨洪利用，促进污染就地治理与水环境功能提升，美化环境。尤其是本项目针对现有的雨天需要排水、旱日需要浇灌的化妆式园林进行的海绵体改造，不仅能避免大量灌溉带来的水资源浪费、大量农药化肥的使用带来的污染，还能更好地促进生物栖息地建设与保持生物多样性、推动水质净化并显著降低公园养护成本，实现建设具有自然积存、自然渗透、自然净化功能海绵城市的总目标。

近年来，安吉县城东片区在城市建设方面已取得长足进步，但目前在城市水安全、水环境、水资源等方面还存在着部分河道防洪排涝能力不足，供水安全保障能力、城市污水收集处理率、城市点源污染治理、水源涵养等还有待加强等问题，安吉县城东片区海绵城市建设工程可以有效解决上述问题，加快推进海绵城市建设，可以修复城市水生态、涵养水资源，增强城市防涝能力，扩大公共产品有效投资，提高新型城镇化质量，促进人与自然和谐发展。

募投项目完工后将取得因节水、节污和降低维护成本所产生的公园运营服务收入、停车场经营收入、道路两侧与公共建筑区广告位经营收入等收益，在本次绿色债券存续期内收入合计约 36,492.00 万元。

三、行业分析

公司主要负责安吉县的基础设施建设和保障房的开发，下述行业分析将围绕土地一级开发与基础设施建设进行分析。

1．土地一级开发

（1）开发模式

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济地开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机

会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

模式三：政府和法定机构协作模式，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，“一个渠道进水、一个水池蓄水、一个龙头出水”，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。政府“抓两头”，即控制土地储备计划和供应计划；“放中间”，即充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市场。

根据国土部 2010 年 9 月 10 日发文明确要求，在 2011 年 3 月底前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以招拍挂方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

总体看，目前，土地一级开发存在多种模式；未来，由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。

（2）融资模式

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

表 5　目前土地一级开发融资来源对比情况

融资方式	现状（在全部资金来源中的比重）	趋势（在全部资金来源中的比重）
财政拨款	比重很小	增长空间有限
银行贷款	比重很大	有所减小

吸收直接投资	占有一定比重	增长空间有限
发行股票	比重很小	增长空间有限
发行债券	--	增长空间较大
商业信用	占有一定比重	有所减少
基金、信托等	比重很小	增长空间很大

资料来源：联合评级整理

从上表可以看出，目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

总体看，土地一级开发资金需求量大，目前，土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过间接渠道筹集资金有望渐成趋势。

（3）竞争格局

土地一级开发市场与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产市场开始低迷，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

总体看，土地一级开发市场主要存在区域、资本实力、融资渠道等方面的竞争。

（4）行业关注

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

在土地一级开发中，拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，《国有土地上房屋征收和补偿条例》中规定，危旧房改造须有 90%以上人数同意且征收补偿额按市场评估价确定，进一步加大了拆迁成本。由于超出部分的“熟地”不能入市交易，如果政府不同意分享土地一级开发的增值收益，开发企业恐面临亏损风险。

长期占用大量资金

一般来说，对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由开发企业用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。由此，可能给开发企业造成资金占用压力。

政府违约行为的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件与政府利益紧密捆绑，对政府形成一定约束，但仍不能消除地方政府违约的风险。

政策风险

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则性，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

（5）未来发展

由企业主导的一、二级联动开发模式，逐步向政府主导的一、二级独立开发的模式转变

企业和政府在城市土地开发中追求的目标和市场行为不同。前者主要关注短期经济效益，后者则关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。因此，未来由政府主导土地储备与开发，从源头上加强对房地产市场的控制权和对土地增值收益的索取权有望成为趋势。目前，在北京、上海、杭州、广州等城市，已经开始以政府为主导，进行土地储备和有计划供应，加强政府对土地市场的调控力度。

进入土地一级开发的门槛可能大大提高

政府在对土地一级开发进行市场化运作时，为提高效率和避免风险，政府在选择土地一级开发主体时，将更加重视企业的资金保障、开发周期、开发资质、资产规模和经验等因素，使得行业门槛进一步提高。

土地一级开发项目的竞争也将趋于激烈

目前很多公司只是同当地政府签署协议，约定不再接纳其它开发商，其实并没有完全获得一级开发授权。对于资金实力雄厚的公司，可以通过土地一级开发获取稳定的投资回报，因此，未来有实力的企业会越来越多地介入土地一级开发，使得行业竞争进一步加剧。

总体看，土地一级市场开发的行业门槛会逐步抬高、竞争会进一步加剧，但资本实力相对雄厚、资质和管理经验相对完善的开发企业仍具有相对发展优势。

2．基础设施建设

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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物质基础，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，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

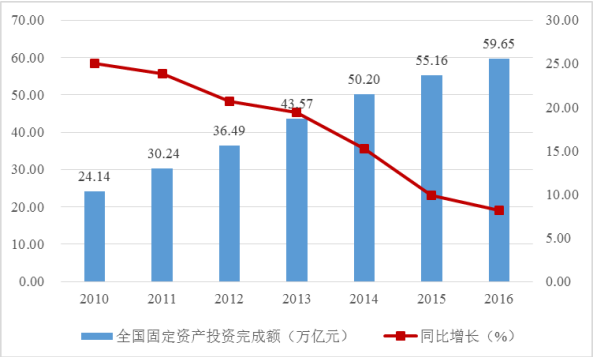
中国目前基础设施还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长，但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2015 年，全国固定资产投资完成额 55.16 万亿元，较上年增长 10.00%，较上年增速减少 5.70 个百分点，增速有所放缓。2015 年，全国新增固定资产投资完成额 38.62 万亿元，较上年增长 15.90%，较上年增速大幅下降 9.50 个百分点。具体到三次产业来看，2015 年第一产业固定资产投资完成额 1.56 万亿元，较上年增长 31.80%，增速较上年下降 2.10 个百分点；第二产业固定资产投资完成额 22.41 万亿元，较上年增长 8.00%，增速较上年下降 5.20 个百分点；第三产业固定资产投资完成额 31.19 万亿元，较上年增长 10.60%，增速较上年下降 6.20 个百分点。

2016 年，全国固定资产投资（不含农户）合计 59.65 万亿元，比上年名义增长 8.1%（扣除

价格因素实际增长 8.8%），增速较上年下降 1.9 个百分点，增速有所放缓。分产业看，2016 年第一产业固定资产投资完成额 1.88 万亿元，较上年增长 21.1%，增速较上年下降 10.7 个百分点；第二产业固定资产投资完成额 22.79 万亿元，较上年增长 3.6%，增速较上年下降 4.4 个百分点；第三产业固定资产投资完成额 34.58 万亿元，较上年增长 10.9%，增速较上年上升 0.3 个百分点。

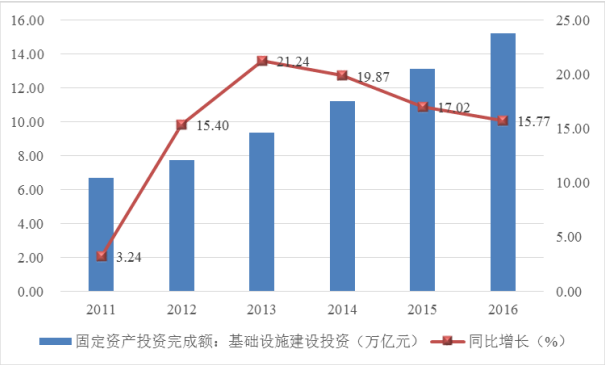
图 2　2010~2016 年全国固定资产投资完成额情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2015 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 13.13 万亿元，较上年累计增长了 17.29%，增速较上年下降 1.18 个百分点。2016 年以来，全国基础设施建设投资增速进一步下降。2016 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 15.20 万亿元，较上年累计增长 15.71%，增速较上年下降 1.58 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。

图 3　2011~2016 年全国基础设施建设投资情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9%增长到 2015 年的 56.10%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为

新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

（2）行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2014 年 9 月，在推进新型城镇化建设试点工作座谈会中，李克强总理再次重申，推进新型城镇化建设要加快基础设施建设，同时在“十三五”时期重点向中西部倾斜。

