

# 信用等级通知书

联合评字[2018]2097 号

---

浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司：

联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟发行的 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的信用状况进行了主动评级。经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为  $AA_{pi}$ ，评级展望为“稳定”；贵公司拟发行的 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信用等级为  $AA_{pi}$ 。

特此通知

联合信用评级有限公司

二零一八年十二月七日



---

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>

# 信用等级公告

联合[2018]2097 号

浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 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进行了主动评级，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<sub>pi</sub>，  
评级展望为“稳定”**

**浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司拟发行的 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信用等级为 AA<sub>pi</sub>**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十二月七日

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 年第一期浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AA<sup>+</sup>

公司主体信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

发行规模：6 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息、分期还本

评级时间：2018 年 12 月 7 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	146.86	175.68	174.15
所有者权益（亿元）	86.70	97.54	98.26
长期债务（亿元）	32.21	54.23	53.99
全部债务（亿元）	44.57	61.76	64.13
营业收入（亿元）	4.45	3.37	4.10
净利润（亿元）	1.50	1.32	1.38
EBITDA（亿元）	1.84	1.74	1.46
经营性净现金流（亿元）	-4.87	-18.00	-3.09
营业利润率（%）	5.21	6.79	6.71
净资产收益率（%）	1.74	1.43	1.41
资产负债率（%）	40.96	44.48	43.58
全部债务资本化比率（%）	33.95	38.77	39.49
流动比率（倍）	6.98	8.92	10.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.03	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	0.55	0.48
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.31	0.29	0.24

注：1、长期应付款中的有息部分已计入长期债务，2015、2016 年财务数据采用追溯调整后数据；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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开发、建设与经营主体，在区域经营方面优势显著，并持续取得长兴县政府在资产划拨、资本金注入和财政补贴等方面的有力支持。同时，联合评级也关注到公司盈利能力弱、资产流动性差、未来投资规模大、募投项目进展缓慢等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

考虑到长兴县相对较强的财政实力及政府对公司持续的支持有助于支撑公司整体偿债能力，联合评级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。

综上，基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，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，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为浙江长兴太湖图影度假区开发、建设与经营主体，在资本金注入、资产划拨、财政补贴及债务置换等方面可获得长兴县政府的大力支持。
3. 本期债券设置分期还款安排，有效地降低了公司资金集中偿付压力。

## 关注

1. 公司部分委托代建项目未签订专项协议，未来回款存在较大不确定性。
2. 公司利润总额对补贴收入依赖度高，整体盈利能力弱。
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. 公司在建及拟建项目规模大，且尚需投入的资金规模较大，易使公司面临较大的后续资金投入压力。

5. 本期债券发行规模较大，项目预测收益较乐观；项目收益的实现易受宏观经济影响，且目前项目进展缓慢，预测收益的实现不确定性大。

## 分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王晓鹏

电话：010-85172818

邮箱：wangxp@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 10 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浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司提供，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，未因浙江长兴环太湖经济投资开发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、评级人员与浙江长兴环太湖经济投资开发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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次(期)债券到期兑付日有效；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，联合评级将对浙江长兴环太湖经济投资开发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:

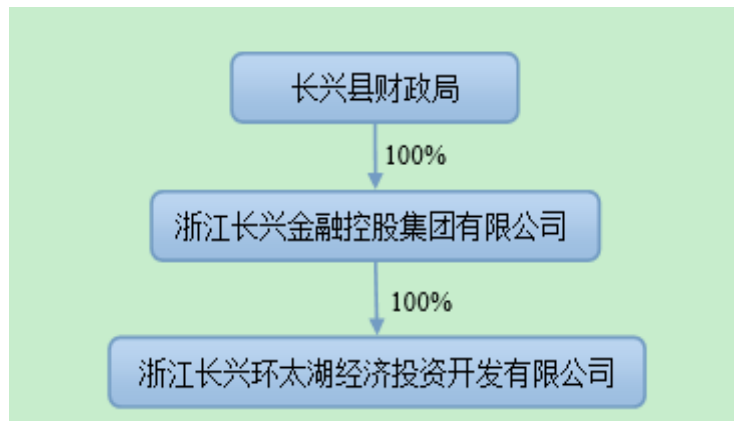


联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

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 亿元共同注册成立的国有独资公司。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；性质为有限责任公司（法人独资），股东为浙江长兴金融控股集团有限公司（以下简称“长兴金控”）；长兴金控为长兴县财政局全资子公司，长兴县财政局为公司实际控制人。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2017 年底，公司合并范围内一级子公司 5 家；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 2017 年底，公司合并资产总额 174.15 亿元，负债合计 75.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）98.26 亿元，归属于母公司的所有者权益 88.71 亿元。2017 年，公司实现营业收入 4.10 亿元，净利润 1.38（含少数股东损益）亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.01 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：李江。

## 二、本期债券及募投项目概况

### 1. 本期债券概况

公司于 2018 年申请发行规模不超过 11.70 亿元公司债券，于 2018 年 5 月 18 日获得国家发展和改革委员会核准批复；本期计划发行的债券名为“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“本期债券”），发行规模 6.00 亿元，期限 7 年，按年付息，分期还本，在本期债券存续期内的第 3 至 7 年末，分别偿还本期债券发行规模的 20%。

## 2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券拟募集资金 6.00 亿元，其中 3.60 亿元用于太湖图影湿地治理及开发项目，2.40 亿元用于补充公司营运资金，具体明细见下表。

表 1 募集资金用途表（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	拟用资金额度	拟用资金占投资总额比重
太湖图影湿地治理及开发项目	130,831.00	36,000.00	27.52
补充营运资金	--	24,000.00	--
合计	--	60,000.00	--

资料来源：公司提供

### （1）募投项目概况

本期债券募集资金中 3.60 亿元将用于太湖图影湿地治理及开发项目工程（以下简称“募投项目”），募投项目区域属长兴太湖图影旅游度假区内，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、栈桥园路等基本游览设施，以及民宿改造、湖心岛开发等。

募投项目总投资 130,831.00 万元，建设投资 124,081.00 万元（其中工程费用 68,493.00 万元，工程建设其他费用 5,389.00 万元，征地拆迁费 44,289.00 万元，预备费 5,910.00 万元），建设期利息 6,750.00 万元。

### （2）资金来源

募投项目总投资 130,831.00 万元，拟使用核准批复的债券募集资金 70,600.00 万元，占项目总投资比例 53.96%，剩余均为公司自筹；使用本期债券募集资金 36,000.00 万元，占总投资比例 27.52%。

### （3）项目审批情况

截至 2017 年底，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) 项目进度情况

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 11 月底,募投项目累计投入资金 5.93 亿元,工程进展缓慢。

