

2019 年浙江国兴投资集团有限公司

公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010523】

评级对象: 2019 年浙江国兴投资集团有限公司公司债券(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2019 年 5 月 23 日

计划发行: 23.00 亿元

本期发行: 8.00 亿元

存续期限: 7 年

增级安排: 无

发行目的: 项目建设, 补充营运资金

偿还方式: 按年付息, 分次还本

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	2.97	24.66	5.99
刚性债务	53.56	75.41	55.32
所有者权益	67.32	78.51	81.62
经营性现金净流量	-8.59	16.32	-6.87
合并数据及指标:			
总资产	180.75	219.76	196.08
总负债	99.81	124.41	97.16
刚性债务	83.22	102.40	71.04
所有者权益	80.95	95.35	98.92
营业收入	21.91	24.84	21.82
净利润	3.22	4.59	3.26
经营性现金净流量	-2.67	6.16	2.45
EBITDA	7.62	9.60	7.79
资产负债率[%]	55.22	56.61	49.55
长短期债务比[%]	224.72	150.38	175.71
权益资本与刚性债务比率[%]	97.27	93.11	139.26
流动比率[%]	417.14	319.32	466.63
现金比率[%]	51.83	75.70	55.90
利息保障倍数[倍]	1.57	1.50	1.30
EBITDA/利息支出[倍]	1.67	1.58	1.29
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.09

注: 2016-2017 年发行人数据根据国兴集团经审计的 2015-2017 年三年连审审计报告财务数据整理计算; 2018 年发行人数据根据 2018 年审计报告整理、计算。

分析师

钟士芹 zsq@shxsj.com

吴梦琦 wmq@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- 较好的外部环境。临安区地处杭州市西部, 较好的区域位置、便利的交通条件及丰富的自然资源促进了地区经济持续增长, 2017 年撤市设区后, 与杭州市的同城效应将进一步强化, 可为国兴集团业务开展提供较好的外部环境。
- 业务地位较重要。国兴集团作为临安区城市基础设施建设的重要主体, 在临安区基础设施项目、保障房建设等方面具有较重要的作用。同时公司负责运营大明山景区, 具备专营优势。

主要风险:

- 土地市场波动风险。国兴集团基建项目资金平衡主要依赖于土地出让, 但计划出让的土地受临安区城市建设规划、土地使用规划及房地产市场行情等因素影响, 变现存在不确定性。
- 债务偿付压力。国兴集团已累积较大规模的刚性债务, 而基础设施项目回款较慢, 面临一定债务偿付压力。
- 资金占用风险。国兴集团与临安区其他区属单位存在大额资金往来, 对公司资金形成占用。若回款不及时, 将对资产质量及经营现金流状况产生负面影响。

未来展望

通过对国兴集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析, 本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级, 评级展望为稳定; 认为本期债券还本付息安全性很高, 并给予本期债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019 年浙江国兴投资集团有限公司公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

浙江国兴投资集团有限公司¹（简称“国兴集团”、“该公司”或“公司”）成立于 2000 年 11 月，是由临安市国有资产投资总公司（简称“临安国投总公司”）出资组建的国有公司，初始注册资本为 0.18 亿元。2001 年 6 月，经临安市人民政府（简称“临安市政府”）核准同意增加注册资本 0.456 亿元。2007 年 12 月，公司股权从临安国投总公司划至临安市国有资产监督管理委员会办公室（简称“临安国资办”）。之后历经两次增资，公司注册资本金增至 15.60 亿元。2015 年 10 月，中国农发重点建设基金有限公司（简称“农发基金”）以 0.44 亿元对公司增资²，增资后持有公司 2.73% 股权。2015 年 12 月，根据《临安市政府融资平台整合工作方案》（临政函[2015]58 号），经临安市政府批准，同意将临安国资办持有的公司 97.27% 股权无偿划转至杭州市临安区国有股权控股有限公司（简称“临安国控”）³。2016 年 3 月，国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）向公司增资 0.40 亿元⁴。截至 2018 年末，公司注册资本为 16.44 亿元⁵，由临安国控持股 94.90%，实际控制人为临安国资办。

该公司是临安区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，目前主要从事临安区城市基础设施建设业务、景区旅游等临安国资办授权的国有资产运营业务和房地产开发、运营业务。

¹ 原名为“临安市城建发展有限公司”，2018 年 4 月更名为现名。

² 2015 年 10 月，根据临安国资办、国兴集团及农发基金签订的投资合同，农发基金以 0.44 亿元对公司增资，款项用于临安锦桥区棚户区改造及综合配套工程项目建设。合同约定：本次投资期限 10 年，公司每年以分红形式进行付息，第 1-7 年每年需要支付 52.63 万元，投资期最后三年需要支付利息合计 78.69 万元，共需支付利息 447.09 万元；农发基金投资的本金 0.44 亿元，将由临安国资办于 2022-2025 年每年 10 月分次回购。

³ 临安国控成立于 2015 年 5 月，是临安市政府批准设立，由临安国资办履行出资人职责的国有独资公司，注册资本为 7 亿元。根据临安市平台整合方案，临安市政府批准新设立临安国控和临安市金融控股有限公司，形成“市国资办—市国控公司—市直属公司—子公司”的四级国资投资体系。目前包括公司在内的 4 家市直属国有公司股权已划转至临安国控。

⁴ 2016 年 3 月，国开基金以 0.40 亿元对公司增资，增资款用于临安市污水处理二厂一期工程资本金，投资收益率为 1.2%，投资期限 10 年，2018 年 4 月已由杭州市临安区国有资产投资控股有限公司提前回购该部分股权。

⁵ 2018 年末公司实收资本为 19.44 亿元，其中 3.00 亿元为临安市万兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“万兴基金”）出资款，尚未办妥工商变更手续。万兴基金系由万向信托有限公司、杭州兰藤投资有限公司和该公司分别出资 24 亿元、0.003 亿元和 6 亿元采取有限合伙的形式设立的股权投资基金。根据增资扩股协议约定，万兴基金拟向公司增资 30.003 亿元，增资款用于临安区域内基础设施项目和公共服务项目等政府投资项目，因增资款尚未完全到位，公司尚未与万兴基金就投资收益率和回报机制等条款进行书面约定。截至 2018 年末到位资金为 7.5 亿元，其中 3 亿元已计入实收资本，尚未完成工商变更登记，剩余款项计入资本公积。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经股东及董事会决议，该公司拟发行不超过 23 亿元的公司债券，期限为 7 年。本期拟发行规模为 8.00 亿元，期限为 7 年，募集资金拟用于公司保障房项目建设和补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2019 年浙江国兴投资集团有限公司公司债券（第一期）
总发行规模:	23 亿元人民币
本期发行规模:	8 亿元人民币
本期债券期限:	7 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。最后五期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。
增级安排:	无

资料来源：国兴集团

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

该公司拟将本期债券募集资金中 4.91 亿元用于公司保障房项目建设，募投项目涉及总投资 22.31 亿元，拟使用募集资金占募投项目总投资的 35.86%，项目已获相关部门批准。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关（文号）	建设周期（年）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
临安区锦桥吴越街南侧地块保障房项目	经杭州市临安区发展和改革局出具的临发改投[2017]075 号）批复；经杭州市国土资源局临安分局出具的临土资预[2017]045 号批复；经杭州市临安区环境保护局出具的临环审[2017]152 号文批复等	2017-2020	3.14	0.70
临安区保通驾校西侧地块保障房项目	经杭州市临安区发展和改革局出具的临发改投[2017]074 号文批复；经杭州市国土资源局临安分局出具的临土资预[2017]047 号文批复；经杭州市临安区环境保护局出具的临环审[2017]167 号文批复等	2017-2020	7.17	1.58
临安市沙地村地块保障房建设项目	经杭州市临安区发展和改革局出具的临发改投[2017]069 号）文批复；经杭州市国土资源局临安分局出具的临土资预[2017]043 号）文批复；经杭州市临安区环境保护局出具的临环审[2017]157 号文批复等	2017-2021	6.75	1.49
临安市第五期保障性住房建设项目（二期）	经临安市发展和改革局出具的临发改投[2017]049 号文批复；经杭州市国土资源局临安分局出具的浙（2017）临安区不动产权第	2018-2020	5.12	1.13