2015 年 4 月 21 日的国务院常务会议通过《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，最大亮点在于完善特许经营价格或收费机制，为 PPP 融资提供了切实可行的新举措。文件允许对特许经营项目开展预期收益质押贷款，鼓励以设立产业基金等形式入股提供项目资本金，支持项目公司成立私募基金，发行项目收益票据、资产支持票据、企业债、公司债等拓宽融资渠道。

2016 年 5 月，国土资源部印发《关于下达〈2016 年全国土地利用计划〉的通知》，明确要加强和改进土地计划管理，从今年起土地计划以土地利用总体规划为控制，实行 3 年滚动编制、分年度下达，统筹新增和流量建设用地，新增建设用地计划、城乡建设用地增减挂钩计划、工矿废弃地复垦利用计划同时下达。2016 年全国土地利用计划体现坚持区别对待、有保有压且促进区域、城乡、产业协调发展的总原则，重点倾斜交通、水利、能源等基础设施和军事建设、中小城市和特色小城镇，且发展潜力大、吸纳人口多的县城以及养老、旅游、物流、光伏等新产业新业态以及“大众创业、万众创新”发展用地和和重点镇和教育、医疗、文化和公益设施等项目。

2016 年 7 月 5 日，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》（以下简称“18 号文”）公布实施，这是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。18 号文明确了政府投资范围，“政府投资资金只投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、农业农村、生态环境保护和修复、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目，以非经营性项目为主，原则上不支持经营性项目”。此外，强调政策性、开发性金融机构要加大对城镇棚户区改造、生态环保、城乡基础设施建设、科技创新等重大项目和工程的资金支持力度。

2016 年 8 月，发改委就采用政府和社会资本合作即 PPP 模式建设的国家高速公路网新建项目批复方式的有关事项发布通知，明确政府采用投资补助方式参与的国家高速公路网新建 PPP 项目按照核准制管理。政府采用资本金注入方式参与的国家高速公路网新建 PPP 项目仍按照审批制管理，直接报批可行性研究报告，发改委将逐步完善相关监督、管理和协调机制，进一步鼓励和引导社会资本在公路交通领域投资。

2016 年 8 月，发改委发布了《国家发展改革委关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》（发改投资[2016]1744 号）（以下简称“《通知》”），《通知》提出 PPP 项目政府主管部门职责分工已经明确，并针对 PPP 项目社会资本参与度不高等问题提出了建立合理回报机制和构建多元退出机制等政策部署，推进对政府支持、价格改革、合理回报机制、退出机制等途径的探索，多重举措有利于增强 PPP 项目对社会资本的吸引力。

2017 年 2 月，深交所推进 PPP 项目资产证券化有关事项发布通知，要求各相关方切实履行尽职调查、信息披露、现金流归集、收益分配和风险防范等职责，对于符合条件的优质 PPP 项目资产证券化产品，积极其通过 ABS 方式实现市场化融资。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展，在全球经济复苏乏力以及我国经济下行压力增大的背景下，未来基础设施建设将成为拉动我国经济发展的重要动力，行业前景可期。

（3）行业关注

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业景象较大。

（4）行业发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2015 年底，中国城镇化率为 56.10%，较上年提高 1.33 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自成立以来主要从事安吉县土地整理开发、基础设施建设等业务。2015 年至今公司陆续设立新的子公司、收购水务和茶叶公司，形成 1+5 的业务格局，其中，“1”即公司本级，主要负责资产管理和投融资，“5”包括小镇产业、水务、文化旅游、工程建设和白茶产业。

2. 人员素质

公司董事长兼总裁周斌先生，本科学历，工程师，历任安吉县建设局建筑工程质量监督站副站长、站长，安吉县房地产管理处主任，安吉县天荒坪镇党委副书记、党委委员、副镇长、纪委书记，安吉县住房和城乡建设局党委委员、副局长。2017 年 1 月起任公司党委副书记、董事长兼总裁。

截至 2016 年底，公司员工合计 391 人，从文化素质来看，拥有本科及以上学历的员工占 41.43%，拥有大专学历的员工占 30.43%，高中及以下学历的员工占 28.13%；从年龄来看，30 岁以下的占 35.81%，30 岁到 50 岁的员工占 55.50%，50 岁以上员工占 8.70%。

总体看，公司高层管理人员具有多年行业经历，管理经验丰富；员工文化素质较高，年龄结构合理，能够满足公司日常经营管理需要。

3. 政府支持

作为安吉县主要城市基础设施建设以及国有资产运营主体，近年来公司在资金注入及财政补贴等方面获得地方政府较大支持，主要体现在：

资金注入

2014~2016年，根据安财办[2014]227号、安财办[2014]229号、安财办[2015]253号文件，安吉县财政局多次向公司进行资本性投入，累计拨付货币资金共计117,990.75万元。

财政补贴

2014~2016年，安吉县财政局多次向公司拨付经营性补贴款共计19,220.12万元用于支持公司基础设施建设和土地开发、旅游发展业务，计入“营业外收入”。

表 6　2014~2016 年政府支持情况（单位：万元）

类型	年份	文号	金额
资产注入	2014年	安财办[2014]227号、 安财办[2014]229号	66,978.25
	2015年	安财办[2015]253号	19,800.00
	2016年	安财办[2016]245号	31,212.50
财政补贴	2014年	安财办[2014]232号、 安财办[2014]233号、 安财办[2014]234号	13,165.84
	2015年	安财办[2015]251号、 安财办[2015]252号	13,662.12
	2016年	安财办[2016]244号、 安财办[2014]2243号、 安发经[2014]74号、安人社发[2014]99号	19,220.12
合计			**168,426.33**

资料来源：公司审计报告

债务置换

根据《浙江省财政厅关于做好第三批地方政府债券转换存量债务有关工作的通知》（浙财预【2015】27号）文件，安吉县财政局负责区域内政府债务置换工作。截至2016年底，公司已通过地方政府债券置换存量债务182,951.57万元，并计入“长期应付款”科目。

4. 区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在安吉县。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受安吉县经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

区域经济发展

安吉县地处浙江西北部，是湖州市辖县之一。面积 1,886 平方公里，2016 年底户籍人口 46.61 万人。安吉县地处长三角经济带，和上海、南京和杭州三个大城市都在三小时经济圈内，区位优势较为明显。安吉县生态环境优美宜居，森林覆盖率 70.1%，是国家首个生态县，是全国联合国人居奖唯一获得县。安吉县特色产业发展迅猛，三大特色产业“竹业、椅业和茶业”构成安吉的三张名片，在国内有一定的竞争优势。

根据《2014~2016 年安吉县国民经济和社会发展统计公报》显示，近三年安吉县经济发展整体情况较好，保持稳定发展势头。2014~2016 年安吉县分别实现地区生产总值 285.06 亿元、303.35 亿元和 324.87 亿元，年均复合增长 6.75%。从产业结构来看，安吉县经济主要依赖第二产业和第三产业，2016 年三次产业的比例为 8.2：44.4：47.4。

从安吉县的经济驱动因素来看，固定资产投资对经济的拉动作用明显，2016 年固定资产投资同比增长达 13.6%；近三年社会消费品零售总额增速放缓，但仍保持在 10%以上；进出口总额持续增长，但占生产总值的比重较小，对其贡献不大。

安吉县自然环境优美，有发展休闲旅游业的优势，近三年旅游业发展势头强劲。2013 年成功创建国家乡村旅游度假实验区，2014 年山川乡成功创建全国首个 4A 级乡域大景区。2014~2016 年全年分别接待游客 1,204.8 万人次、1,495.2 万人次和 1,928.8 万人次，实现旅游总收入 127.5 亿元、175.6 亿元和 233.2 亿元。