#### (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)预计实现门票收入 158,185 万元,民宿出租收入 48,960 万元,游船收入 47,456 万元,游客中心出租收入 2,196 万元,茶吧水榭运营收入 2,550 万元,演艺剧场表演收入 17,520 万元,共计 276,867 万元。

在本期债券存续期内(2018~2025 年),募投项目预计可实现门票收入 90,457 万元,民宿出租收入 29,520 万元,游船收入 27,137 万元,游客中心出租收入 1,440 万元,茶吧水榭运营收入 1,650 万元,演艺剧场表演收入 12,264 万元,共计 162,468 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,上述预测收益不确定性大。

表 3 募投项目运营期内营业收入估算表

项目	单位	小计	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
<b>门票收入</b>	<b>万元</b>	<b>158,185</b>	<b>9,000</b>	<b>9,900</b>	<b>10,890</b>	<b>11,979</b>	<b>13,177</b>	<b>16,910</b>	<b>18,601</b>	<b>20,462</b>	<b>22,508</b>	<b>24,758</b>
价格	元/人	--	60	60	60	60	60	70	70	70	70	70
人次	万人/年	--	150	165	182	200	220	242	266	292	322	354
<b>民宿出租收入</b>	<b>万元</b>	<b>48,960</b>	<b>1,800</b>	<b>2,160</b>	<b>2,880</b>	<b>5,400</b>	<b>5,400</b>	<b>5,400</b>	<b>6,480</b>	<b>6,480</b>	<b>6,480</b>	<b>6,480</b>
可供出租面积	平方米	--	25,000	30,000	40,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
出租单价	元/年	--	720	720	720	900	900	900	1,080	1,080	1,080	1,080
<b>游船收入</b>	<b>万元</b>	<b>47,456</b>	<b>2,700</b>	<b>2,970</b>	<b>3,267</b>	<b>3,594</b>	<b>3,953</b>	<b>5,073</b>	<b>5,580</b>	<b>6,138</b>	<b>6,752</b>	<b>7,428</b>
价格	元/人	--	60	60	60	60	60	70	70	70	70	70
人次	万人/年	--	45.0	49.5	54.5	59.9	65.9	72.5	79.7	87.7	96.5	106.1
<b>游客中心出租收入</b>	<b>万元</b>	<b>2196</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>216</b>	<b>216</b>	<b>216</b>	<b>252</b>	<b>252</b>	<b>252</b>	<b>252</b>
可供出租面积	平方米	--	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
出租单价	元/年	--	900	900	900	1,080	1,080	1,080	1,260	1,260	1,260	1,260
<b>茶吧水榭收入</b>	<b>万元</b>	<b>2,550</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
数量	个	--	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
平均运营收入	万元/个	--	20	20	20	25	25	25	30	30	30	30
<b>演艺剧场表演收入</b>	<b>万元</b>	<b>17,520</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>	<b>1,752</b>
观看人次	人	--	175,200	175,200	175,200	175,200	175,200	175,200	175,200	175,200	175,200	175,200
票价	元/人	--	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>合计</b>	<b>万元</b>	<b>276,867</b>	<b>15,632</b>	<b>17,162</b>	<b>19,169</b>	<b>23,191</b>	<b>24,748</b>	<b>29,601</b>	<b>32,966</b>	<b>35,384</b>	<b>38,044</b>	<b>40,970</b>

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:因四舍五入,部分分项数与合计数有所出入

### 三、行业及区域经济环境

公司业务主要为长兴太湖图影旅游度假区内的基础设施建设，所处行业属于基础设施建设行业。

#### 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、加强区域交流与合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我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 4 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：联合评级整理

### （3）行业发展

目前，我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，我国城镇化率为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，我国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是我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，基础设施投资是我国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，发布的《2018年政府工作报告》对我国政府2018年工作进行了总体部署，我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。

总体看，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

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

### （1）区域概况

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

长兴县经济和社会发展迅速，先后获得国家园林城市、国家卫生县城、全国文化先进县、全国科技进步先进县、中国金融生态县、全国城市管理综合治理先进县、浙江省文明城市、省科普示范县、省生态县、省森林城市、省示范文明城市等称号，取得了联合国环境署认定的“国际花园城市”城市类金奖和环境可持续发展第一名、全国综合实力百强县、县域经济基本竞争力百强县、中国全面小康成长型百佳县、中国最具投资潜力特色示范县 200 强等荣誉。长兴县在 2016 年“全面科学发展百强县（市）”评价体系研究成果中，综合经济实力排名居全国第 51 位。

长兴太湖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，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。总规划面积 23.8 平方公里，遵循总体空间原则，以点、线、面组合相连，因地、因景科学合理布局，形成“南游北居”两大板块，“湖、漾、山”三条特色轴线，一条生态廊道。整个旅游景区按照功能进行划分，形成“一核四区”的功能分区，“一核”即湿地体验核，围绕湿地公园打造的湿地养生健康城、湿地 RIVER WALK、湿地露营公园等一系列生态旅游项目；“四区”即综合服务片区、集镇配套片区、生态养生运动片区和宗教文化片区。作为太湖难得的自然港湾，漾、山、寺、田、竹、湖、泉浑然天成所渗透的“清空世界”的原生态健康气质，使得图影度假区在休闲度假旅游胜地中更具吸引力。

### （2）区域经济

2015~2017 年，长兴县地区生产总值不断增长，根据《2017 年长兴县国民经济和社会发展统计公报》，2017 年长兴县完成地区生产总值 553.21 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.1%。其中，第一产业增加值 33.5 亿元，同比增长 2.5%；第二产业增加值 275.1 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 244.6 亿元，同比增长 10.0%，三次产业占比为 6.1：49.7：44.2，第三产业对 GDP 增长贡献率为 51.2%。

2017 年，长兴县全年规模以上工业增加值 236.17 亿元，同比增长 8.6%。全县 699 家规模以上工业企业累计产值 1,305.83 亿元，同比增长 18.2%；新产品产值 525.19 亿元，同比增长 34.1%；销售产值 1,270.06 亿元，同比增长 19.1%，产销率达到 97.3%，同比提高 0.7 个百分点；主营业务收入同比增长 14.4%；利税总额同比增长 29.8%；利润总额同比增长 33.7%。年主营业务收入超亿元的企业达 225 家。

固定资产投资方面，2017 年全年固定资产投资同比增长 13.4%，其中工业投资同比增长 13.1%，在工业投资中，工业技术改造投资同比增长 24.5%；基础设施投资同比增长 30.6%。固定资产投资按三次产业分，第一产业同比增长 9.3%；第二产业同比增长 13.1%；第三产业同比增长 13.7%。