项目名称	批准机关（文号）	建设周期（年）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
	0025491 号文批复。经临安市环境保护局出具的临环审[2013]272 号文批复等			
合计	—	—	22.31	4.91

资料来源：国兴集团

■ 临安区锦桥吴越街南侧地块保障房项目

该项目主要建设内容为拆迁安置及危旧房改造安置小区建设，建设单位为该公司本部。项目拟分东西两地块开发，总用地面积 2.36 万平方米，总建筑面积 7.25 万平方米（其中地上建筑面积 5.25 万平方米，地下建筑面积 1.99 万平方米）。项目计划总投资 3.14 亿元，含住宅建筑面积 5.06 万平方米，可提供保障房共 374 套（其中 90-120 m² 户型 72 套、120-140 m² 户型 302 套）；含配套车位总数 465 个（其中可用于出售的地下车位 418 个）；含配套底商建筑面积 412.30 平方米，全部为住宅底商；含综合配建 0.15 万平方米，主要用于综合配套用房、小区物业用房、社区服务用房等（其中综合配建中包含的会所，建成后拟用于居民活动中心等用途，不用于自持出租或出售等商业用途）。项目营业收入主要来自安置小区住宅房出售收入、商业配套房出售收入和地下车位出售收入。项目估算安置小区住宅销售均价为 6300 元/平方米，住宅建筑面积 5.06 万平方米，可获得住宅房销售总价 3.19 亿元；安置小区配套商业面积 0.04 万平方米，按均价 2.5 万元/平方米出售，预计可获得销售收入 0.10 亿元；根据周边市场价，项目估算地下车位单价为 8 万元/个，预计地下车位销售收入 0.33 亿元。扣除相关税金及经营成本后，项目预计净收益 3.18 亿元，能够覆盖总投资。该项目已于 2018 年 5 月开工建设，截至 2018 年末，已完成部分桩基础工程，约已完成项目建设进度的 10%，已投入资金合计 0.16 亿元，拟使用本期债券募集资金 0.70 亿元，计划于 2020 年竣工。

■ 临安区保通驾校西侧地块保障房项目

该项目建设主体为该公司，项目计划总投资 7.17 亿元，总用地面积 6.74 万平方米，总建筑面积 20.81 万平方米（地上建筑面积为 15.68 万平方米，地下建筑面积 5.14 万平方米）。其中住宅建筑面积 14.36 万平方米可提供保障房共 1,194 套（其中 87 m² 户型 118 套、90 m² 户型 104 套、107 m² 户型 36 套、111 m² 户型 120 套、115 m² 户型 104 套、125 m² 户型 274 套、133 m² 户型 300 套、139 m² 户型 138 套）；含配套车位总数 1359 个；含综合配套 1.02 万平方米，含幼儿园 0.31 万平方米。项目营业收入主要来自安置小区住宅房出售收入和地下车位出售收入。项目住宅销售均价拟为 6800 元/平方米，住宅建筑面积 14.36 万平方米，预计住宅房出售总价 9.76 亿元；根据周边市场价，项目估算地下车位单价为 8 万元/个，项目共计车位 1359 个，预计地下车位销售收入 1.09 亿元。扣除相关税金及经营成本后，项目预计净收益 9.62 亿元，能够覆盖总投资。项目已于 2017 年 12 月开工建设，计划于 2020 年竣工，截至 2018 年末，项目已投资 1.71 亿元，拟使用本期债券募集资金 1.58 亿元。

■ 临安市沙地村地块保障房建设项目

该项目建设单位为该公司，项目计划总投资 6.75 亿元，总用地面积 2.54 万平方米，总建筑面积 16.03 万平方米，其中地上建筑面积 12.03 万平方米，包括住宅 11.06 万平方米和公建配套 0.97 万平方米，可提供保障房 856 套。项目拟建成 92 户 126 平方米户型、704 户 129 平方米户型和 60 户 137 平方米户型的住宅房；含配套车位 1033 个（其中可用于出售的地下车位 952 个）。项目营业收入主要来自安置小区住宅房出售收入和地下车位出售收入。项目住宅单价拟为 6800 元/平方米，住宅建筑面积 11.06 平方米，住宅房出售总价 7.52 亿元；根据周边市场价，项目估算确定地下车位单价为 8 万元/个，项目共计车位 952 个，地下车位销售收入预计为 0.76 亿元。扣除相关税金及经营成本后，项目预计净收益 7.34 亿元，能够覆盖总投资。项目已于 2018 年 6 月开工建设，计划于 2021 年竣工，截至 2018 年末，该项目已完成项目进度的 30%，已投入资金合计 0.88 亿元，项目计划于 2021 年竣工，拟使用本期债券募集资金 1.49 亿元。

■ 临安市第五期保障性住房建设项目（二期）

该项目建设主体为该公司下属杭州市临安区经济适用住房开发有限公司（简称“临安经适房公司”）⁶，项目计划总投资 5.12 亿元，总建筑面积 23.14 万平方米（地上建筑面积 11.00 万平方米，地下建筑面积 4.28 万平方米），项目包含住宅建筑面积 10.33 万平方米，可提供保障房共 876 套（其中 72 m²户型 46 套、88 m²户型 50 套、99 m²户型 68 套、105 m²户型 132 套、109 m²户型 178 套、125 m²户型 150 套、130 m²户型 84 套、133 m²户型 168 套）；含配套车位 760 个（全部为可用于出售的地下车位）；含配套底商建筑面积 0.28 万平方米，全部为住宅底商；含综合配建共 0.39 万平方米。项目营业收入主要来自安置小区住宅房销售收入、商业配套房出售收入和车位销售收入。根据周边可比房价，项目安置住宅预测均价为 6500 元/平方米，住宅建筑面积 10.33 万平方米，预计住宅房出售总价 6.72 亿元；项目商业配套出售均价预计为 9000 元/平方米，商业配套总面积 0.28 万平方米，商业配套房出售总价 0.25 亿元；项目估算地下车位单价为 11.50 万元/个，本项目共计车位 760 个，预计地下车位销售收入 0.87 亿元。扣除税费及经营成本后，项目预计净收益 6.94 亿元，能够覆盖总投资。项目已于 2017 年 11 月开工，计划于 2020 年竣工。截至 2018 年末，该项目已完成主体平均三层建设，约已完成项目进度的 35%，已投入资金合计 0.83 亿元，拟使用本期债券募集资金 1.13 亿元。

B. 补充营运资金

该公司在景区项目、商品房项目建设等方面存在一定支出需求，公司拟将本期债券募集资金中 3.09 亿元用于补充公司营运资金，以保证经营活动的顺利进行。

⁶ 原名为“临安市经济适用住房开发有限公司”，为该公司的全资子公司。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一

城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投

企业融资环境趋紧，2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018 年末，我国城镇化率为 59.58%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，

行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《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），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，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；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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。此外，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，依法依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。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐

步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

临安区为杭州市下辖区，整体经济实力在杭州市各区内排名相对靠后，但依托较优越的地理位置与丰富的自然资源，近年来临安区经济实现平稳较快增长。

临安原为杭州市行政管辖内的县级市，位于杭州市西部，总面积 3126.8 平方公里，是浙江省陆地面积最大的县级行政区，下辖 5 个街道 13 个镇 298 个行政村，2018 年末户籍人口 53.76 万人，常住人口 59.30 万人。2017 年 8 月，经国务院（国函〔2017〕102 号）批复同意，临安撤市设区，维持原行政区域不变。