总体看，近年来安吉县经济发展势头良好，为公司经营发展提供了有利外部环境。

地方政府财力及债务

从财政情况来看，2014~2016年，受土地出让收入波动影响，安吉县财政收入波动较大，地方综合财力分别为120.01亿元、和74.88亿元和94.67亿元。2014~2016年，安吉县公共财政收入稳步增长，实现公共财政收入分别为29.48亿元、32.96亿元和35.85亿元，年复合增长10.28%；公共财政收入中，税收收入近三年占比均在85%以上，2016年占比88.45%，较高的税收收入占比反映出安吉县公共财政收入具有较好的稳定性。近三年，受到土地出让规模波动的影响，安吉县政府性基金收入波动较大，2014~2016年政府性基金收入分别为73.49亿元、19.21亿元和23.17亿元；政府性基金收入主要来自土地出让金，土地出让受到国家房地产市场政策以及当地房地产景气度影响较大，政府性基金收入或将出现一定波动。

表7　2014~2016年安吉县地方财政收支情况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
地方综合财力	**1,200,135**	**748,770**	**946,677**
（一）公共财政收入	294,846	329,601	358,511
其中：税收收入	275,242	297,649	317,060
非税收收入	19,604	31,952	41,451
（二）上级补助收入	164,423	219,831	356,511
其中：返还性收入	19,233	19,567	13,131
一般性转移支付收入	98,176	96,161	215,515
专项转移支付	47,014	104,103	90,829
（三）政府性基金收入	734,910	192,073	231,655
（四）预算外财政专户收入	5,956	7,265	--
财政支出	**1,202,666**	**690,748**	**571,957**
（一）公共财政支出	407,772	477,067	571,939
（二）政府性基金支出	757,887	206,792	175,400

项目	2014 年	2015 年	2016 年
（三）预算外财政专户支出	37,007	6,889	--
公共财政收入/公共财政支出	**0.72**	**0.69**	**0.60**

资料来源：安吉县财政局提供和安吉县政府工作报告
注：2016年安吉县财政局未公开预算外财政专户收入和支出。

政府债务方面，截至2016年底，安吉县政府债务余额70.18亿元，政府债务率为86.27%，债务水平适中。

总体看，随着经济的较快发展，近三年安吉县公共财政收入保持稳定增长，政府债务负担适中，但政府性基金收入波动较大，影响了地方综合财力的稳定性。

五、管理分析

1. 公司治理

公司按照《公司法》等法律法规的相关要求，建立了包括董事会、监事会和高级管理人员在内的健全有效的法人治理结构。

公司不设股东会，由安吉县财政局行使股东职权，包括决定公司的经营方针和投资计划，决定委派和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会、监事会报告等。

公司设董事会，由5名董事组成，非职工代表董事4名，由政府委派；职工代表董事1名，由公司职工代表大会民主选举产生；设董事长1名，由政府从董事会成员中指定。

公司设监事会，监事会主席1人，非职工代表3名，均由政府委派；职工代表2名，由公司职工代表大会民主选举产生。监事任期每届三年，任期届满可连选连任。

公司设总裁1名，由政府委派，主要负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，公司为国有独资公司，设立了董事会和监事会，法人治理结构基本健全。

2. 管理体制

目前公司下设财务部、融资部、土地规划部、企划部等 9 个职能部门，各职能部门分工明确。

财务管理方面，公司实行制度化、规范化的财务流程管理，根据审核无误的原始凭证编制记账凭证，并对公司资本金和负债管理、长期资产管理、收入管理、成本费用管理、利润及利润分配管理等各项科目的会计处理方法均做出了详细说明。

资金管理方面，公司本部统一筹措、调度、管理资金，部门在本部批准的资金计划范围内管理使用日常经营资金，根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，提高资金在整个公司内的使用效率。

项目管理方面，公司规范了工程立项、招标、造价、建设、验收等环节的管理制度及工作流程，明确了相关部门和岗位的职责权限，做到分工负责，对工程建设全过程进行监督，确保工程项目的质量、进度和资金安全。

对外担保方面，公司对外担保实行统一管理，未经公司董事会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保合同、协议或其他类似法律文件，明确公司对外担保应当遵循合法、审慎、互利、安全原则，严格控制担保风险。

工程建设方面，公司通过聘请监理、驻派现场管理员等方式，对项目的安全、质量和进度

等方面进行监督和管理。除现场驻派人员和第三方监理以外，公司另行派人不定期到工地巡视，外聘专业安全公司定期对公司各项目进行一次检查，确保不出现重大责任事故。公司对施工图纸进行专业化管理，对重要施工流程设置旁监人员，每月根据天气等实际因素对工程进度进行合理调整，以确保工程的质量和进度。

总体看，公司内部管理制度较为完善，能够满足公司日常经营管理需要。

六、经营分析

1．经营概况

公司是安吉县最主要的城市基础设施投资、建设及运营的主体，承揽了安吉县的主要市政基建项目，具体包括土地整理及基础设施建设、安置房及商品房销售、供水业务、房产物业租赁及管理和茶叶及农产品销售等。2014~2016 年，公司主营业务收入保持相对稳定，三年分别为 8.29 亿元、8.30 亿元和 7.93 亿元，年均复合下降 2.22%。

从收入情况来看，土地整理及市政基础设施建设收入一直是公司营业收入的主要来源，2015 年成立茶叶公司，新增茶叶及农产品销售收入；2015 年起公司承建的安置房项目陆续完工，新增较大规模安置房及商品房销售收入。2014~2016 年，公司土地整理及基础设施建设收入受政府调控影响逐年下降，三年分别为 8.05 亿元、4.67 亿元和 4.40 亿元；安置房及商品房销售收入为 2015 年新增，系公司承建的安置房项目于 2015 年陆续完工售出所确认，2015 年及 2016 年分别为 3.14 亿元和 2.20 亿元；2014~2016 年公司分别实现供水业务收入为 0.16 亿元、0.30 亿元和 0.66 亿元，保持快速增长，但整体规模较小；房产物业租赁及管理业务收入随着公司商品房及保障房的开发而产生，2015 年和 2016 年分别为 310.29 万元和 649.02 万元；茶叶及农产品销售业务亦系 2015 年新增，该板块 2015 年和 2016 年分别实现收入 109.90 万元和 4,521.99 万元。随着供水业务、茶叶及农产品销售业务逐步开展，公司市场化经营性业务收入在主营业务收入中占比有所上升。

表8　2014~2016年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理及基础设施建设	80,511.26	97.12	8.01	46,661.10	56.23	9.07	44,007.33	55.53	9.45
安置房及商品房销售	--	--	--	31,396.35	37.83	11.19	21,997.13	27.76	10.63
供水业务	1,632.17	1.97	13.45	3,023.66	3.64	14.23	6,663.30	8.41	14.83
房产物业租赁及管理	--	--	--	310.29	0.37	-200.72	649.02	0.82	-152.02
茶叶及农产品销售	--	--	--	109.91	0.13	14.49	4,521.99	5.71	27.36
其他业务	751.16	0.91	4.51	1,481.97	1.79	11.77	1,415.11	1.79	-21.94
合计	**82,894.59**	**100.00**	**8.08**	**82,983.27**	**100.00**	**9.33**	**79,253.89**	**100.00**	**9.37**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2014~2016 年，公司主营业务毛利率分别为 8.08%、9.33%和 9.37%，保持相对稳定。其中，公司土地整理业务的收入确认按成本加成模式，毛利率取决于加成比例，

2014~2016 年分别为 8.01%、9.07%和 9.45%；房产物业租赁及管理业务部分物产尚处免租期，开办费和装修费在本期摊销较多，使得该板块毛利持续倒挂；茶叶及农产品销售业务系 2015 年新增，起初推广投入较大，毛利较低，随着后续稳定运营，毛利率回升明显；其他业务板块毛利保持相对稳定。

2. 业务运营

土地整理及基础设施建设

公司的土地整理及市政基础设施建设业务主要由下属子公司安吉城建负责。安吉建发土地开发运作模式较为成熟，将政府注入公司的土地或政府委托开发的土地通过征地拆迁和基础设施建设实现“五通一平”（即：通路、通电、通讯、供水、排水和土地平整），完成土地的一级开发，将“生地”整理为“熟地”，开发前期相关补偿资金及其他配套支出由安吉建发垫付，土地整理工作完成后，安吉建发将土地交由国土局挂牌出让并回收投资。公司基础设施建设项目一般是土地整理后同区块的配套基础设施工程，项目完工后移交给安吉县新农村建设发展总公司（以下简称“新农村公司”），公司工程款由县财政局进行结算支付。