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，现代服务业扩量明显，全县经济保持较快发展的良好态势。

### （3）长兴县财力和债务情况

近年来长兴县地方可控财力波动增长，2015~2017 年地方可控财力分别为 103.69 亿元、91.94 亿

元和 115.37 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 43.17 亿元、45.46 亿元和 49.50 亿元，其中税收收入分别实现 37.67 亿元、38.17 亿元和 42.05 亿元，稳定性有所增强；同期政府性基金收入波动较大，三年分别实现收入 36.42 亿元、26.59 亿元和 45.37 亿元；同期国有土地使用权出让金分别为 27.96 亿元、19.58 亿元和 34.87 亿元。根据长兴县财政局出具的《长兴县 2017 年度地方政府债务情况说明》，2017 年度长兴县地方政府债务率为 98.1%；债务负担较重。

总体看，近年来长兴县地方可控财力波动增长，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波动增长；长兴县地方政府债务负担较重。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 股东实力及公司主要业务

截至 2017 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 100.00%，长兴县财政局系长兴金控唯一出资人；公司实际控制人为长兴县财政局。公司是浙江长兴太湖图影旅游度假区的开发、建设与经营主体，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。

##### 2. 人员素质

截至 2017 年底，公司管理层包含执行董事（兼总经理）1 名，副总经理 1 名。

公司法定代表人、执行董事、总经理李江先生，生于 1985 年 6 月，本科学历，助理工程师；历任长兴公路管理段路面施工技术员，长兴县交通局工程科科长，浙江长兴太湖图影旅游度假区管委会（以下简称“度假区管委会”）工程科副科长、科长、办公室主任。

公司副总经理张兴易先生，生于 1963 年 11 月，本科学历，民盟盟员，高级会计师；历任长兴县汽车客运总公司财务科科长，长兴县交通局财务科副科长，长兴县交通建设投资公司财务负责人。

截至 2017 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行业及经营管理经验；员工构成及素质能够满足目前经营需要。

##### 3. 外部支持

公司作为长兴太湖图影旅游度假区的开发、建设与经营主体，在资产划拨、资本性投入、财政补贴和偿债资金保障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，详见下表。

表5 近年长兴县政府对公司支持情况

年份	政府支持类型	内容	文号
2014 年之前	资本金注入	2007 年 9 月 11 日，长兴城市建设有限公司以货币、土地使用权出资 17,100 万元，其中以货币方式出资 4,500 万元，以土地使用权方式出资 12,600 万元；长兴县土地储备中心以货币、土地使用权出资 1,900 万元，其中以货币方式出资 500 万元，以土地使用权方式出资 1,400 万元	长办第 110 号抄告单

	资本金注入	2009年7月14日，公司增加注册资本30,000万元人民币，其中长兴县国有资产经营总公司认缴27,000万元，长兴县经济投资公司认缴3,000万元	长办第89号抄告单
2014年	资产划拨	长兴县人民政府同意将5宗土地使用权（面积304,172平方米、评估价9.27亿元）注入子公司长兴太湖图影旅游发展有限公司，增加资本公积9.27亿元。	长政办发【2014】17号文件
	资本性投入	将2014年度收到财政拨款的基础设施建设补贴资金412万元转为资本性投入，增加资本公积412万元。	长财预【2014】276号文件
2016年	资产划拨	长兴县人民政府决定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。	长国资办发【2016】27号
	资本性投入	将2016年度收到财政拨款资金10万元转为资本性投入，增加资本公积10万元。	--

资料来源：公司提供

## （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，2015~2017年，公司收到政府补助分别为1.72亿元、1.61亿元和1.61亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。

## （3）偿债资金保障

根据《关于同意将长兴太湖图影湿地治理及开发项目拨付的资金纳入财政预算的决议》（长人发【2017】27号），本期债券存续期内的财政补贴7.60亿元全部纳入同期财政预算。

## （4）债务置换

2015~2017年，公司得到长兴县财政局政府债务置换支持分别为2.77亿元、4.73亿元和6.87亿元，计入“长期应付款”科目。截至目前，公司债务置换均已完成，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、偿债资金保障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。

## 五、公司治理

### 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。根据公司章程，长兴金控是公司唯一出资人；公司不设股东会，由出资人行使股东会职权，出资人享有收益并负责决定公司重大事项。

公司不设董事会，设执行董事一人，由股东长兴金控委派。执行董事任期每届三年，任期届满，可连选连任。执行董事主要行使下列职权：决定公司经营计划和投资方案；审定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的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，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。

公司法定代表人由执行董事担任，同时兼任公司总经理。公司总经理行使下列职权：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。

总体看，公司法人治理结构可满足现阶段发展需要，未来随着业务发展，仍待持续完善。

## 2. 管理制度

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。

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1,000万元以下的经执行董事审批并报度假区管委会备案，金额超过1,000万元的对外担保事项经度假区管委会审批后方可施行。

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。

国有资本经营预算，是指公司和各子公司依法取得国有资本收益，并对所得收入进行分配而发生的各项收支预算。公司国有资本经营预算实行分级管理、分级编制，国有资本经营预算按预算年度单独编制，自1月1日起至12月31日止，由公司执行董事审查，最终报财政局批准。预算年度终了，公司和子公司应当向公司和财政局报送上一年度国有资本经营预算执行情况；公司按财政局要求编制成员公司年度国有资本经营决算建议草案报财政局。

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。

总体看，公司内部管理规章制度基本满足现阶段需求，未来仍待进一步完善。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

目前长兴太湖图影旅游度假区仍处于发展早期阶段，公司作为度假区的开发、建设与经营主体，现阶段收入来源主要包括土地开发和工程代建，近三年二者收入合计占比均超过 97%；公司景区门票、租金和其他业务收入整体占比很小。

2015~2017 年，公司营业收入波动下降，三年分别为 4.45 亿元、3.37 亿元和 4.10 亿元。从收入构成上来看，2015 年公司土地开发业务和工程代建业务收入分别为 0.55 亿元和 3.85 亿元，合计占总收入比重 98.85%；2016~2017 年，度假区招商引入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，公司业务重心转为土地开发业务，分别实现土地开发收入 3.28 亿元和 3.98 亿元；同期工程代建项目处于在建施工阶段，均无收入确认。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 489.89 万元、554.08 万元和 605.57 万元。

2015~2017 年，公司综合毛利率持续增长，分别为 5.39%、6.89%和 7.08%。其中，土地开发和工程代建业务毛利率稳定，均为 4.76%；同期景区门票业务毛利率持续增长，分别为 57.48%、66.64%和 77.11%，系成本下降所致。

表 6 2015~2017 年公司营业收入和毛利率情况表（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	5,468.85	12.30	4.76	32,768.88	97.19	4.76	39,828.72	97.07	4.76
工程代建	38,490.56	86.55	4.76	--	--	--	--	--	--
租金	10.00	0.02	100.00	380.00	1.13	100.00	556.65	1.36	90.24
景区门票	489.89	1.10	57.48	554.08	1.64	66.64	605.57	1.48	77.11
其他	10.90	0.02	100.00	12.68	0.04	100.00	38.47	0.09	100.00
<b>合计</b>	<b>44,470.20</b>	<b>100.00</b>	<b>5.39</b>	<b>33,715.64</b>	<b>100.00</b>	<b>6.89</b>	<b>41,029.41</b>	<b>100.00</b>	<b>7.08</b>