临安区区位优势明显，与杭州市余杭区相邻，距黄山市 128 公里、距上海市 258 公里，处在杭州至黄山的旅游线上，杭徽高速公路贯穿全境，交通便捷，且未来随着杭州到临安城际铁路的开通，临安至杭州市中心城区交通时间将缩短至 1 小时以内，临安与杭州的同城效应将进一步强化。临安区森林、旅游、矿产、水资源丰富，生态环境较好。临安区森林蓄积量 1074 万立方米，森林覆盖率 76.55%，境内不仅拥有天目山、清凉峰两个国家级自然保护区和青山湖国家森林公园，还拥有大明山、浙西大峡谷等风景名胜区。临安区矿产资源较为丰富，境内矿产资源有 30 余种，其中昌化鸡血石（玉石）是我国特有的名贵石种，列为全国四大国石之一，具有较高的商业价值。此外，临安区境内有太湖和钱塘江两大水系的源头，储水量超过 2 亿立方米，为优质水资源。

依托较优越的地理位置与丰富的自然资源，近年来临安区经济实现平稳较快增长，2016-2018 年地区生产总值同比增速维持在 7% 以上。2018 年临安区实现地区生产总值 539.63 亿元，按可比价计算，同比增长 7.2%。其中第一产业、第二产业和第三产业分别实现增加值 42.91 亿元、238.58 亿元和 258.15 亿元，同比分别增长 2.4%、4.8% 和 11.3%。2018 年临安区三次产业结构由 2017 年的 7.6:47.8:44.6 调整为 8.0:44.2:47.8，第三产业占比首次超第二产业，产业结构调整为“三、二、一”结构。按户籍人口计算，2018 年临安区人均地区生产总值为 10.06 万元，是按户籍人口计算的杭州市人均地区生产总值的 58%，在杭州市各区县排名相对靠后。

临安区已形成以文化创意、旅游休闲、金融服务、电子商务、信息软件、先进装备制造业、物联网、生物医药、节能环保、新能源十大产业为主的发展格局。工业方面，临安工业发展以规模以上高新技术产业为主，其他工业产业集群效应不明显，近年来临安工业经济增速有所放缓。2018 年，全区规模以上工业企业达到 610 家，完成规模工业增加值 151.54 亿元，按可比价同比增长 4.5%；实现规模工业企业利税总额 78.98 亿元，同比增长 3.9%，增速仍处

低位。2018 年全区高新技术产业增加值占规上工业增加值比重为 66.4%，同比增长仅 1.7%。旅游方面，临安区拥有大明山、天目山等 6 个 4A 级景区，近年来全区旅游接待人次及综合收入维持较快增长。2018 年旅游接待游客 1665.37 万人次，实现旅游综合收入 192.62 亿元，同比分别增长 13.6%和 17.5%。

近年来临安区固定资产投资保持较快增长，但增速趋缓。2018 年临安区固定资产投资增长 11.2%。从投资结构看，民间投资、生态环境和公共设施投资、高新技术产业投资以及交通投资同比分别增长 37.7%、10.7%、10.9%和 10.7%。近年来全区消费总额平稳增长，2016-2018 年全区社会消费品零售总额增速维持在 10%以上。

图表 3. 2016-2018 年临安区主要经济指标及增速（单位：%）⁷

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	518.76	8.5	530.92	7.6	539.63	7.2
第二产业增加值（亿元）	260.58	—	263.92	5.8	238.58	4.8
第三产业增加值（亿元）	215.94	—	223.73	11.5	258.15	11.3
全社会固定资产投资（亿元）	265.97	15.0	290.43	9.2	—	11.2
社会消费品零售总额（亿元）	174.08	10.1	192.33	10.5	199.63	10.0
进出口总额（亿元） ⁸	148.12	6.1	185.01	25.5	156.74	-2.8
旅游接待总人数（人次）	1272.37	—	1466.36	15.3	1665.37	—

资料来源：2016-2018 年临安区（市）国民经济和社会发展统计公报、杭州市统计年鉴

近三年临安区房地市场景气度不断提升。2017 年临安撤市设区后，全区房地产销售保持较高热度，房地产开发企业纷纷入驻临安，全区房屋新开工面积及房屋竣工面积大幅上涨，地区房价持续攀升。2018 年全区完成房地产开发投资 129.50 亿元，同比增长 47.6%；房屋竣工面积 138.97 万平方米，同比增长 51.2%；2018 年全区商品房销售均价由 2017 年的 11625.17 元/平方米提升至 14140.05 元/平方米，推动商品房销售额同比增长 23.8%至 200.52 亿元。

图表 4. 2016-2018 年临安房地产市场情况

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	数额	增速(%)	数额	增速(%)	数额	增速(%)
房地产开发投资（亿元）	75.69	4.7	87.75	15.9	129.50	47.6
房屋施工面积（万平方米）	447.44	-6.7	557.44	24.6	774.87	39.0
新开工面积（万平方米）	107.7	22.9	184.15	71.0	309.04	67.8
房屋竣工面积（万平方米）	46.63	-66.1	91.89	97.0	138.97	51.2
商品房销售额（亿元）	127.14	124.3	162.02	52.3	200.52	23.8
商品房销售面积（万平方米）	106.36	151.2	139.37	9.6	141.81	1.8
商品房销售均价（元/平方米）	8365.58		11625.17		14140.05	

资料来源：2016-2018 年临安区（市）国民经济和社会发展统计公报

⁷ 2016-2017 年临安区地区生产总值、第二产业增加值、第三产业增加值绝对值及增速根据 2017-2018 年杭州市统计年鉴披露数据调整。

⁸ 2016 年进出口总额数据根据当年人民币兑美元平均汇率换算所得。

土地出让金返还是该公司基础设施建设的重要资金来源，其实现情况易受临安区城市建设规划、土地使用规划及房地产市场景气度的影响。2016-2018 年全区商住用地出让面积分别为 45.01 公顷、92.60 公顷和 108.25 公顷；成交金额分别为 5.29 亿元、153.73 亿元和 124.87 亿元。2016 年商住用地出让面积虽有所回升但成交均价持续下滑导致同年商住土地成交金额同比下降 51.82% 至 5.29 亿元。2017 年主要受撤市设区后房地产市场景气度大幅提升影响，当年地区住宅用地成交面积及成交价格大幅上扬，远超以前年度全年水平，推动当年土地成交金额大幅增加至 158.93 亿元。2017 年全区商住用地成交均价由 2016 年的 1174.88 元/平方米大幅提升至 16601.10 元/平方米。2018 年全区商住用地成交面积延续增长态势，但成交均价有所回落，使得土地成交金额同比略降至 133.12 亿元。2018 年商住用地成交均价下滑至 11535.09 元/平方米。

图表 5. 2016-2018 年临安区土地成交情况

	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让面积（公顷）	121.98	176.06	227.54
其中：商住用地	45.01	92.60	108.25
工业用地	68.59	60.72	95.85
土地成交金额（亿元）	9.25	158.93	133.12
其中：商住用地	5.29	153.73	124.87
工业用地	2.96	2.48	4.90
土地成交均价（元/m ² ）	758.12	9027.01	5850.31
其中：商住用地	1174.88	16601.10	11535.09
工业用地	432.12	408.59	511.13

资料来源：中指指数

2. 业务运营

该公司是临安区基础设施建设和国有资产运营的重要主体，主业涉及城市基础设施建设、土地开发、房地产开发、矿产、旅游及物资销售等领域。公司基础设施建设拟通过委托代建、配套土地开发出让收益和经营性收益等方式实现资金平衡，但代建费用支付及土地出让进度存在不确定性；房产销售是公司主要的收入和利润来源，2017 年以来公司房产销售收入主要来自保障房销售，考虑到房产项目（含保障房项目）储备较充足，未来收入较有保障；公司景区建设持续完善，旅游业务收入总体较为稳定。

该公司是临安区基础设施建设和国有资产运营的重要主体。经过多年发展，公司从最初单一的政府融资平台成功转型为集城市基础设施建设、土地开发、房地产开发、矿产、旅游、物资销售等产业板块为一体的集团公司。截至 2018 年末，公司下属全资及控股子公司已发展到 18 家（主要子公司概况详见附录三）。2016-2018 年，公司分别实现营业收入 21.91 亿元、24.84 亿元和 21.82 亿元，2017 年公司收入增量主要来自房产销售收入及农村土地综合整治业务，2018 年收入减少主要系物资销售同比有所减少所致。从收入构成看，物资销售和房产销售业务是公司营业收入的主要来源。2016-2018 年物资销售业务收