从收入确认方式来看，根据公司与安吉县人民政府签订的委托建设合同及补充协议，安吉城建土地整理项目按照成本加成的形式确认收入，2014~2015 年加成比例为 8%，2016 年及以后加成比例为 12%。公司基础设施建设项目均为土地整理地块的配套基础设施工程，单个项目工程量较小，工程款按经审核的工程成本加成管理费计算，项目竣工后移交给新农村公司，由县财政局进行结算支付。

2014~2016 年公司的土地整理及基础设施建设业务收入分别是 8.05 亿元、4.67 亿元和 4.40 亿元。2015~2016 年，安吉县土地市场低迷，公司为保证土地出让收益，减少了土地供应量，相应土地整理及基础设施建设业务收入有所下降。

此外，公司子公司安吉舜嘉、浙江安吉广和建设有限公司、浙江安吉新地园林工程有限公司和安吉广和苗木有限公司也从事部分基础设施建设业务，业务模式按市场化运作，收入按照具体项目合同来确认。2014~2016 年，公司土地整理及基础设施建设收入中包括绿化、园林及苗木收入，分别为 5,749.42 万元、2,894.54 万元和 5,702.37 万元，该业务利润空间较大，对公司当期毛利率有一定提升作用。

从款项回流和账务处理看，2014~2016 年，公司确认相关收入分别为 8.05 亿元、4.67 亿元和 4.40 亿元，到位资金分别为 4.62 亿元、5.10 亿元和 6.78 亿元。

表9 公司土地整理及基础设施建设收入构成明细（单位：万元）

业务分类	2014 年	2015 年	2016 年
土地及基础设施建设	74,761.84	43,766.56	38,304.95
绿化、园林及苗木	5,749.42	2,894.54	5,702.37
合计	80,511.26	46,661.10	44,007.32
当年到位资金（包含预收账款）	46,245.00	50,993.00	67,831.00

资料来源：公司提供
注：浙江安吉广和建设有限公司和浙江安吉新地园林工程有限公司实施；通过公开市场招投标取得工程，市场定价。

截至 2016 年底，公司在建的土地整理及基础设施建设项目主要包括灵芝区块、太湖山项目等 11 个项目（详见表 10），上述项目合计总投资金额 49.56 亿元，截至 2016 年底已完成投资 31.74 亿元，剩余约 18 亿元将在 2020 年前全部投资完毕。

表10　截至2016年底公司土地整理及基础设施建设项目（单位：万元）

项目名称	建设期间	项目类型	总投资金额	截至2016年底已投资金额
灵芝区块	2013~2019	旧城改造	120,000.00	88,467.00
太湖山项目	2015~2020	城中村改造	82,000.00	5,183.00
芝里地块(汪家庄)	2015~2020	城中村改造	57,000.00	14,931.00
城东新区(二期)	2014~2019	城中村改造	46,000.00	49,431.00
天使乐园区块	2013~2018	城中村改造	42,000.00	37,880.00
递铺港北段改造工程	2013~2016	河港整治	35,000.00	34,606.00
城东新区(红线外)	2014~2018	城中村改造	35,000.00	28,109.00
天山坞项目	2015~2018	城中村改造	29,000.00	8,179.00
余墩区块	2014~2018	旧城改造	29,000.00	31,382.00
递铺港河道整理	2013~2017	河港整治	18,000.00	18,685.00
递二社区转椅市场、特产市场	2016~2017	城中村改造	2,580.00	549.00
合计			**495,580.00**	**317,402.00**

资料来源：公司提供
注：上述土地整理及基础设施建设项目均为政府代建项目。

安置房及商品房建设销售

公司于2013年开始进行房地产开发，现阶段以回迁安置房为主。从业务模式看，公司根据安吉县政府安置房建设指导安排，按照市场化模式，通过“招拍挂”拿地后，进行安置房建设开发，销售方面，对于在安吉县区域范围内开发的保障房项目，公司与对应的回迁安置户直接签订房屋销售合同，进行定向销售；对于在安吉县区域范围外开发的保障房项目，公司与当地政府相关单位签订合同，约定保障房项目回购金额和回购方式。

截至2016年底，公司在售的房地产项目分别为紫金花园、天湖人家和禹山坞安置房项目，上述项目均为安置房项目。其中，紫金花园和禹山坞安置房项目为公司开发区域内项目，定向销售给拆迁户，紫金花园项目按照投资成本加成8%确定销售金额，禹山坞安置房按照投资成本加成12%确定销售金额；天湖人家项目位于天湖区，公司与天湖区政府签订合同，约定以3,800元/平方米进行政府回购。

截至2016年底，上述项目合计销售面积16.73万平方米，确认销售收入63,345.00万元，待售面积合计1.17万平方米。

表11　截至2016年底公司安置房销售情况（单位：平方米、万元）

项目名称	销售面积	销售收入	待售面积
紫金花园	65,365.00	30,162.00	4,635.00
天湖人家	63,119.00	18,941.00	2,881.00
禹山坞安置房	38,865.00	14,242.00	4,135.00
合计	**167,349.00**	**63,345.00**	**11,651.00**

资料来源：公司提供
注：天湖人家销售收入中包含车库及底商销售收入。

截至2016年底，公司在建或拟建的房地产项目包括天山坞、十字路等安置房项目以及玉华路绿城和孝丰云鸿塔等商品住宅项目。上述项目计划总投资金额8.26亿元，截至2016年底已完成投资3.27亿元，其中安置房项目多在2016年下旬完成，两个商品房项目预计在2018年建设完成，上述项目全部可售面积达22.10万平方米。

整体看，公司目前在建房地产项目能够为公司在未来几年里带来较为稳定的销售收入，但去化效率受房地产市场波动影响明显，同时在建房地产项目后续投资规模较大，对公司产生一定资金压力。

表12　截至2016年底公司在建或拟建的房地产项目（单位：万元、平方米）

项目名称	预计完工时间	总投资金额	截至2016年底已投资金额	预计可售面积
天山坞安置房	2016.12	10,500.00	8,990.00	44,000.00
十字路安置房	2016.12	9,000.00	5,800.00	38,000.00
后寨路安置房	2016.12	8,600.00	8,100.00	35,000.00
穆皇路安置房	2017.12	1,000.00	150.00	4,000.00
玉华路绿城项目	2018	32,500.00	9,508.00	50,000.00
孝丰云鸿塔项目	2018	21,000.00	165.00	50,000.00
合计		**82,600.00**	**32,713.00**	**221,000.00**

资料来源：公司提供

经营性业务

公司除承担了安吉县土地整理、基础设施建设以及房地产业务外，还致力于国有资产运营，并积极拓展市场化经营业务。目前，公司所产生的经营性业务收入主要来源于自来水供应、自有物业租赁和茶业销售。

（1）业务板块介绍

自来水供应

为解决安吉县自来水供应商多但村镇依旧存在供水难的问题，安吉县政府决定将县内水务工作交由公司统一管理。2014年公司股东安吉资产公司将安吉国源水务有限公司（以下简称“国源水务”）划转给公司，同时国源水务收购安吉县乐平自来水有限公司（以下简称“乐平自来水”）和安吉县孝丰自来水有限公司（以下简称“孝丰自来水”）两家自来水供应公司。2015年公司收购了安吉众源水务有限公司，并合并设立了安吉双源自来水有限公司。

2015年，随着公司持续大规模收并购，公司供水业务规模快速增长。截至2016年底，公司供水区域已覆盖凤凰、孝丰、乐平、天子湖、天荒坪等地，供水能力达到11.68万吨/天。2016年，公司总售水量达2,444万吨，供水业务实现收入6,663.30万元，分别较2015年增长60.65%和120.37%。

房产物业租赁及管理

公司目前可出租物业主要包括经典1958项目、旅游集散中心项目、九州昌硕广场项目等。经典1958项目出租面积3万多平方米，租金大约在50元/平方米/月，目前出租率已达96%；旅游集散中心可出租面积约3万平方米，南北两区已对外开业，其中北区通过国家级旅游标准化验收。九州昌硕广场出租面积7,000多平方米，租金大约在54元/平方米/月，目前已全部对外出租。2016年公司房产物业租赁及管理业务实现收入649.02万元，由于部分物业尚处于免租期，故2016年租金收入尚无法覆盖折旧和招商费用。截至2016年底，公司物业完成招商约98%，该业务经营状况有望得以好转。