资料来源：公司审计报告

总体看，公司现阶段收入来源主要包括土地开发和工程代建，收入波动下降，毛利率持续增长。未来度假村建成后将为公司收入增长提供支持。

## 2. 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。土地平整完成后由浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司委托长兴县国土资源局以招、拍、挂的形式进行出让。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。

2015~2017 年，公司完成土地平整并委托出让土地共 25 宗，累计土地开发面积 937,037 平方米，土地出让收入合计 7.81 亿元，开发成本合计 7.43 亿元。近年公司土地开发平均成本呈下降趋势，2017 年公司土地开发平均成本为 766 元/平方米；同期土地出让均价 804 元/平方米。2015~2017 年，公司土地开发业务分别确认收入 0.55 亿元、3.28 亿元和 3.98 亿元，已全部回款。

表 7 2015~2017 年公司确认土地整理收入情况（单位：平方米、万元）

年份	地块名称	出让面积	出让价格	开发成本	确认收入金额	已回款金额
2015	太湖图影 6 号地块	40,667.00	5,788.00	5,208.00	5,468.90	5,468.90
2016	太湖图影陈湾村 3#地块	33,087.00	3,440.00	3,184.00	3,343.20	3,343.20
	太湖图影陈湾村 4#地块	73,467.00	7,269.00	6,728.00	7,064.40	7,064.40
	太湖图影陈湾村 4-2#地块	4,503.00	405.00	375.00	393.75	393.75
	太湖图影陈湾村 5#地块	54,393.00	3,889.00	3,600.00	3,780.00	3,780.00
	太湖图影陈湾村 6#地块	35,767.00	3,733.00	3,455.00	3,627.75	3,627.75
	太湖图影陈湾村 7-A 地块	14,934.00	1,254.00	1,161.00	1,219.05	1,219.05
	太湖图影陈湾村 7-B 地块	93,073.00	7,742.00	7,166.00	7,524.30	7,524.30
	太湖图影碧岩村 1 号地块	36,340.00	3,831.00	3,552.00	3,729.15	3,729.15
2017	太湖图影碧岩村 2 号地块	31,387.00	2,144.00	1,988.00	2,087.28	2,087.28
	图影旅游度假区陈湾村 6-2 号地块	1,913.34	201.00	133.49	140.16	140.16
	图影旅游度假区陈湾村 6-3 号地块	1,766.68	187.00	144.57	151.80	151.80
	图影旅游度假区陈湾村 6-C 号地块	25,040.13	2,084.00	1,892.02	1,986.62	1,986.62
	图影旅游度假区陈湾村 7-D 号地块	43,133.55	3,591.00	3,259.14	3,422.10	3,422.10
	图影旅游度假区陈湾村 7-E 号地块	660.00	57.00	49.87	52.36	52.36
	图影旅游度假区陈湾村 7-F 号地块	4,053.35	339.00	306.27	321.58	321.58

图影旅游度假区陈湾村 7-G 号地块	1,100.01	94.00	83.12	87.27	87.27
图影旅游度假区陈湾村 5-3 号地块	16,660.08	1,665.00	1,447.87	1,520.27	1,520.27
图影度假区大荡漾路西侧 1 号地块	289,414.78	23,832.00	20,724.15	21,760.35	21,760.35
图影度假区横山桥村 2 号地块	2,586.68	290.00	252.18	264.79	264.79
图影旅游度假区陈湾村、大荡漾村 11 号地块	35,140.18	2,907.00	2,527.91	2,654.30	2,654.30
图影旅游度假区陈湾村 7-H 号地块	45,760.23	3,814.00	3,316.63	3,482.46	3,482.46
图影旅游度假区陈湾村 7-12-B 号地块	3,700.02	313.00	272.18	285.79	285.79
图影旅游度假区陈湾村 7-15 号地块	11,900.06	1,003.00	872.20	915.81	915.81
图影旅游度假区陈湾村 7-16 号地块	36,593.52	3,048.00	2,650.52	2,783.05	2,783.05
<b>合计</b>	<b>937,037.00</b>	<b>937,037.00</b>	<b>82,920.00</b>	<b>74,349.12</b>	<b>78,066.49</b>

资料来源：公司提供

“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 10,800 亩，一期建设用地约 1,100 亩。项目已于 2016 年正式动工，工期 3~5 年，部分项目将在 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 3,000 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，为保障项目如期开展，截至 2017 年底，“龙之梦项目”已供地 1,343 亩；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。

总体看，土地开发业务收入是公司收入的重要来源，随着“龙之梦”项目的推进，公司收入将持续增长。

### 3. 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委托代销项目签订专项委托代建协议。2015 年公司工程代建业务实现收入 3.85 亿元，主要完工并结算的项目包括图影大道、图影一期（1~5 号路）和山湖花园一期安置房工程。2016 年至今工程代建板块业务开展放缓，之后开展的委托代建协议均未签订专项协议并未确认相关业务收入。

总体看，公司工程代建业务开展缓慢。

### 4. 在建拟建项目

截至 2017 年底，公司土地开发主要在建项目包括征地拆迁、购物中心地块等，合计总投资 43.92 亿元，已投资 40.80 亿元，尚需投资 3.12 亿元；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 7.20 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；公司合计未来尚需投资 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 8 截至 2017 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		
						2018年	2019年	2020年
土地开发	动物世界地块	2017-2018	44.42	694.00	308.29	386.00	--	--
	欢乐世界地块	2017-2018	34.91	135.00	47.13	87.53	--	--
	农夫集市地块	2017-2018	35.00	690.00	241.50	448.50	--	--
	嬉水世界地块	2017-2018	35.00	3,591.00	1,257.00	2,334.43	--	--
	购物中心地块	2017-2018	35.00	9,050.00	3,167.33	5,882.19	--	--
	金成地块	2017-2018	35.00	3,238.00	1,133.33	2,104.76	--	--
	征地拆迁（已完成待出让）	2016-2018	95.26	421,849.00	401,849.00	20,000.00	--	--
小计				439,247.00	408,003.58	31,243.42	439,247.00	408,003.58
自建项目	太湖图影湿地治理及开发项目	2016-2019	45.00	130,831.00	58,800.00	2,000.00	70,031.00	--
委托代建	太湖图影重点项目基础设施及配套工程	2016-2020	3.86					
	碧岩路工程	2010-2019	5.24	53,940.68	2,081.25	12,000.00	15,000.00	24,859.43
	龙之梦配套	2016-2019	83.15	28,000.00	1,466.78	19,000.00	2,000.00	5,533.22
	图影大道配套改造工程	2016-2020	8.23	120,000.00	99,781.50	10,109.25	10,109.25	--
	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）	2017-2019	6.97	8,200.00	675.03	1,547.00	2,547.00	3,430.97
小计				255,440.68	107,164.09	63,726.49	45,300.00	3,159.53
合计				825,518.68	573,967.67	96,969.91	255,440.68	107,164.09