入占比分别为 78.16%、67.21%和 66.39%；同期房产销售收入占比分别为 16.56%、24.57%和 25.71%。

图表 6. 2016-2018 年公司营业收入构成（单位：亿元，%）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	21.91	100.00	24.84	100.00	21.82	100.00
物资销售	17.13	78.16	16.70	67.21	14.49	66.39
污水处理费	0.11	0.50	—	—	--	--
房产销售	3.63	16.56	6.10	24.57	5.61	25.71
景区旅游	0.77	3.51	0.87	3.49	0.73	3.35
农村土地综合整治	—	—	0.94	3.77	0.77	3.53
其他	0.28	1.26	0.24	0.96	0.22	1.01

资料来源：国兴集团

（1）城市基础设施建设

该公司是临安区城市基础设施建设实施主体，主要负责道路、土地整治及污水处理工程等项目建设。经营模式方面，公司主要采用政府项目市场化运作模式，即通过编制项目规划⁹将土地开发及房地产开发项目列入实施范围，未来以土地出让收益、房产销售收入及政府补助平衡建设支出。前期建设支出的资本金主要来源于公司经营性净收益、相关财政补贴及外部融资。公司基础设施建设项目投入计入“在建工程”科目核算。2018 年公司及其下属子公司杭州市临安区城市防洪工程建设有限公司（简称“临安城市防洪工程公司”）、杭州临安城镇化投资建设有限公司（简称“临安城镇化公司”）、杭州临安吴越文化旅游有限公司与临安区住房和城乡建设局（简称“临安区住建局”）补签了《临安区基础设施工程采取委托代建模式建设协议》，公司以前年度开展的部分基础设施项目由“在建工程”转入“存货”科目核算，待项目竣工并完成财务决算后，临安区财政局一次性或分期向公司支付代建费用。2018 年末在建工程中转入存货科目核算的基础设施项目账面价值约 30 亿元。但公司尚未就具体项目与临安区住建局签署相关代建协议。

截至 2018 年末，该公司已完成东城入口、环城北路等多项项目建设，公司主要在建项目包括城市防洪工程、城东综合改造提升工程和农村土地整治项目等。

⁹ 公司编制项目规划时会充分考虑项目建设成本，规划定稿后提交政府相关部门及会议审议确定。

图7. 截至 2018 年末公司主要在建基础设施项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	预计完工时间	已投资
城市防洪工程	20.19	2019年	20.32
城东综合改造提升工程	10.11	2019年	8.22 ¹⁰
农村土地整治项目	12.27	2020年	9.35
合计	42.57	--	37.89

资料来源：国兴集团

A. 城东综合改造提升工程

城东综合改造提升工程是该公司目前主要的城建项目，也是临安城市建设重点任务。该工程计划总投资为 10.11 亿元，规划范围 4.8 平方公里，项目用地北至青山湖、锦溪，西至天目路延伸段，南至杭徽高速公路，东至圣园路一中都区块。根据项目可行性研究报告，公司通过对规划范围内的土地开发整理及项目建设，预计将产生 1580 亩可出让土地，预计可产生土地出让收益 18.36 亿元，可覆盖初始投资成本。截至 2018 年末，公司对城东综合改造提升工程已投入 8.22 亿元（不包括前期拆迁投入），项目已完成钱锦大道一标段建设，钱锦大道二标段已完成验收并通车使用。目前项目尚未实现配套土地出让收益。

B. 农村土地整治项目

根据《临安市人民政府关于同意设立临安市新农村建设有限公司的批复》（临政发[2011]41 号），该公司设立了杭州临安新农村建设有限公司¹¹（简称“新农村公司”），从事农村土地整治项目，主要负责增减挂钩¹²指标回购、项目申报及管理。具体操作方面，新农村公司与镇人民政府（街道办事处）签订《城乡建设用地增减挂钩指标回购协议》，按项目进度支付回购资金。临安区财政局按照 45 万元/亩向新农村公司回购土地指标。会计处理方面，公司按净收益确认农村土地整治收入。该项目计划总投资额为 12.27 亿元。截至 2018 年末，公司已回购 4211 亩土地，累计已投 9.35 亿元，政府已验收 3250.02 亩，公司实际累计已收到回购款 4.95 亿元。2017 年及 2018 年公司按净收益分别确认农村土地整治收入 0.94 亿元和 0.77 亿元。

C. 城市防洪工程

该项目由该公司下属子公司临安城市防洪工程公司负责实施，项目总投资 20.19 亿元。项目于 2005 年开工，截至 2018 年末，该项目已累计投入 20.32 亿元，项目仍处于建设阶段，已完成青龙望湖路区块，苕溪马溪锦溪部门河段整治工作。项目后续预计将参照临安城市防洪工程公司与临安区住建局签署的

¹⁰ 不包括前期拆迁投入。

¹¹ 曾用名“临安市新农村建设有限公司”。

¹² 增减挂钩指依据土地利用总体规划，将若干拟整理复垦为耕地的农村建设用地地块（即拆旧地块）和拟用于城镇建设的地块（即建新地块）等面积共同组成建新拆旧项目区（简称项目区），通过建新拆旧和土地整理复垦等措施，在保证项目区内各类土地面积平衡的基础上，最终实现建设用地总量不增加，耕地面积不减少、质量不降低，城乡用地布局更合理的目标。

《临安区基础设施工程采取委托代建模式建设协议》，临安区住建局委托临安区财政局安排建设资金，在项目竣工并完成财务决算后，根据项目性质、投资总额、建设期限等情况向公司支付代建费用。公司采用市场化方式进行融资的费用由临安区住建局承担。

总体看，该公司城市基础设施建设已累积较大规模刚性债务，依靠土地出让收益、房产销售收入及政府补助平衡资金，其中对土地出让收益的依赖较大。考虑到土地变现受土地交易市场行情和政府出让计划限制，不确定性较强，公司面临较大资金压力。

(2) 土地开发

临安区政府赋予该公司土地整理与开发职能。公司所整理土地的土地出让收益由临安区财政局予以返还，主要用于弥补基础设施建设支出。土地出让收入的实现受土地出让进度和土地使用规划影响较大。2016-2018 年公司未实现土地出让收入。2017 年公司整理的滨湖地块中的 223.72 亩土地实现出让，成交价为 36.53 亿元，目前公司尚未收到土地出让金返还款¹³。截至 2018 年末，公司尚有可出让土地面积合计约 1956.28 亩。整体看，受土地出让安排及市场等因素影响，公司土地出让进度及资金回笼进度缓慢，加大了公司资本性支出压力。

图表 8. 截至 2018 年末公司待出让土地明细

上市地块	土地性质	地块面积（亩）	预计土地出让返还金额（亿元）
滨湖地块	商住用地	376.28	23
城东区块土地	商住用地	1580.00	77

资料来源：国兴集团

根据临财预【2011】199 号文件，由于该公司承担了临安基础设施建设和公用事业领域主要的投资建设任务，为满足公司未来资金需求，财政局暂定自 2011 年至 2020 年间每年安排财政补贴资金不少于 1 亿元，其中 2017 年不少于 4 亿元，2018 年不少于 5 亿元，10 年累计不少于 25 亿元。2016-2018 年，公司分别获得政府补贴收入 6.32 亿元、7.45 亿元和 5.19 亿元。

(3) 房地产业务

该公司房地产业务主要包括保障房及棚改项目和商品房开发销售两大类，由下属公司杭州临安新都房地产开发有限公司（简称“新都房产”）、临安市国联置业有限公司（简称“国联置业”）、临安经适房公司和临安城镇化公司运营。房产销售易受销售进度及可售存量影响，近年来收入规模波动较大。2016-2018 年公司分别实现房产销售收入 3.63 亿元、6.10 亿元和 5.61 亿元。受 2015 年房产销售集中确认收入以及房产可售存量较少影响，2016 年以来公司房产销售收入下滑明显。2017 年受益于钱锦花园安置房销售的实现，公司房产销售收