茶叶销售

2015年公司成立了安吉县白茶产业发展有限公司、安吉茶产业有限公司和安吉极白白茶销售有限公司，并陆续收购了安吉县的一些茶厂，拟整合安吉白茶上下游资源，打造从种植、加工、销售、茶衍生品、茶旅游等一整条白茶产业链。据安吉新闻网的报告，2014年安吉县白茶种植面积17万亩，种植户15,000多户，茶叶加工企业350家，茶叶合作社32家，全产业链从业人

员达20万人，白茶产值20.16亿元。安吉白茶产业已经初具规模，公司作为安吉县主要的国企，有一定的资源整合优势。2015年，公司实现茶叶及农产品销售收入109.91万元，2016年公司茶叶销售业务全面展开，实现该项业务收入4,521.99万元，较上年有较大幅度的提升。未来随着资源整合的推进，预计此项业务收入会进一步增长。

总体看，公司经营性业务尚处起步阶段，对收入规模贡献度有限，同时随着各业务板块进一步开展，短期内资金投入量较大，公司将承担一定资金压力。

（2）经营性业务在建项目

公司经营性业务主要的在建项目有安吉旅游集散中心项目、农村生活污水集中处理系统示范工程和馒头山景区旅游服务建设项目。上述项目计划总投资金额 19.48 亿元，截至 2016 年底已投资 9.23 亿元，后续投资大部分将在未来三年内投资完毕。

总体看，公司未来三年经营性业务投资规模较大，进一步加重了公司的外部融资压力。

表 13　截至 2016 年底公司经营性业务主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	计划总投资金额	截至 2016 年底累计投资金额	未来投资计划		
				2017 年	2018 年	2019 年
农村生活污水集中处理系统示范工程	2014~2019	70,000.00	14,816.00	20,130.00	21,000.00	14,054.00
馒头山景区旅游服务建设项目	2012~2017	81,094.00	72,811.00	8,283.00	--	--
花卉苗木市场二期	2016~2017	23,000.00	2,200.00	18,000.00	--	--
两山创客小镇	2016~2017	5,000.00	2,000.00	2,800.00	--	--
安吉大道加油站工程	2016-2017	700.00	320.00	380.00		
极白安吉白茶产业园项目	2016-2018	15,000.00	144.00	10,000.00	4,856.00	
合计		**194,794.00**	**92,291.00**	**59,593.00**	**25,856.00**	**14,054.00**

资料来源：公司提供

3．经营关注

（1）资金平衡风险

公司土地开发业务和保障房建设工程业务资金占用量较大，项目完工结算后的资金回流效率对公司现金流影响较大。

（2）基础设施建设及土地开发整理业务存在波动

公司基础设施建设及土地开发整理业务受政府调控影响，年业务量及收入情况存在一定波动。

（3）受自身职能影响，一定时期内经济效益有限

公司作为承安吉县土地整理、基础设施建设以及保障房建设的国有企业，工程项目的发与安吉县规划和建设密切相关，承担部分社会职能对公司经营效益产生一定的影响。

4．未来发展

随着安吉县整体经济的发展，固定资产投资以及城市基础设施建设将稳定推进，将带动公司城市基础设施建设业务规模的增长。

公司将利用安吉县近年来发展势头好、速度快的较好的经济环境，加大公司结构调整和资源整合力度，同时通过以下两方面提升综合优势：一方面，公司将通过集团化、规模化和多元化的发展战略，提升自身资产规模，优化资产结构，不断充实自身的资产，实现营业收入的持续增长。围绕自身擅长的建筑领域，积极介入上下游，延伸产业链，取得相应的资质，进一步

深化和稳定投融资的结构和规模。另一方面，公司还将推进各子公司的实体化运作，提升运营资质，使公司的主营业务收入更加多元化和实体化，并加强对外投资，提高资产使用效益。

总体看，公司作为安吉县重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，未来伴随安吉县城市规划与建设的加快，公司将迎来良好的发展局面。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年三年连审合并审计报告，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述审计报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

从合并范围来看，2014~2016年公司合并范围内直接控股子公司共10家，期间新增子公司全部为新投资设立子公司，对公司财务数据影响较小。截至2016年底，公司报表合并范围内直接控股子公司10家，间接控股子公司24家。总体看，公司近年来合并范围变动较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 163.58 亿元，负债合计 112.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 51.16 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.65 亿元。2016 年，公司实现营业收入 8.37 亿元，净利润（含少数股东损益）1.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.53 亿元；2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-15.78 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.30 亿元。

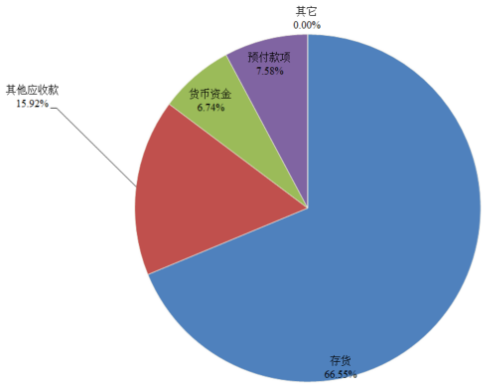
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 17.52%。截至 2016 年底，公司资产总额 163.58 亿元，较年初增长 20.34%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产和非流动资产分别占 87.22%和 12.78%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 16.29%，截至 2016 年底，公司流动资产为 142.68 亿元，较年初增长 18.70%，主要系存货增长所致。流动资产主要以货币资金（占 6.74%）、预付款项（占 7.58%）、其他应收款（占 15.92%）和存货（占 66.55%）构成，如下图所示。

图 4　截至 2016 年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动幅度较大，年均复合增长 0.44%。截至 2016 年底，货币资金 9.61 亿元，较年初增长 25.81%，主要系发行债券募集资金所致。公司货币资金主要为银行存款（占比 99.41%）。2016 年底公司货币资金中使用权受限的货币资金 4.41 亿元，全部为用于提供质押担保及保函保证金，占货币资金总额的 45.87%，受限比例较高。

公司预付款项主要是预付工程款，2014~2016年，公司预付款项波动增长，年均复合增长13.30%。截至2016年底，公司预付款10.81亿元，较年初增长42.28%；其中，账龄在1年以内的占比47.22%，1~3年的占比33.62%，3年以上的占比19.26%，账龄超过一年以上的预付款项全部为未到期结算工程款。

2014~2016年，公司其他应收款受关联方资金往来大幅增加影响，快速增长，年均复合增长率28.47%。截至2016年底，公司其他应收款账面价值22.72亿元，较年初增长26.25%。公司其他应收款前5名金额合计15.25亿元，占其他应收款余额的66.53%，集中度一般，其中安吉银润城东新区基础设施建设有限公司及浙江银润休闲旅游开发有限公司为民营企业，公司与其资金往来主要系前期垫付的安置房款、土地整理工程款等，目前上述两家单位经营情况良好。2016年公司对按账龄组合分类其他应收款计提坏账准备0.20亿元，计提比例0.88%。

表14　截至2016年底公司其他应收款前5名情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	单位性质
安吉银润城东新区基础设施建设有限公司	6.31	27.53	民营企业
浙江银润休闲旅游开发有限公司	2.79	12.19	民营企业
安吉县新农村建设发展总公司	2.46	10.72	事业单位
安吉县民生村镇建设有限公司	2.24	9.78	国有企业
安吉县财政局	1.45	6.31	政府部门
合计	**15.25**	**66.53**	**--**