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目规模较大，且尚需投入的资金规模较大，易使公司面临较大的后续资金投入压力。

#### 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，2015~2017 年分别实现收入 489.89 万元、554.08 万元和 605.57 万元。目前公司执行的收费标准如下表所示。

表 9 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

总体看，近年该板块业务收入快速增长，但占公司整体收入的比例很低，影响很小。

#### 6. 未来发展

公司作为长兴太湖图影旅游度假区的开发、建设与经营主体，公司未来发展与度假区的整体规划密切相关。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，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。

总体看，公司发展战略目标明确，切实可行，未来持续运营发展可期。

## 七、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表，普华天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2017 年底，公司合并范围子公司 5 家，2016 年新增并表子公司图影旅发；2017 年公司根据会计准则在连审报告中对以往年度利润进行追溯调整，主要涉及其他收益金额 1.16 亿元。总体看，公司合并范围的变化及会计调整对财务数据的可比性有一定影响。本报告 2015~2016 年财务数据采用追溯调整后数据。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 174.15 亿元，负债合计 75.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）98.26 亿元，归属于母公司的所有者权益 88.71 亿元。2017 年，公司实现营业收入 4.10 亿元，净利润 1.38（含少数股东损益）亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.01 亿元。

### 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 8.90%；增长主要来自存货。截至 2017 年底，公司资产总额 174.15 亿元，其中流动资产占比 99.00%，资产结构以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	145.04	98.76	173.26	98.62	172.41	99.00
货币资金	9.21	6.27	13.52	7.70	9.73	5.59
其他应收款	18.96	12.91	23.15	13.18	14.56	8.36
存货	116.54	79.35	136.49	77.69	148.02	85.00
非流动资产	1.82	1.24	2.42	1.38	1.74	1.00
资产总额	146.86	100.00	175.68	100.00	174.15	100.00

资料来源：公司审计报告。

### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 9.03%，增长主要来自存货。截至 2017 年底，公司流动资产 172.41 亿元，较年初下降 4.30%。

2015~2017 年，公司货币资金有所增长，年均复合增长 2.77%；截至 2017 年底，公司货币资金 9.73 亿元，其中银行存款占 99.96%；受限部分为 4.14 亿元定期存单质押借款及 20.00 万元保证金，受限比例 42.55%，受限较严重。

2015~2017 年，公司其他应收账款波动下降，年均复合下降 12.35%。截至 2017 年底，公司其他应收账款余额 14.58 亿元，账面价值 14.56 亿元，较年初下降 37.08%，系部分款项收回所致。公司其他应收款前五名合计余额 14.50 亿元，占总额的 99.49%，集中度很高；从账龄上看，1 年以内的

占 11.38%，1~3 年的占 85.12%，账龄较长。公司其他应收款最大应收对象为度假区管委会（10.53 亿元），根据度假区管委会《关于浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司对政府应收账款及其他应收款等应收款项及解决措施的说明》（太湖图影管委会【2017】21 号）文件，2017~2019 年安排拟出让的土地净收益 6.05 亿元、6.26 亿元和 6.23 亿元作为还款来源，目前已收到 2017 年度回款约 4 亿元；若未来土地市场发生波动，相关土地未能按照上述计划出让，度假区管委会将协调其他资金解决公司当年资金缺口。总体看，公司其他应收款主要对象为政府部门和地方国资企业，到期不能收回风险较低，但金额较大且回款时效性差，对公司资金占用明显。

表 11 截至 2017 年底公司其他应收款前五名（单位：亿元、%）

项目	金额	比例	账龄
浙江太湖图影旅游度假区管理委员会	10.53	72.23	1 年以内 1-3 年
浙江长兴金融控股集团有限公司	3.25	22.32	1 年以内 1-2 年
长兴富美好新农村建设有限公司	0.51	3.50	3 年以上
长兴虹韵农业开发有限公司	0.15	1.03	2-3 年
广州越秀融资租赁有限公司	0.06	0.41	1 年以内
<b>合计</b>	<b>14.50</b>	<b>99.49</b>	<b>--</b>

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货不断增长，年均复合增长 12.70%。截至 2017 年底，公司存货 148.02 亿元，较年初增加 8.45%，主要系受托代建项目成本增加所致；其中土地开发成本占 27.14%，主要是已完工但尚未决算的土地开发项目和尚未完工的征地拆迁等工程项目；受托代建项目占 17.04%，主要是已完工但尚未决算的委托代建项目；土地资产 412.58 万平方米，账面价值 82.62 亿元（占 55.82%），其中，划拨土地账面价值 78.60 亿元，用于银行借款抵质押的土地资产账面价值 4.02 亿元。

### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动下降，年均复合下降 2.19%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 1.74 亿元，主要为可供出售金额资产（占 98.85%）。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产有所下降，年均复合下降 1.70%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 1.72 亿元，全部为持有湖州南太湖建设投资管理有限公司股权（占 10.73%），未取得现金分红。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 8.16 亿元，其中土地资产 4.02 亿元、银行存款 4.14 亿元，占期末总资产的 4.69%。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，其他应收款对公司资金形成一定占用，存货规模大且划拨土地占比高，资产流动性差。

## 3. 负债及所有者权益

### 负债

2015~2017 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 12.32%，主要来自长期应付款增长。截至 2017 年底，公司负债合计 75.89 亿元，较年初下降 2.88%；其中流动负债占比 22.27%，公司负债以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债不断下降，年均复合下降 9.79%。截至 2017 年底，公司流动负债 16.90 亿元，较年初下降 13.05%，主要系短期借款及其他应付款下降所致；其中应付账款、其他应

付款、一年内到期的非流动负债占比分别为 5.73%、28.05% 和 59.99%。

2015~2017 年，公司应付账款持续下降，年均复合下降 39.93%。截至 2017 年底，公司应付账款 0.97 亿元，主要系应付工程款。从账龄结构看，1 年以内占 85.57%，账龄较短。

2015~2017 年，公司其他应付款波动下降，年均复合增长 1.54%。截至 2017 年底，公司其他应付款 4.74 亿元，较年初下降 45.18%，主要系往来款下降所致。从账龄结构看，1 年以内占 98.52%，账龄较短；其他应付款前五名单位合计占比 83.33%，集中度较高，主要为与度假区管委会以及其他国资公司往来款。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 57.73%。截至 2017 年底为 10.14 亿元，较年初增长 61.73%，系一年内到期的长期借款增加所致；其中一年内到期的长期借款占比 90.14%，主要为保证及抵质押借款；一年内到期的应付债券 1 亿元，为“14 长湖 03”私募债（已于 2018 年 3 月兑付）。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 22.37%，主要来自长期应付款增长。截至 2017 年底，公司非流动负债 58.99 亿元，较年初保持稳定，其中长期借款、应付债券和长期应付款占比分别为 34.61%、25.17% 和 34.64%。