¹³ 根据临安市人民政府出具的《临安市人民政府关于调整和完善国有土地使用权出让金收支管理方法的补充通知》，对于经营性用地土地出让进度的分配，各国有直属公司做地地块，市本级与其按以下方法分配：溢价率低于 20%的，按收入额的 45%：55%比例分配；溢价率高于 20%的，每溢价 1%—10%，市本级分成比例相应增加 1%，做地国有直属公司相应减少 1%。

入规模有所增长。2018 年公司房产销售收入主要来自保障房及商品房销售收入。

A. 保障房及棚改项目

保障房建设方面，该公司是临安区保障性住房建设的实施主体之一，主要由下属公司临安经适房公司和临安城镇化公司负责运营。公司自行筹集保障房建设资金，但临安区政府会给予公司在建保障房项目土地及其他配套资源。临安经适房公司的建设用地取得方式即为政府划拨。截至 2018 年末，临安经适房公司已建并完成销售的保障性住房包括临安人家、昌化人家、吴越人家、苕溪人家项目，累计总建筑面积 37.38 万平方米，累计实现销售收入 6.79 亿元，累计投入成本 5.23 亿元。

临安城镇化公司主要负责承建临安市城东钱锦花园（安置房）项目，该项目计划总投资为 10.02 亿元，项目开发所需 30% 资本金由该公司投入，另外 70% 建设资金通过债务融资解决。根据临发改[2012]093 号《关于临安市城东保障房项目可行性研究报告的批复》（现已更名为“临安市城东钱锦花园（安置房）项目”），该项目规划建设近 10 万平方米保障房。其中，拟建安置房 380 套，安置对象为临安市锦城街道余村拆迁回迁户；除安置面积外，项目拟建限价商品房 708 套，限价房的销售对象为符合《临安市限价商品房管理暂行办法》的住房困难居民，据公司测算，预计可实现限价房销售收入 4.83 亿元。此外，临安区政府决定将该项目投资建设形成的 250 亩土地挂牌出让后净收益全部作为项目配套收入，该地块位于城东新城，按最新周边土地出让价格 1000 万元/亩价格计算，预计可获得土地出让净收益 17.5 亿元。项目预计实现限价房销售和土地出让收入合计 22.33 亿元，可覆盖投资成本。截至 2018 年末，公司对该项目已投入 10.31 亿元，其中支付土地款 1.25 亿元，项目已全部完工。截至 2018 年末，项目已售面积 8.75 万平方米，累计销售额为 4.57 亿元。

截至 2018 年末，该公司在售保障房项目共 4 个，累计已投资 20.61 亿元，累计已售面积 27.23 万平方米，累计销售额 12.84 亿元，剩余可售面积 3.72 万平方米。

图表 9. 截至 2018 年末公司保障房项目在售情况¹⁴

项目名称	项目性质	总投资(亿元)	已投资(亿元)	土地款(亿元)	总建筑面积(万平方米)	可售面积(万平方米)	已售面积(万平方米)	已售金额(亿元)
临安市城东钱锦花园（安置房）项目	保障房	10.02	10.31	1.25	13.14	9.66	8.75	4.57
第五期保障房（一期）	保障房	2.65	2.65	0.19	7.87	6.10	5.08	2.48
衣锦人家	保障房	2.80	3.12	0.16	13.06	12.08	10.76	4.26
锦桥家园	保障房	5.49	4.53	3.38	4.70	3.11	2.64	1.53
合计	—	20.96	20.61	4.98	38.77	30.95	27.23	12.84

资料来源：国兴集团

¹⁴ 部分数据根据企业提供最新资料调整。

截至 2018 年末，该公司在建及拟建共 7 个保障房项目，涉及总投资 29.41 亿元，已投资 4.24 亿元，后续尚存较大投资需求。公司保障房项目收益主要来自安置住房销售、配套商业销售收入和停车位销售收入，根据项目可行性研究报告，保障房项目预计收入基本均可覆盖项目投资。

图表 10. 截至 2018 年末公司在建及拟建保障房项目情况¹⁵

项目进度	项目名称	项目性质	总投资（亿元）	总建筑面积（万平方米）	建设周期	已投资（亿元）	预计收入（亿元）
在建	临安区质监站南侧地块保障房项目	保障房	0.73	1.54	2017-2019	0.22	0.73
	临安区锦桥吴越街南侧地块保障房项目	保障房	3.14	7.25	2017-2020	0.16	3.62
	临安区保通驾校西侧地块保障房项目	保障房	7.17	20.81	2017-2020	1.71	10.85
	临安市沙地村地块保障房建设项目	保障房	6.75	16.03	2017-2021	0.88	8.28
	临安市第五期保障性住房建设项目（二期）	保障房	5.12	15.27	2018-2020	0.83	7.84
拟建	余村西侧地块保障房项目	保障房	3.50	4.81	2019-2020	0.44 ¹⁶	--
	余村三产地块保障房项目	保障房	3.00	4.51	2019-2020	0.00	--
合计		—	29.41	70.22	—	4.24	31.32 ¹⁷

资料来源：国兴集团

棚改项目方面，目前该公司在建棚改项目包括锦桥区块棚户区改造及综合配套工程（简称“锦桥区块棚改项目”）和临安市沙地区块棚户区有机更新项目（简称“沙地区块棚改项目”）。其中，锦桥区块棚改项目由子公司临安吴越文化公园发展有限公司负责运营，该项目总投资约 9.25 亿元，项目规划区占地面积 20.35 万平方米，建设内容为新建安置住宅小区、限价商品房住宅小区、商业及其他配套。该项目将按保障性质不同区分销售对象，公司预计可实现总收入 11.55 亿元，其中安置房销售收入 0.96 亿元、限价房销售收入 6.74 亿元、经营性用房销售收入 2.59 亿元、地下停车位销售收入 1.26 亿元。截至 2018 年末，该项目已累计投资 7.54 亿元，锦桥家园 8 栋楼已完成楼地面找平，锦桥家园已售面积 2.64 万平方米，已售金额 1.53 亿元。

沙地区块棚改项目由子公司新都房产负责运营，该项目总投资 8.74 亿元，项目建设内容为征地拆迁，及住宅、商业和配套设施建设等（包括新建小区道路、绿化、停车等设施）。项目总建筑面积 18.59 万平方米，按保障性质不同

¹⁵ 部分数据根据企业最新提供资料调整。

¹⁶ 为项目前期投入。

¹⁷ 由于余村西侧地块保障房项目和余村三产地块保障房项目两个保障房项目尚未完成可行性研究报告，预计收入合计数未包括上述两个项目的收入。

区分销售对象，该公司预计可实现总收入 11.30 亿元，其中安置房销售收入 0.55 亿元、限价房销售收入 6.66 亿元、经营性用房销售收入 3.10 亿元、地下停车位销售收入 0.99 亿元。截至 2018 年末，该项目已累计投资 4.60 亿元，目前拆迁已基本完成，处于项目初步设计阶段。

青龙村区块棚户区有机更新项目由该公司本部负责，项目位于临安区锦城街道青龙村，东至望湖路，南至钱王大街，西至阿里山大酒店，北至规划企业路。该项目计划总投资 8.10 亿元，项目建设内容包括征地拆迁及配套道路等基础设施建设。项目涉及拆迁户 300 户、拆迁企业 8 家，拟使用货币化安置。公司于 2017 年就此项目与临安市房屋征收和住房保障办公室签署政府购买服务协议，政府购买服务协议资金暂定为 8.50 亿元，列入财政预算，由临安市房屋征收和住房保障办公室分年度拨付到位。截至 2018 年末，项目累计已投资 5.52 亿元，已完成大部分区域拆迁，尚未收到政府购买服务协议款项。

图表 11. 截至 2018 年末公司主要在建棚改项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计总收入
锦桥区块棚改项目	9.25	7.54	11.55
沙地区块棚改项目	8.74	4.60	11.30
青龙村区块棚户区有机更新项目	8.10	5.52	9.80
合计	26.09	17.66	32.65