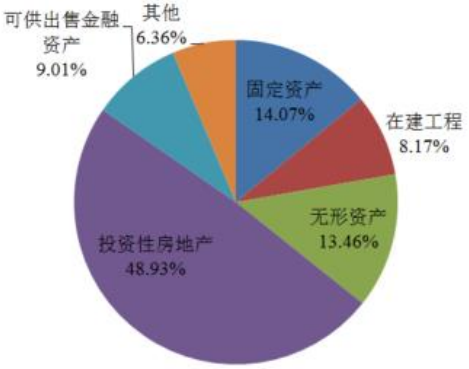
资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司存货快速增长，年均复合增长15.77%，主要系公司土地开发整理增加所致。截至2016年底，公司存货账面余额94.95亿元，较年初增长15.84%，主要系开发成本增加所致。公司存货主要以开发成本和开发用土地为主，分别占比77.64%和20.94%。其中，开发成本以保障房和回迁安置房项目为主，变现能力受政府征迁和政府回购效率影响较大；开发用土地共计21宗，其中15宗土地（账面价值14.41亿元）系2012年底以前政府注入的土地，6宗土地（账面价值5.47亿元）为公司通过招拍挂手续取得的土地，公司将根据土地市场情况对其进行出让。截至2016年底，公司存货中无减值情况，未计提存货跌价准备；用于抵押担保的存货3.38亿元，占存货账面余额3.56%。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长27.13%，主要系投资性房地产快速增长所致。截至2016年底，公司非流动资产20.90亿元，较年初增长32.83%，主要系投资性房地产增长所致。非流动资产主要由可供出售金融资产（占比9.01%）、投资性房地产（占比48.93%）、固定资产（占比14.07%）、在建工程（8.17%）和无形资产（13.46%）等构成。

图5　截至2016年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长333.82%。截至2016年底，公司可供出售金融资产1.88亿元，较年初增加1.78亿元，其中0.08亿元系公司持有安吉万信白茶产业投资合伙企业（有限合伙）5%股权，1.70亿元系持有安吉万旅特色小镇产业投资合伙企业（有限合伙）93.88%股权[1]。2016年公司分别收到上述新增两家投资合伙企业现金红利24.60万元和27.59万元。

2014~2016 年，公司投资性房地产大幅增长，年均复合增长 39.21%，主要系公司建设的商业地产建成转入投资性房地产所致。公司投资性房地产以成本模式进行后续计量，截至 2016 年底，公司投资性房地产账面原值 11.09 亿元，较年初增长 3.14 亿元，其中由在建工程转入 1.42 亿元，无形资产转入 1.72 亿元。2016 年公司投资性房地产累计折旧和摊销 0.87 亿元，账面价值 10.23 亿元，较年初增加 2.80 亿元。

2014~2016 年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长 42.82%，主要来自购置房屋及建筑物和管网资产。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 3.43 亿元，较上年底增加 0.87 亿元，其中房屋及建筑物（占 68.11%）和管网（占 19.57%）占比较高。公司固定资产累计折旧 0.49 亿元，固定资产成新率为 85.59%，成新率较高。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 2.94 亿元，同比增长 34.66%。公司固定资产中 0.87 亿元用于抵押担保，受限比例 29.59%。

2014~2016 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 32.79%。截至 2016 年底，公司在建工程 1.71 亿元，较年初增长 66.58%，主要系安吉旅游集散中心项目、安吉县花卉苗木市场遇花园项目和农村生活污水集中处理系统示范工程的资金投入所致。

2014~2016 年，公司无形资产持续下降，年均复合下降 18.58%。截至 2016 年底，公司无形资产账面原值 2.98 亿元，主要以土地使用权（占比 96.24%）为主；较年初减少 1.72 亿元，系将土地使用权转入投资性房地产所致。2016 年底，公司无形资产累计摊销 0.17 亿元，账面价值 2.81 亿元。公司无形资产中 2.16 亿元用于抵押担保，受限比例 76.86%，受限比例较高。

2014~2016 年，公司其他非流动资产变动不大，年均复合增长 0.36%。截至 2016 年底，其他非流动资产 0.87 亿元，较年初增长 0.72%。公司其他非流动资产为代管安吉县城西水厂投资。根据安吉县人民政府与深圳市水务投资有限公司签订的《安吉县水务（给水排水）TOT 项目特许经营协议》、安吉县建设局与浙江安吉水务有限公司签订《安吉县水务（给水排水）TOT 项目资产移交协议》及《安吉县水务（给水排水）TOT 项目服务协议》，公司子公司安吉县城市建设发展有限公司于 2006 年 10 月将安吉县城西水厂移交给浙江安吉水务有限公司经营。

[1] 根据公司 2016 年 11 月 28 日签订的《安吉万旅特色小镇产业投资合伙企业（有限合伙）有限合伙协议》的相关约定，公司为其有限合伙人且按照银行同期三年期贷款基准利率享有固定收益，公司对其不具有控制、共同控制或重大影响。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 18.00 亿元，占总资产的 11.00%，受限比例较低。

表 15　截至 2016 年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4.41	质押担保及保函保证金等
存货	3.38	抵押担保
投资性房地产	7.18	抵押担保
固定资产	0.87	抵押担保
无形资产	2.17	抵押担保
合计	**18.00**	--

资料来源:公司审计报告

总体看，公司资产以流动资产为主，其中存货、其他应收款和预付款项占比较大，对公司资金形成占用；公司资产中受限比例适中，公司整体资产质量一般。

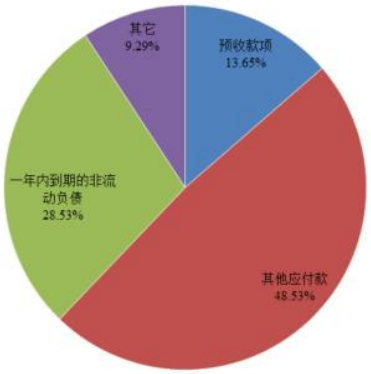
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长率21.40%。截至2016年底，公司负债总额112.41亿元，较年初增长24.82%，主要系非流动负债增长。其中流动负债和非流动负债分别占31.12%和68.88%，公司负债结构以非流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债持续下降，年均复合下降12.50%。截至2016年底，公司流动负债34.99亿元，较年初下降10.70%，主要系其他应付款下降所致。流动负债主要由预收款项（占13.65%）、其他应付款（占48.53%）和一年内到期的非流动负债（占28.53%）构成。

图6　截至2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

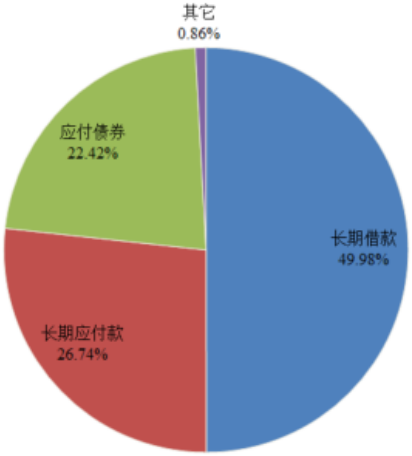
2014~2016年，公司预收款项波动下降，年均复合下降1.64%。截至2016年底，预收款项4.77亿元，较年初增长37.32%，主要系预收工程款和代建及土地整理款增加所致。2016年底，公司预收款项中工程款和代建及土地整理款分别占比29.18%和70.25%。

2014~2016年，公司其他应付款不断下降，年均复合下降12.78%，主要为关联方往来款。截至2016年底，其他应付款16.98亿元，较年初下降22.61%，全部为无息往来资金，主要系偿还与单位之间的资金往来所致。2014~2015年，公司其他应付款中包含有偿拆借资金9.16亿元和12.41亿元，纳入公司全部债务核算。

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降8.78%。截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债9.98亿元，较年初增长8.44%，由一年内到期的长期借款（9.51亿元）和长期应付款构成（0.47亿元）。

2014~2016年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长59.12%。截至2016年底，公司非流动负债77.43亿元，较年初增长52.17%，主要系应付债券和长期应付款的增长所致。2016年底公司非流动负债由长期借款（占49.98%）、应付债券（占22.42%）和长期应付款（占26.74%）构成。

图7　截至2016年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司长期借款有所波动，年均复合增长18.39%。截至2016年底，公司长期借款38.70亿元，较年初下降9.57%，以保证借款（占52.83）和抵押借款（占40.41%）为主。

2014~2016年，公司应付债券持续上升，年均复合增长368.18%。截至2016年底，公司应付债券17.36亿元，较上年底增加15.36亿元，主要系来自2016年3月和10月非公开发行的8.00亿元“16安投01”和7.50亿元“16安投02”（期限5年），以及2016年5~12月分期私募发行的1.86亿元“16安吉城投债”（期限3年）。