2015~2017 年，公司长期借款有所波动。截至 2017 年底，公司长期借款 20.41 亿元，较年初下降 19.25%，主要系将部分待偿还资金调入“一年内到期非流动负债”科目所致；其中保证借款占比 57.30%。

2015~2017 年，公司应付债券有所波动；2016 年同比增加 11.14 亿元，系发行“16 长湖 01”和“16 长湖 02”所致；2017 年同比减少 9.03 亿元，系偿还以往发行私募债所致；2017 年公司应付债券 14.85 亿元，为“16 长湖 01”（9 亿元）和“16 长湖 02”（6 亿元）。

2015~2017 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 114.98%。截至 2017 年底，公司长期应付款合计 20.44 亿元，较年初增加 13.66 亿元，主要系政府债务置换金额调入“长期应付款”科目所致；余额主要包括招商财富资产管理有限公司投资款 4.35 亿元和长兴县财政局政府债置换款 14.37 亿元；有息部分已调整至长期债务及全部债务核算。

表 12 2015~2017 年公司债务情况表（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
短期债务	12.36	7.52	10.14
长期债务	32.21	54.23	53.99
全部债务	44.57	61.76	64.13
长期债务资本化比率	27.09	35.73	35.46
全部债务资本化比率	33.95	38.77	39.49
资产负债率	40.96	44.48	43.58

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2015~2017 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 19.95%。截至 2017 年底，公司全部债务总额为 64.13 亿元，较年初增长 3.84%，其中短期债务占比为 15.81%。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 40.96%、44.48% 和 43.58%；全部债务资本化比率分别为 33.95%、38.77% 和 39.49%。公司债务以长期债务为主，随着公司资产规模的迅速扩张，长期债务资本化比率分别为 27.09%、35.73% 和 35.46%。2018~2020 年，公司到期应兑付有息债务规模分别为 8.90 亿元、11.78 亿元和 8.82 亿元。考虑招商基金管理有限公司对公司子公司 15.00 亿元投资，公司全部债务资本化和长期债务资本化比率将进一步上升至 44.61% 和 41.25%。

总体看，随着工程项目建设的持续推进，公司对外融资规模增加，长期债务大幅上升，整体债务负担一般。

#### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益合计有所增长，年均复合增长 6.46%，主要来自未分配利润积累及少数股东权益增长。截至 2017 年底，公司所有者权益 98.26 亿元，基本保持稳定，其中归属于母公司所有者权益占比 90.28%。归属于母公司所有者权益中实收资本占 5.64%、资本公积占 83.63%、未分配利润占 9.68%。

2015~2017 年，公司资本公积基本保持稳定，由资本溢价和其他资本公积构成；截至 2017 年底为 74.19 亿元，较年初减少 0.70 亿元，主要系 2017 年公司根据政府文件要求将自有房产无偿划转所致。

2016 年 7 月，公司将长兴山图水影旅游开发有限公司纳入合并范围，根据该公司章程，公司持股 0.66%，具有 51%表决权；招商基金管理有限公司出资 15.00 亿元，持股 99.34%，不参与该公司日常经营与管理；故存在大量少数股东权益，截至 2017 年底为 9.55 亿元。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积所占比重较大，所有者权益结构稳定性较好。

#### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 3.95%；2017 年，公司实现营业收入 4.10 亿元，同比增长 21.69%，主要系当期土地开发收入增长所致；同期公司营业成本年均复合下降 4.81%，降幅略高于营业收入；2017 年为 3.81 亿元，同比增长 21.44%；受此影响，2015~2017 年，公司营业利润率波动增长，2017 年为 6.71%，较 2016 年下降 0.08 个百分点。

2015~2017 年，公司期间费用年均复合增长 6.25%，主要来自管理费用增长；2017 年为 0.50 亿元，同比下降 3.47%，以财务和管理费用为主。受公司营业收入波动下降影响，期间费用在营业收入中占比波动增长，2017 年为 12.19%，同比下降 3.17 个百分点。

2015~2017 年，公司营业外收入及其他收益主要为政府补贴，合计分别为 1.72 亿元、1.61 亿元和 1.61 亿元，有所下降；同期，公司利润总额波动中有所下降，2017 年为 1.38 亿元，同比增长 4.11%；政府补助在利润总额中占比 116.67%，利润总额对政府补助依赖大。

表 13 2015~2017 年公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	4.45	3.37	4.10
其他收益	0.00	0.00	1.61
营业外收入	1.72	1.61	0.002
利润总额	1.49	1.32	1.38
净利润	1.50	1.32	1.38
营业利润率	5.21	6.79	6.71
净资产收益率	1.74	1.43	1.41
总资本收益率	1.39	1.18	0.89

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率分别为 1.39%、1.18%和 0.89%；净资产收益率分别为 1.74%、1.43%和 1.41%；营业利润率分别为 5.21%、6.79%和 6.71%。

总体看，近年来公司营业收入及利润整体波动下降，利润总额对补贴收入依赖强，公司整体盈

利能力弱。

## 5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入年均复合下降 15.97%，2017 年为 9.13 亿元，同比下降 1.24%；其中销售商品、提供劳务收到的现金年均复合下降 25.13%，2017 年为 4.06 亿元，同比增长 28.88%；收到的其他和经营活动有关的现金年均复合下降 5.57%，2017 年为 5.07 亿元，同比下降 16.81%，主要为政府补助和往来款。经营活动现金流出方面，2015~2017 年公司经营活动现金流出年均复合下降 17.14%，2017 年为 12.22 亿元，同比下降 55.14%；其中购买商品、接受劳务支付的现金规模波动较大，2017 年为 10.58 亿元，同比下降 51.31%，主要系当年土地征迁、项目建设支出减少所致；支付其他与经营活动有关的现金年均复合下降 64.04%，2017 年为 1.46 亿元，主要为支付的往来款。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，总体波动较大，2017 年为-3.09 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比整体下降，分别为 162.95%、93.48%和 99.01%，受当地政府结算和拨款的效率影响大。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流规模较小，其中 2017 年无投资活动现金流入；现金流出主要购建固定资产、无形资产等支付的现金，2017 年为 37.55 万元。公司投资活动现金净流量规模小，2017 年为-37.55 万元。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入波动较大，2016 年受吸收投资和发行债券影响，流入规模大幅增长，为 41.24 亿元；2017 年有所回落，为 28.12 亿元，主要为借款收到现金 22.70 亿元。筹资活动现金流出方面，2015~2017 年，随着公司债务规模的扩大，与偿还债务有关的现金流出波动增加；2015~2017 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 3.21%；其中偿还债务支付的现金年均复合增长 11.37%，2017 年为 19.15 亿元，同比增长 45.94%，主要是债券到期偿还所致。受偿债支出增长影响，近三年公司筹资活动现金流量净额年均复合下降 29.93%，2017 年为 2.08 亿元。