资料来源：国兴集团

总体来看，2017 年以来该公司保障房项目逐步实现销售，可为项目建设提供资金补充，但后续公司在保障房项目存在较大投资需求，公司面临较大投融资压力。

B. 商品房开发

该公司的商业房产建设采取委托开发模式，主要与杭州地上房地产集团有限公司（简称“地上集团”）合作开展，目前已在临安区房地产市场占有较高份额。2012 年以来，公司已开发项目包括子公司新都房产旗下的青山鹤岭、新都公园家、新都公园城、国联置业旗下的国联大厦和苕溪时代¹⁸，已开发项目均处于竣工在售状态。

目前该公司在建商品房项目包括玲珑郡住宅小区项目、新都公园家三期和长路畈项目，其中玲珑郡住宅小区项目位于临安城西玲珑山脚，地块北靠钱王大街，西临玲珑山路，距轻轨 5 号线终点站约 1 公里，交通较便利，项目总建筑面积 7.07 万平方米，计划总投资 4.03 亿元，计划建成 6 栋 16-18 层高层住宅楼，规划 458 户，项目已于 2017 年 6 月经临安市发展和改革局备案同意，截至 2018 年末已投资 1.87 亿元。玲珑郡住宅小区项目已于 2018 年开盘预售，销售单价达 14000 元/平方米，目前已基本预售完毕，待项目交房后预计可对公司收入及盈利提供较强补充。新都公园家三期项目在临安区玲珑街道吴越大

¹⁸ 苕溪时代截至目前已完工，主要用于对外出租。截至 2018 年 9 月末，项目获得的出租收入规模尚小。

街以北，项目总建筑面积 0.84 万平方米，计划总投资 0.82 亿元，截至 2018 年末累计已投 0.08 亿元。长路畈项目地处临安主城区西部，项目南至城中街，东至西雅园，邻近人民广场，距在建的杭临城际铁路人民广场站约 1 公里，区位条件较好，项目总建筑面积 7.53 万平方米，其中地上建筑面积 4.95 万平方米，拟建成 6 栋高层住宅，计划总投资 8.12 亿元，截至 2018 年末已投入 2.35 亿元。考虑到目前临安房地产市场景气度较高，上述商品房项目预计可为公司房产销售收入提供一定补充。

截至 2018 年末，该公司商品房项目累计已投资 34.31 亿元，可售面积合计 62.10 万平方米，已售面积 55.04 万平方米，累计销售资金 41.40 亿元，累计回笼资金约 40 亿元，销售和资金回笼情况较好。

图表 12. 截至 2018 年末公司商业房产项目销售情况¹⁹

项目名称	项目性质	总投资（亿元）	已投资（亿元）	其中：土地款（亿元）	总建筑面积（万平方米）	可售面积（万平方米）	已售面积（万平方米）	累计销售额（亿元）	销售单价（万元/平方米）
青山鹤岭	商品房	4.14	6.94	1.08	17.55	14.16	14.16	8.02	0.57
新都公园家	商品房	4.62	5.64	1.10	14.05	11.20	11.00	7.52	0.68
新都公园城	商品房	10.80	13.08	3.05	32.13	22.34	21.67	14.57	0.67
国联大厦	办公楼	1.90	2.56	0.35	4.86	3.37	3.37	3.72	1.10
苕溪时代	办公楼	1.68	1.79	--	3.34	--	--	--	物业自持
玲珑郡住宅小区项目	商品房	4.03	1.87	0.84	7.07	5.21	4.84 ²⁰	7.57 ²¹	1.40
新都公园家三期	商品房	0.82	0.08	0.02	0.84	0.54	0.00	0.00	--
长路畈项目	商品房	8.12	2.35	4.65	7.53	5.28	0.00	0.00	--
合计	-	36.11	34.31	11.09	87.37	62.10	55.04	41.40	--

资料来源：国兴集团

（4）矿产业务

临安区政府明确将储量大、价值高的矿产资源交由该公司开采和储备。在政府的支持下，公司前期取得探矿权的成本较低，但随着购买探矿权的竞争企业数量增加，近年来公司取得探矿权的成本显著上升。

该公司在矿产的探、查、找、开、采、销等领域实施开放合作战略，积极寻找市场中的合作伙伴。目前公司与中化地质矿山总局浙江地质勘查院（简称“中化浙江地勘院”）合作，自矿产业务开展以来已取得了多项探矿权成果。2017 年公司龙岗镇百丈坞矿区、昌化镇银子湾矿区和湍口里柴家等 3 个矿产由于未勘探出矿产故到期注销；马家畈矿区因项目压覆于 2018 年注销²²。截至 2018 年末，公司共拥有采矿权 2 个，探矿权 4 个。

¹⁹ 部分项目数据根据立项文件调整。

²⁰ 此数据为项目预售面积。

²¹ 玲珑郡项目预售金额为 7.57 亿元，截至 2018 年末实际收到 7.57 亿元。

²² 马家畈矿区项目报损金额 247.14 万元，收到临高高速公路临安段建设指挥部马家畈压覆补偿款 289.17 万元。

图表 13. 截至 2018 年末公司矿产资源情况

矿名	矿种	拿矿时间	采矿权 面积(平 方公里)	探矿权 面积(平 方公里)	开采年 限(年)	矿石储量 (万吨)	平均品 位(%)	取得成本 (亿元)
纤岭矿区 ²³	高岭土	2012.08	1.48	1.48	10	444.77	19.31	0.11
纤岭矿区核 桃岭矿段 ²⁴	高岭土	2012.05	-	4.45	-	-	-	0.04
毛山岗 ²⁵	高岭土	2013.10	-	6.45	-	-	-	1.00
青山朱村矿	建筑石料	2015.10	0.88	1.36	21.5	21476.94	-	7.21
锦南街道市 坞村	地热资源	2016.05	-	7.41	-	-	-	-
昌化镇地热	地热资源	2017.06	-	7.79	-	-	-	-

资料来源：国兴集团

该公司已取得采矿权的矿产为新桥乡纤岭矿区（简称“纤岭矿区”）高岭土矿和青山湖街道朱村矿区普通建筑石料矿及水泥用灰岩矿（简称“青山朱村矿”）。其中，纤岭矿区矿种为高岭土，开采权面积为 1.48 平方公里，开采期限为 10 年，矿石储量为 444.77 万吨，主要由全资子公司杭州临安宝润矿业投资有限公司（简称“宝润矿业”）负责开采。2013 年起宝润矿业开采出优质高岭土，主要通过杭州临安宝丰贸易有限公司（简称“宝丰贸易”）将开采的少量优质高岭土销售至下游玉石市场，并将销售收入计入物资销售业务。截至 2018 年末，宝润矿业高岭土年采选能力为 5 万吨/年。因高岭土市场不景气，公司高岭土投产规模小，近年来公司优质高岭土销售收入规模小，2016-2018 年公司分别实现优质高岭土销售收入 53.39 万元、21.07 万元和 18.88 万元。

青山朱村矿探矿权为该公司于 2014 年竞得，取得成本为 7.21 亿元，经详查，资源储量估算范围内水泥用灰岩总资源量为 1811.34 万吨，普通建筑石料资源储量 19665.60 万吨（7245.88 万立方米）。青山朱村矿已于 2015 年 10 月 13 日取得采矿证。公司预计临安地区乃至杭州西部地区对石灰岩原料及普通建筑石料的需求十分巨大，且青山朱村矿在上述区域范围内具有一定资源垄断优势，开发前景较为乐观。截至目前，公司尚未对青山朱村矿进行开采。

2016 年 5 月，该公司新增锦南街道市坞村探矿权。临安市坞村地热项目位于临安市锦南街道市坞村，综合探查过后，经过地热探采结合并择优施工的原则，选择 ZK2 为施工井点(位于临安市锦南街道市坞村市坞里)，设计深度为 1800m，经过勘探后未发现有价值的资源，目前项目处于停止状态。

未来该公司将全面推进新桥核桃岭、毛山岗等矿区的勘查工作，加快采矿权的申请，并持续增加矿产资源的战略储备，形成“高岭土矿为龙头、石料矿为支撑、金属矿为补充”的矿产格局，使矿产产业成为公司的主导产业之一。