2014~2016年，公司长期应付款持续增长，年均复合增长220.07%。截至2016年底，公司长期应付款20.70亿元，较上年底增长273.96%，主要系来自安吉县财政局对公司进行政府债务置换。截至2016年底，公司长期应付款中政府债务置换款项18.30亿元，安吉县财政局对此政府债券负有还本付息责任。此外，截至2016年底，公司长期应付款中包括公司向安吉万信白茶产业投资基金借款1.27亿元，融资租赁款合计1.14亿元，上述融资租赁款项均为有息负债，纳入公司全部债务核算。

2014~2016年，公司全部债务持续增长，年均复合增长25.67%。近年来，公司全部债务结构变化明显，短期债务占比持续下降，长期债务占比快速上升。截至2016年底，公司全部债务87.75亿元，其中短期债务和长期债务分别占比12.53%和87.47%。

从债务指标看，2014~2016年，公司资产负债率逐年上升，分别为64.41%、66.25%和68.72%；长期债务资本化比率增幅较快，分别为40.25%、52.31%和60.00%；全部债务资本化比率持续上升，分别为56.86%、58.33%和63.17%，主要系发行债券、长期债务增长所致，公司债务负担较重。

总体看，随着业务发展，公司负债水平逐年上升，资产负债率增至较高水平；公司不断优化债务结构，长短期债务配比趋于合理。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 10.17%。截至 2016 年底，所有者权益 51.16 亿元，较年初增长 11.53%，主要是由于安吉县财政局资本性投入拨款带动资本公积大幅增长所致。归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 15.79%）、资本公积（占 72.38%）和盈余公积（占 11.83%）构成。

近年来，公司实收资本未发生变化，均为 8.00 亿元。2014~2016 年，公司资本公积分别为 31.11 亿元、33.09 亿元和 36.66 亿元。2015~2016 年，安吉财政局分别对公司子公司资本性投入拨款 1.98 亿元和 3.56 亿元，带动资本公积不断增长。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入较为稳定，年均复合下降 0.61%。2016 年公司营业收入为 8.37 亿元，同比下降 3.93%；营业成本随营业收入下降而下降，年均复合下降 2.45%，2016 年营业成本为 7.40 亿元，同比下降 3.94%。

随着公司经营规模的扩大和业务开展的需要，2014~2016 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 59.57%。由于基础设施建设所产生的利息支出大多被资本化，公司期间费用以销售费用和管理费用为主。2014~2016 年，公司期间费用分别为 0.47 亿元、0.56 亿元和 1.19 亿元，分别占营业收入比重为 5.51%、6.46%和 14.21%。近年来，公司对期间费用控制力有所下降，期间费用对公司利润形成一定侵蚀。2014~2016 年，公司营业利润分别为 2,018.65 万元、1326.64 万元和-4738.64 万元。

2014~2016 年，公司营业外收入快速增长，分别为 1.32 亿元、1.37 亿元和 1.93 亿元，主要为政府补助。受益于营业外收入的支撑，近年来公司利润总额基本保持稳定，2014~2016 年分别为 1.50 亿元、1.48 亿元和 1.43 亿元。

从盈利指标看，近年来公司资产和权益规模不断上升，但利润总额保持基本稳定，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，其中总资本收益率分别为 2.97%、1.37%和 1.12%；净资产收益率分别为 6.88%、3.22%和 2.85%。

总体看，近年来，公司营业收入保持相对稳定，期间费用增幅较大，对营业利润形成一定侵蚀，同时安吉县政府对公司补助力度逐年上升，对公司利润总额形成一定保障，公司利润对政府补助依赖程度很高，整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量不断增长，分别为 16.80 亿元、15.32 亿元和 20.02 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 5.41 亿元、5.28 亿元和 9.99 亿元，主要来自安置房销售、土地出让收入和基础设施建设回款。同时受项目投资建设进度影响，2014~2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金有所波动，分别为 17.78 亿元、10.35 亿元和 16.77 亿元。此外，公司与合作单位之间往来款主要体现在收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金，近年来往来资金流入规模保持基本稳定，往来资金流出大幅增长。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为-9.60 亿元、-9.02 亿元和-15.78 亿元，呈大幅净流出状态。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 63.83%、60.59%

和 119.36%，公司收入实现质量有所改善。

投资活动现金流方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 395.49 万元、94.08 万元和 1,633.84 万元，2016 年投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金 1,446.28 万元。近年来，公司投资活动现金流出保持较大规模，2014~2016 年分别为 9.95 亿元、3.17 亿元和 5.92 亿元。2016 年公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 3.69 亿元和投资支付的现金 2.18 亿元。2014~2016 年，公司投资活动现金流净额分别为-9.92 亿元、3.16 亿元和-5.75 亿元。

近年来，公司筹资活动现金流净额呈大幅净流出状态，2014~2016 年分别为-19.51 亿元、-12.18 亿元和-21.54 亿元，公司对筹资活动现金需求很大。近年来，公司筹资活动现金流入保持较大规模，2014~2016 年分别为 49.09 亿元、40.44 亿元和 45.43 亿元。2016 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金 22.73 亿元、发行债券收到的现金 17.36 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 4.99 亿元。近年来，公司筹资活动现金流出保持基本稳定，分别为 24.22 亿元、30.04 亿元和 23.59 亿元。同时，公司筹资活动现金流净额波动中有所下降，2014~2016 年分别为 24.87 亿元、10.41 亿元和 21.83 亿元。

总体看，公司现阶段正处业务扩张期，经营活动和投资活动现金支出规模很大，公司对外部融资依赖性较强。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均快速增长，其中流动比率分别为 2.31 倍、3.07 倍和 4.08 倍，速动比率分别为 0.76 倍、0.98 倍和 1.36 倍。同期，公司现金类资产分别为 9.53 亿元、7.68 亿元和 9.63 亿元，分别为公司短期债务的 0.35 倍、0.55 倍和 0.88 倍。总体看，公司短期支付压力较大，短期偿债能力适中。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 有所波动，三年分别为 1.74 亿元、1.93 亿元和 1.73 亿元。2016 年，EBITDA 主要由利润总额（占比 72.80%）、折旧（占比 15.19%）和摊销（占比 11.36%）所构成。2014~2016 年，EBITDA 利息倍数分别为 0.37 倍、0.29 倍和 38.02 倍；EBITDA 全部债务比分别是 0.03 倍、0.03 倍和 0.02 倍，公司长期偿债能力较弱。总体看，公司整体偿债能力适中；未来偿债资金依赖于政府支持和经营性业务收入增长。

截至2016年底，公司已获得各商业银行授信额度65.05亿元，已使用的授信额度46.58亿元，未使用额度18.47亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2016 年底，公司对外担保余额 13.84 亿元，担保比率 27.06%。担保对象主要为区域内国有市政建设类公司和旅游公司，目前被担保单位经营状态良好，公司或有负债风险一般。

表16　截至2016年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	余额	期限
安吉旅游发展总公司	3,120.00	2015.8-2018.8
安吉县大竹海旅游有限公司	8,550.00	2016.8-2019.8
安吉县大竹海旅游有限公司	8,270.00	2015.7-2020.6
安吉县新农村建设发展总公司	30,000.00	2016.8-2024.8
安吉县新农村建设发展总公司	20,000.00	2016.12-2024.8
安吉县新农村建设发展总公司	20,500.00	2013.1-2023.1
安吉美丽乡村建设发展总公司	12,000.00	2012.12-2017.12
安吉县民生村镇建设有限公司	1,000.00	2016.12-2021.12

被担保单位	余额	期限
浙江天昊建设发展有限公司	20,000.00	2016.1-2021.1
浙江天昊建设发展有限公司	15,000.00	2016.2-2020.2
合 计	**138,440.00**	--

资料来源：公司提供

根据中国人民银行出具的企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1033052300155220V），截至 2017 年 10 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良类信贷信息记录，公司过往债务履约情况较好。（未包括子公司信用信息）

总体看，公司债务结构以长期债务为主，对长期偿债能力较弱；现金类资产对短期债务的覆盖比率适中，流动资产对流动负债的覆盖较好，短期偿债能力适中，公司整体偿债能力尚可 。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