表 14 2015~2017 年公司现金流情况（单位：亿元、%）

科 目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	12.93	9.25	9.13
经营活动现金流出量	17.80	27.25	12.22
经营活动产生的现金流量净额	-4.87	-18.00	-3.09
投资活动产生的现金流量净额	0.14	-0.54	-0.004
筹资活动产生的现金流量净额	4.24	21.28	2.08
现金收入比	162.95	93.48	99.01

资料来源：审计报告，联合评级整理

总体看，公司现金收入比受财政资金拨付效率影响较大，往来款对经营活动现金流量影响较大；未来随着度假区开发的稳步推进以及以往债务到期偿还，公司投资规模仍将维持较大规模，存在一定对外筹资压力。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，流动比率速动比率均呈上升趋势，其中流动比率分别为 6.98倍、8.92倍和10.20倍；速动比率分别为1.37倍、1.89倍和1.44倍。2015~2017年，公司现金短期债务比分别为0.75倍、1.80倍和0.96倍，现金类资产对短期债务的覆盖较高。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年公司EBITDA逐年下降，分别为1.84亿元、1.74亿元和1.46亿元；2017年EBITDA同比减少15.97%；2017年EBITDA中利润总额占94.26%。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为0.54倍、0.55倍和0.48倍，EBITDA对利息覆盖能力较弱；EBITDA全部债务比分别为0.04倍、0.03倍和0.02倍，EBITDA对全部债务覆盖能力较弱。公司长期偿债能力较弱。

截至2018年9月底，公司共获得银行授信18.40亿元，其中已使用额度10.50亿元，尚未使用额度7.90亿元。

截至2019年9月底，公司对外担保余额20.44亿元，担保比率20.67%；被担保企业均为国资背景，但考虑公司与被担保方均未签订反担保协议，仍存在一定或有负债风险。

表 15 2018 年 9 月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	担保方式
长兴和美农林有限公司	0.62	2019-8-30	保证担保
长兴洪湖投资开发有限公司	0.62	2019-10-20	保证担保
长兴吴山益农村镇建设有限公司	0.50	2020-3-8	保证担保
长兴交投集团投资集团有限公司	2.70	2032-4-7	保证担保
	1.10	2032-4-7	保证担保
	1.00	2033-4-28	保证担保
	0.50	2033-5-13	保证担保
长兴骏湖物资贸易有限公司	0.30	2020-4-18	保证担保
	0.07	2019-5-9	保证担保
长兴永能建设发展有限公司	0.70	2019-8-30	保证担保
	1.75	2019.6.22	保证担保
	0.40	2020-8-29	保证担保
长兴城市建设投资集团有限公司	6.50	2037-7-13	保证担保
	2.40	2037-7-13	保证担保
浙江长兴金融控股集团有限公司	0.70	2019-10-24	保证担保
	0.58	2020-3-7	保证担保
合 计	20.44	--	--

资料来源：公司提供

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10330522000474103），截至2018年10月22日，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。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，且存在一定或有负债风险。

## 八、本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模 6.00 亿元，分别相当于 2017 年底公司长期债务和全部债务的 11.11%和 9.36%，对公司债务结构影响较大。

截至 2017 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 43.58%、39.49%和 35.46%，以截至 2017 年底财务数据为基础，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 45.46%、41.65%和 37.91%。考虑到公司拟将部分募集资金用于补充营运资金，实际债务负担将低于预测值。

## 2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 1.84 亿元、1.74 亿元和 1.46 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 0.31 倍、0.29 倍和 0.24 倍；同期公司经营活动现金流入量为 12.93 亿元、9.25 亿元和 9.13 亿元，为本期债券拟发行规模的 2.16 倍、1.54 倍和 1.52 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尚可。

本期债券设分期偿付条款，在债券存续期的第 3~7 年底分期偿付 20% 本金（1.20 亿元）。以分期偿付金额测算，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为分期偿付金额的 1.53 倍、1.28 倍和 1.22 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为分期偿付金额的 10.78 倍、7.71 倍和 7.61 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各期偿付金额保障程度较好。

综合以上分析，考虑到公司区域经营等方面优势显著，并持续取得长兴县政府在资产划拨、以及资本金注入等方面的有力支持，公司对本期债券的偿还能力很强。

## 3. 募投项目对本期债券保障能力分析

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（2018~2025 年）合计可产生净收益 11.23 亿元，为本期债券募投项目拟用资金 3.60 亿元本息的 3.12 倍；本期债券设置分期偿付条款，在存续期第 3~7 年（2021~2025 年）每年需支付本金 0.72 亿元，募投项目当期收益分别为当期应兑付本息的 1.34 倍、1.69 倍、1.89 倍、2.39 倍和 2.86 倍；对本息覆盖倍数尚可。目前募投项目工程进展缓慢，募投项目预测收益实现的不确定性大。

表 16 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
<b>1</b>	<b>营业收入</b>	<b>162,468.00</b>	<b>15,632.00</b>	<b>17,162.00</b>	<b>19,169.00</b>	<b>23,191.00</b>	<b>24,748.00</b>	<b>29,601.00</b>	<b>32,965.00</b>
1.1	门票收入	90,457.00	9,000.00	9,900.00	10,890.00	11,979.00	13,177.00	16,910.00	18,601.00
1.2	民宿出租收入	29,520.00	1,800.00	2,160.00	2,880.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00	6,480.00
1.3	游船收入	27,137.00	2,700.00	2,970.00	3,267.00	3,594.00	3,953.00	5,073.00	5,580.00
1.4	游客中心收入	1,440.00	180.00	180.00	180.00	216.00	216.00	216.00	252.00
1.5	茶吧水榭收入	1,650.00	200.00	200.00	200.00	250.00	250.00	250.00	300.00
1.6	演艺剧场表演收入	12,264.00	1,752.00	1,752.00	1,752.00	1,752.00	1,752.00	1,752.00	1,752.00
<b>2</b>	<b>经营成本</b>	<b>6,810.40</b>	<b>932.00</b>	<b>932.00</b>	<b>932.00</b>	<b>932.00</b>	<b>932.00</b>	<b>1,075.20</b>	<b>1,075.20</b>
2.1	工资福利费用	2,592.00	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00	396.00	396.00
2.2	行政办公费用	518.40	72.00	72.00	72.00	72.00	72.00	79.20	79.20
2.3	运营维护费用	3,700.00	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	600.00	600.00
<b>3</b>	<b>增值税金及附加</b>	<b>11,173.20</b>	<b>1,084.10</b>	<b>1,186.90</b>	<b>1,321.80</b>	<b>1,598.70</b>	<b>1,703.40</b>	<b>2,022.80</b>	<b>2,255.60</b>
3.1	增值税	9,976.00	967.90	1,059.70	1,180.10	1,427.40	1,520.90	1,806.10	2,013.90
3.2	城市建设维护税	698.40	67.80	74.20	82.60	99.90	106.50	126.40	141.00
3.3	教育费附加	498.80	48.40	53.00	59.00	71.40	76.00	90.30	100.70
<b>4</b>	<b>所得税</b>	<b>32,195.10</b>	<b>2,182.40</b>	<b>2,764.20</b>	<b>3,457.20</b>	<b>4,643.40</b>	<b>5,231.50</b>	<b>6,554.30</b>	<b>7,362.10</b>
<b>5</b>	<b>项目收益</b>	<b>112,289.30</b>	<b>11,433.50</b>	<b>12,278.90</b>	<b>13,458.00</b>	<b>16,016.90</b>	<b>16,881.10</b>	<b>19,948.70</b>	<b>22,272.10</b>