²³ 纤岭矿区在 2010 年 6 月取得探矿权，并于 2012 年 8 月由探矿权转为采矿权。

²⁴ 核桃岭矿段属于纤岭矿区。

²⁵ 毛山岗矿区计划于 2019 年由探矿权转为采矿权。

（5）景区旅游业务

2007 年 12 月，该公司收购了大明山景区，目前公司景区旅游业务主要是对大明山景区旅游资源的开发运营。大明山景区处于杭州西湖和安徽黄山两个国家风景名胜区之间，是临安唯一的省级风景名胜区和国家 AAAA 级风景旅游区。2010 年，公司为提升大明山景区整体品质，重点实施了大明湖高山滑雪场、驾云台——千亩田悬空栈道、大明山庄——大明湖新索道三项工程。2011 年，公司继续对大明山景区进行改造，建成了华东地区最大的室外滑雪场——大明山万松岭滑雪场。2012 年以来，公司持续开展景区建设工作，扩建了滑雪场、大明山庄、大明湖配套游客餐饮等项目。

2016-2018 年，该公司景区旅游业务收入分别为 0.77 亿元、0.87 亿元和 0.73 亿元，2018 年收入规模有所下降主要是因为受经济增速放缓、居民收入增长缓慢及房贷等挤出效应的影响，景区旅游人次有所下滑。

图表 14. 2016-2018 年公司景区旅游收入构成情况（单位：亿元）

	2016年	2017年	2018年
门票收入	0.09	0.08	0.08
索道收入	0.25	0.29	0.25
滑雪收入	0.21	0.25	0.21
其他收入 ²⁶	0.22	0.25	0.19
合计	0.77	0.87	0.73

资料来源：国兴集团

该公司大明山景区已开发旅游资源主要集中在中线，而东线和西线较大的开发空间尚未被利用。随着牵牛岗雷达气象站的建设，东线上山公路已经开通，这为公司开发东线旅游资源提供了便利的交通条件。公司立足于临安区优质的旅游资源，已于 2016 年启动大明山景区申请为 5A 级景区计划，已完成 5A 景区提升方案及景区控制性详细规划编制，实施景区升级改造，项目计划总投资 1.46 亿元，其中游客中心项目土地已于 2018 年 8 月以成交价 3734 万元拍入，项目详细规划方案处于审批阶段，计划于 2019 年开工。

该公司计划使大明山景区成为“临安旅游业的第一品牌，长三角最好的观光旅游目的地之一”，同时公司将向旅行社、酒店等产业拓展，逐步建立高附加值的旅游产业链，发展前景较大。

（6）物资销售业务

目前该公司现有产业布局主要集中在资源型行业，为提升公司资源价值发挥产业间协同效应，2013 年公司将业务范围拓展至物资销售领域，包括黄金现货交易和优质高龄土交易，由全资子公司宝丰贸易负责运营。

黄金现货交易业务方面，该公司通过上海黄金交易所交易系统进行现货买卖，并将黄金存放在指定交割仓库。由于黄金交易价格波动较大，为控制交易

²⁶ 其他收入包括餐饮收入、住宿收入和旅行社收入等。

风险及保障资金安全，公司制定了较为完善的交易内控制度，并在交易操作中严格执行设置止盈、止损点及短期离场原则等风险控制机制。优质高岭土贸易方面，公司出售的优质高岭土为下属公司宝润矿业开采所得，公司主要通过宝丰贸易将其销售至下游玉石市场，销售规模小。

2016-2018年，该公司分别实现物资销售收入17.13亿元、16.70亿元和14.49亿元。从收入构成看，黄金现货交易业务收入为主要收入来源，占物资销售收入的比重维持在99%以上，其余为优质高岭土贸易收入。

总体看，该公司物资销售业务收入规模较大，但由于该业务毛利率水平不高，整体盈利贡献偏低。

图表 15. 2016-2018 年公司物资销售情况（单位：亿元，%）

货物品种	2016年		2017年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
黄金	17.13	99.97	16.70	99.99	14.48	99.99
优质高岭土	0.00 ²⁷	0.03	0.00 ²⁸	0.01	0.00 ²⁹	0.01
合计	17.13	100.00	16.70	100.00	14.49	100.00

资料来源：国兴集团

管理

该公司是临安区下属国有公司，受临安区政府管控力度较大。公司已建立相对完备的治理及组织架构，制度化建设持续推进，可保障公司正常运营。

1. 产权关系与公司治理

（1）产权关系

该公司自成立以来控股股东几经变更。2015年12月，经临安市政府批准股权转让，控股股东由临安国资办变更为临安国控。由于临安国控为临安国资办下属的国有独资公司，因此公司实际控制人仍为临安国资办，控股股东变化未对公司经营、财务等方面产生重大影响。公司产权状况详见附录一。

（2）公司治理

该公司设有股东会、董事会、监事会及经营层等机构。股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。董事会是公司的决策机构，共5名成员，其中非职工代表4人，由股东临安国控委派，经股东会选举产生；职工代表董事由职工代表大会选举产生；设董事长1名，经董事会选举产生。监事会对公司财务和经营业绩进行监督、评价和记录。监事会共5名成员，其中非职工代表3人，

²⁷ 实际金额为53.39万元。

²⁸ 实际金额为21.07万元。

²⁹ 实际金额为18.88万元。

由临安国控委派，经股东会选举产生；职工代表 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生；设监事会主席一名，由监事会议选举产生。同时公司设经理，由董事会聘任或者解聘，具体负责公司的日常经营管理工作，并对董事会负责。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司与临安国资办、股东临安国控、关联企业杭州市临安区国有资产投资控股有限公司（简称“临安国投”）³⁰等资金往来较频繁（具体往来明细详见图表 15）。近年来临安国投占用公司资金规模较大，不利于公司资金周转。2016-2018 末公司应收临安国投往来款分别为 14.13 亿元、14.12 亿元和 14.50 亿元。

图表 16. 2016-2018 年末公司与部分关联方资金往来情况（亿元，%）

关联方名称	科目名称	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
		金额	占该项目比例	金额	占该项目比例	金额	占该项目比例
临安国投	其他应收款	14.13	35.97	14.12	56.63	14.50	52.63
	其他应付款	1.82	16.10	0.34	2.06	0.35	2.39
临安国资办	其他应收款	1.20	3.05	0.01	0.06	1.21	4.41
临安国控	其他应付款	0.00	0.00	6.31	38.16	2.71	18.73
杭州临安排水有限公司	其他应付款	0.00	0.00	2.40	14.52	2.19	15.14

资料来源：国兴集团

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据业务发展需要，下设办公室、发展部、财务部、工程管理部、人力资源部、党群工作部等部门，各部门权责明确，基本保证了公司的正常运行。公司内部组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司根据相关法律法规要求并结合自身情况，建立了一套较为全面的业务管控体系。

财务管理方面，该公司制定了《公司财务管理制度》，并分别对支票管理、现金管理、会计档案管理及相关处罚办法等方面做了细致的规定，以规范财务会计管理行为，控制财务风险。

投资管理方面，该公司制订了《投资管理办法》、《公司重点工程管理办法》。公司发展部负责投资管理，提出固定资产投资年度计划建议，负责项目的立项管理以及对项目实施全过程的监管，并负责对纳入临安区域建计划的建设项目

³⁰ 临安国投成立于 2003 年，注册资本为 5 亿元，由临安国控全资控股，主要负责临安区城区道路建设及部分棚户区改造项目。

进行论证、协调和监管。

对外担保方面，该公司制定了《对外担保管理办法》，规定公司对外担保事项由财务部提出初步意见，经公司董事会全体成员三分之二以上同意后，报临安国资办审议批准。公司担保范围仅限于由公司管理或投资的全资、控股企业，及临安区政府或临安国资办指定的公有经济组织。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的 2019 年 5 月 14 日《企业信用报告》，公司已结清业务中有两笔欠息，分别涉及金额 40.70 万元和 65.64 万元，欠息日期分别为 2009 年 3 月 21 日和 2008 年 2 月 21 日，产生欠息记录皆系银行原因造成（杭州银行临安支行及中国建设银行股份有限公司临安支行已分别出具情况说明），两笔欠息已分别于 2009 年 3 月 31 日和 2009 年 10 月 23 日结清。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2019 年 5 月 15 日，公司无其他不良行为记录。