截至 2016 年底，公司全部债务 87.75 亿元，长期债务 76.76 亿元，本次绿色债券拟发行额度为 5 亿元，占 2016 年底公司全部债务的 5.70%，占长期债务的 6.51%，本次绿色债券的发行对公司现有债务规模和债务结构产生一定影响。

截至 2016 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 68.72%、63.17%和 60.00%，以公司 2016 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次绿色债券发行后，上述指标将分别上升至 69.65%、64.45%和 61.51%。本次绿色债券发行后，公司债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2016 年的财务数据末基础，2016 年公司 EBITDA 为 1.97 亿元，为本次公司债券拟发行额度（5.00 亿元）的 0.39 倍，EBITDA 对本次公司债券覆盖程较高。公司 2016 年经营活动产生的现金流入 20.02 亿元，为本期公司债券拟发行额度（5.00 亿元）的 4.00 倍，经营活动现金流入对本次债券覆盖程度较好。

本次绿色债券设置分期还款安排，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末，分别按照债券发行总额 20%的比例偿还本金。根据分期还款安排，本次绿色债券发行后第 3~7 个计息年度末，每年需偿还债券本金 1.00 亿元。以 2016 年财务数据为依据，公司经营活动现金流入 20.02 亿元，为分期偿还本金额度的 20 倍，覆盖能力强；经营活动现金流量净额-15.78 亿元，对分期还本额度不具备覆盖能力；EBITDA 为 1.97 亿元，为分期偿还本金额度的 1.97 倍，覆盖能力较强。

九、综合评价

近年来，安吉县特色产业发展良好，经济实力和财政收入稳步增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

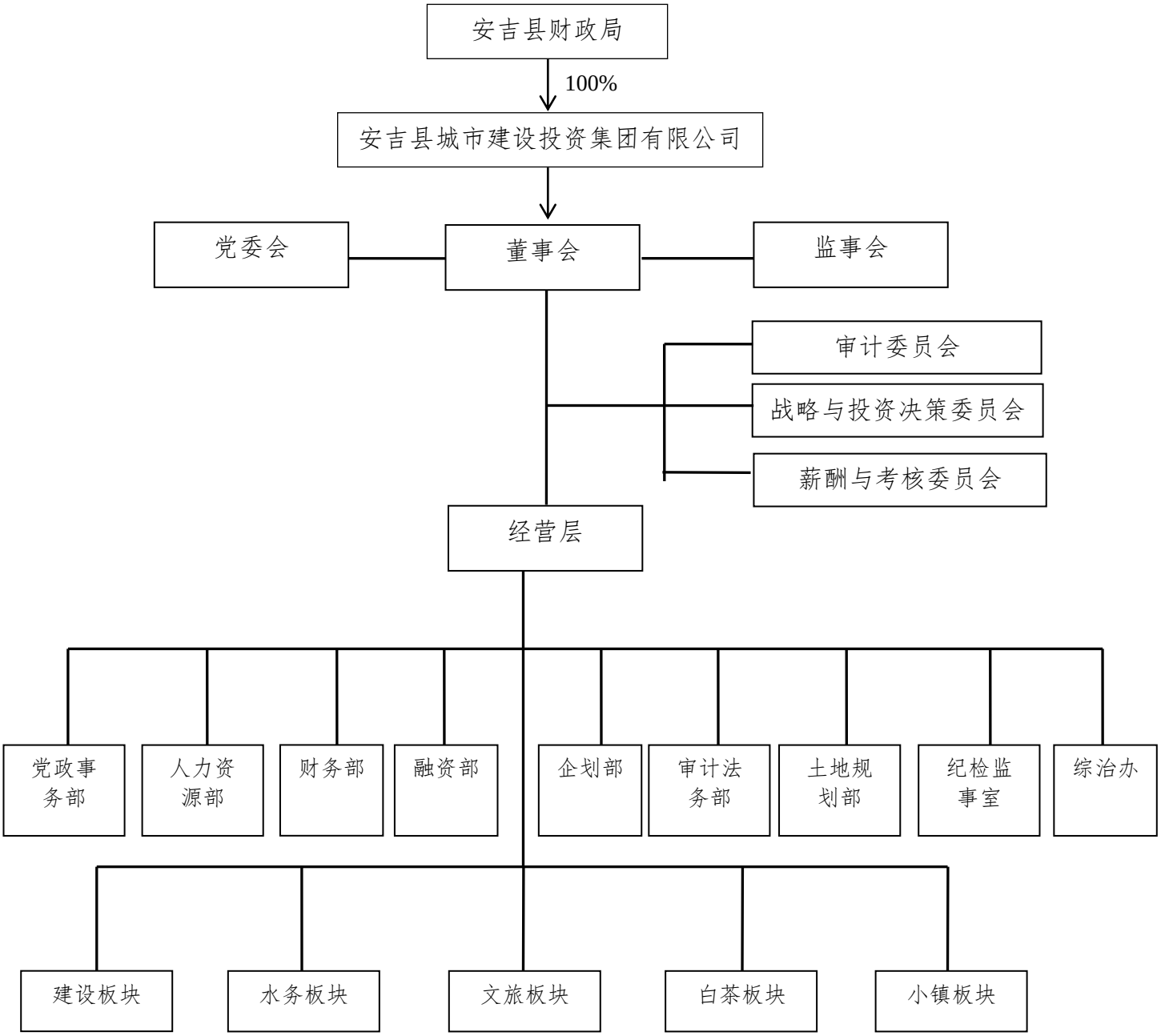
公司作为安吉县主要的城市基础设施建设及国有资产运营的主体，在区域内业务开展、项目资源获取具有明显优势。近年来，公司经营规模不断扩大，营业收入保持基本稳定，同时安吉县政府在资产注入和财政补助等方面予以公司较大支持。但联合评级也关注到公司资产整体

资产质量一般，债务负担较重以及外部融资需求大等不利因素对公司信用水平产生的不利影响。未来，随着公司整理土地出让、保障房和商品房销售、多元化经营性业务日趋成熟，公司整体经营状态有望得以改善。公司主体长期信用风险低，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次绿色债券设立提前分期偿还条款，有助于降低集中偿付压力。募投项目所产生的经营收入对本次绿色债券用于项目建设额度的本息覆盖能力偏低，公司经营活动现金流入量对本次绿色债券分期偿还金额保障程度较好。重庆进出口为本次绿色债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本次绿色债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用以及本次绿色债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次绿色债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1　安吉县城市建设投资集团有限公司股权结构及组织架构图



附件 2　公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	118.43	135.93	163.58
所有者权益（亿元）	42.15	45.87	51.16
短期债务（亿元）	27.16	25.06	10.99
长期债务（亿元）	28.40	50.33	76.76
全部债务（亿元）	55.56	64.22	87.75
营业收入（亿元）	8.47	8.71	8.37
净利润（亿元）	1.45	1.42	1.38
EBITDA（亿元）	1.74	1.91	1.97
经营性净现金流（亿元）	-9.60	-9.02	-15.78
应收账款周转次数（次）	5.77	2.27	1.84
存货周转次数（次）	0.22	0.10	0.08
总资产周转次数（次）	0.14	0.07	0.06
现金收入比率（%）	63.83	60.59	119.36
总资本收益率（%）	2.97	1.37	1.12
总资产报酬率（%）	2.54	1.17	0.97
净资产收益率（%）	6.88	3.22	2.85
营业利润率（%）	7.46	8.17	8.94
费用收入比（%）	5.51	6.46	14.21
资产负债率（%）	64.41	66.25	68.72
全部债务资本化比率（%）	56.86	58.33	63.17
长期债务资本化比率（%）	40.25	52.31	60.00
EBITDA 利息倍数（倍）	0.37	0.29	38.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	0.02
流动比率（倍）	2.31	3.07	4.08
速动比率（倍）	0.76	0.98	1.36
现金短期债务比（倍）	0.35	0.55	0.88
经营现金流动负债比率（%）	-21.00	-23.01	-45.12
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.35	0.38	0.39

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、其他应付款中有息部分及长期应付款中有息部分计入全部债务及相关指标计算；3、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
营业毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。