6	还本付息	44,640.00	2,880.00	2,880.00	10,080.00	9,504.00	8,928.00	8,352.00	7,776.00
6.1	偿还利息	8,640.00	2,880.00	2,880.00	2,880.00	2,304.00	1,728.00	1,152.00	576.00
6.2	偿还本金	36,000.00	--	--	7,200.00	7,200.00	7,200.00	7,200.00	7,200.00
7	收益/还本付息覆盖倍数	2.52	3.97	4.26	1.34	1.69	1.89	2.39	2.86

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 2018 年发行，2019 年开始偿付利息，利率按照 8.00% 测算

总体看，募投项目当期收益预测值对本息覆盖倍数尚可，但募投项目工程进展缓慢，募投项目预测收益的实现不确定性大。

## 九、债权保障条款分析

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发行人经营状况、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每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每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、综合评价

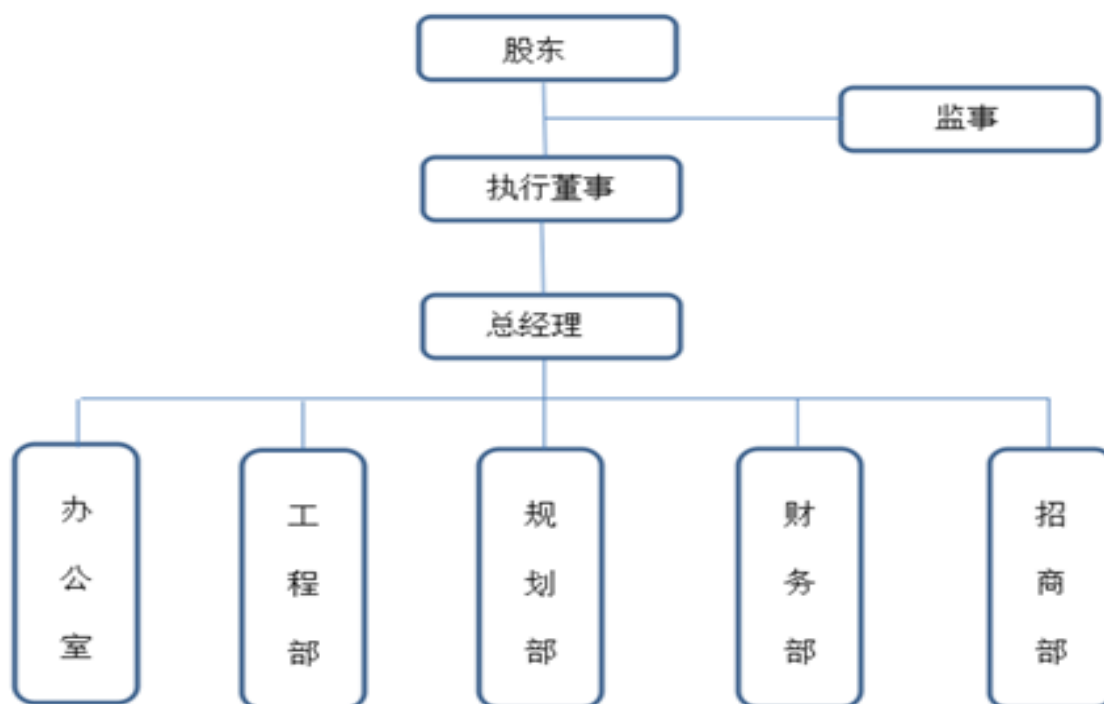
公司作为浙江长兴太湖图影旅游度假区的开发、建设与经营主体，在区域经营方面优势显著，并持续取得长兴县政府在资产划拨、资本金注入和财政补贴等方面的有力支持。同时，联合评级也关注到公司盈利能力弱、资产流动性差、未来投资规模大、募投项目进展缓慢等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

考虑到长兴县相对较强的财政实力及政府对公司持续的支持有助于支撑公司整体偿债能力，联合评级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。

综上，基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司  
组织架构图



## 附件 2 浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司

### 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	146.86	175.68	174.15
所有者权益（亿元）	86.70	97.54	98.26
短期债务（亿元）	12.36	7.52	10.14
长期债务（亿元）	32.21	54.23	53.99
全部债务（亿元）	44.57	61.76	64.13
营业收入（亿元）	4.45	3.37	4.10
净利润（亿元）	1.50	1.32	1.38
EBITDA（亿元）	1.84	1.74	1.46
经营性净现金流（亿元）	-4.87	-18.00	-3.09
应收账款周转次数（次）	2.89	--	1723.19
存货周转次数（次）	0.04	0.02	0.03
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.02
现金收入比率（%）	162.95	93.48	99.01
总资本收益率（%）	1.39	1.18	0.89
总资产报酬率（%）	1.31	1.07	0.82
净资产收益率（%）	1.74	1.43	1.41
营业利润率（%）	5.21	6.79	6.71
费用收入比（%）	9.96	15.36	12.19
资产负债率（%）	40.96	44.48	43.58
全部债务资本化比率（%）	33.95	38.77	39.49
长期债务资本化比率（%）	27.09	35.73	35.46
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	0.55	0.48
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.03	0.02
流动比率（倍）	6.98	8.92	10.20
速动比率（倍）	1.37	1.89	1.44
现金短期债务比（倍）	0.75	1.80	0.96
经营现金流动负债比率（%）	-23.44	-92.61	-18.29
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.31	0.29	0.24

注：1、长期应付款中的有息部分已计入长期债务，2015、2016 年财务数据采用追溯调整后数据；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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+少数股东权益

## 附件 4 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。