3. 发展战略

该公司经营发展围绕“打造实力国资，服务地方经济”的目标，通过实业经营和资本运作相结合，将城市基础设施建设、土地一级开发、房地产开发、矿产及旅游等资源型产业作为发展的主要方向。

财务

近年来该公司主业盈利受房产销售影响存在一定波动，2017 年以来受房产销售收入增加及新增农村土地综合整治收入影响，公司盈利水平有所提高。但近年来公司利息负担逐步加重，毛利难以覆盖财务费用，盈利对政府补助依赖度高。随着基础设施建设及保障房等项目投入，公司已累积较大规模的刚性债务，债务偿付对项目配套土地出让的依赖较大，面临一定偿债压力，但得益于地方政府置换债务剥离，目前公司负债经营程度适中，且债务期限结构较合理。

1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年至 2018 年的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 18 家，较 2017 年末增加 1 家。2017 年新增子公司杭州临安湍口新宋都供水有限公司，主要负责公司新增矿产湍口温泉项目采矿工作及天然矿泉水开发工作；新增子公司临安兴

投建设有限公司（简称“临安兴投建设”）因基金融资而成立，暂无实际业务开展。2018 年，经临安区政府同意，将临安区水利水电开发有限公司持有的杭州临安杨岭电站有限公司 100%股权无偿划转至公司。因环境整治原因，2018 年杭州临安杨岭电站有限公司经营电站暂停发电业务。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

2016-2018 年末，该公司负债总额分别为 99.81 亿元、124.41 亿元和 97.16 亿元，2017 年以来由于基础设施项目及保障房项目建设的推进，公司资金需求增加，负债总额有所扩张；2018 年主要因部分债务的到期偿付，加之公司以土地资产置换政府债务³¹，公司负债总额减少，财务杠杆水平降至适中水平；同期末公司资产负债率分别为 55.22%、56.61%和 49.55%。

从负债期限结构看，由于项目建设对长期资金需求较大，该公司负债主要以非流动负债为主。2016-2018 年末，公司长短期债务比分别为 224.72%、150.38%和 175.71%。

从具体构成看，2018 年末该公司流动负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款和短期刚性债务构成。公司应付账款主要为应付工程款及土地开发款，随项目建设的推进，同期末应付账款余额较上年末增长 58.16%至 2.01 亿元；预收账款余额较上年末增加 262.42%至 7.59 亿元，增量来自预收玲珑郡住宅小区项目房款，账龄一年以内款项占比 99.37%；其他应付款主要由公司与股东、临安区其他区属单位及企业的往来款构成，较上年末减少 12.51%至 14.47 亿元（不含应付利息），主要包括应付杭州临安国润投资开发有限公司（简称“国润开发”）³²3.00 亿元、应付股东临安国控 2.71 亿元、应付联营企业临安排水公司 2.19 亿元、应付临安区土地储备中心 1.22 亿元和应付杭州临兴交通投资有限公司³³1.17 亿元。随着部分借款及债券到期偿付，2018 年末公司短期刚性债务余额较上年末减少 63.72%至 10.65 亿元，占流动负债的 30.24%，主要由一年内到期的长期借款 4.00 亿元和一年内到期的应付债券 6.00 亿元构成；同期末短期刚性债务现金比率为 184.90%，处于较高水平，现金类资产对即期债务偿付的保障程度较高。

该公司非流动负债主要由长期刚性债务和专项应付款构成。公司长期刚性

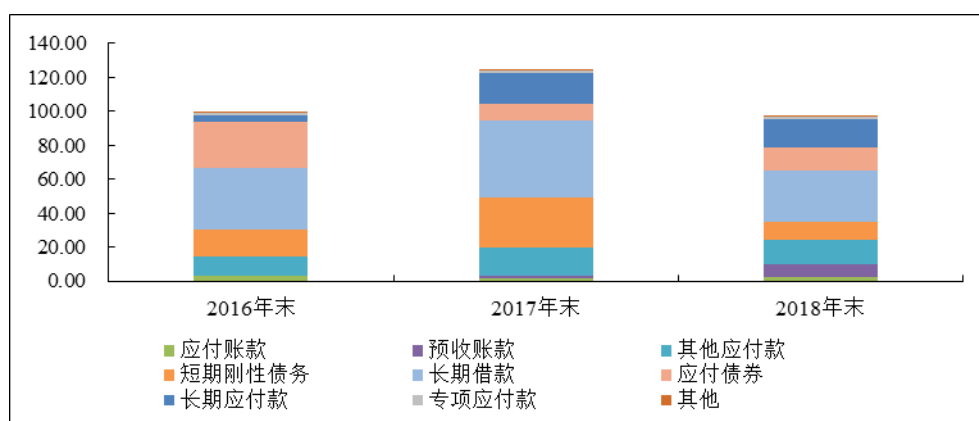
³¹ 根据杭州市临安区财政局于 2018 年 12 月出具的《杭州市临安区财政局关于浙江国兴投资集团有限公司拟进行土地置换的批复》文件，同意将拟剥离的地方政府债务 17.37 亿元与公司土地资产进行置换，置出的土地面积合计 22.98 万平方米，账面价值为 16.54 亿元，置换差额以资本公积形式注入公司。其中，公司下属子公司临安城镇化公司剥离的地方政府债务 5.33 亿元转为公司对其的投资，最终公司合并口径资本公积减少 1.30 亿元。

³² 国润开发成立于 2017 年 4 月，注册资本为 8.66 亿元，该公司和临安国投分别认缴出资 4 亿元和 4.66 亿元，主要经营棚户区改造项目。

³³ 杭州市临安区交通投资发展有限公司控股子公司。

债务以长期借款、应付债券和长期应付款为主。2018 年末长期刚性债务余额为 60.38 亿元，占非流动负债总额的 97.52%。其中，主要因公司以土地资产置换地方政府债务 17.37 亿元，使得长期借款较 2017 年末减少 33.59%至 30.12 亿元；应付债券余额为 13.90 亿元，较上年末增加 40.10%，增加主要系当年公司非公开发行 10.00 亿元公司债所致。2018 年末长期应付款余额为 16.36 亿元，较上年末减少 7.90%，主要为福建兴银股权投资管理有限公司增资款 12.00 亿元³⁴，应付农发基金对下属子公司杭州临安新农村建设有限公司的投资 3.03 亿元³⁵及应付陆家嘴国际信托有限公司向临安城镇化公司投资利息 1.34 亿元³⁶。2018 年末专项应付款余额为 1.42 亿元，主要为应付项目专项资金拨款。

图表 17. 2016-2018 年末公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

B. 刚性债务

该公司融资方式主要包括银行借款和债券融资。作为临安区基础设施建设重要实施主体，公司已累积较大规模的刚性债务，2016-2018 年末刚性债务余额分别为 83.22 亿元、102.40 亿元和 71.04 亿元，占负债总额的比重分别为 83.37%、82.31%和 73.11%；同期末股东权益与刚性债务比率分别为 97.27%、93.11%和 139.26%，随着刚性债务的缩减，股东权益对刚性债务的覆盖程度有所提升。公司刚性债务以中长期债务为主，2018 年末中长期刚性债务占比 85.00%。从具体构成看，公司刚性债务主要包括银行借款、应付债券和长期应付款，2018 年末余额分别为 34.12 亿元、19.91 亿元和 16.36 亿元。公司银行借款方式集中于保证和质押，质押物主要为公司应收款权利等；保证方主要为公司本部和股东临安国控；公司银行借款利率区间为 4.17%-6.50%。

³⁴ 福建兴银股权投资管理有限公司将兴银投资兴浙 3 号契约型私募投资基金募集资金 13 亿元向该公司下属子公司临安兴投建设有限公司增资，公司自实际缴付首笔增资款之日起每年按一定收益率（1 年期 SHIBOR 利率+152.8BP）分期回购该部分股权，2018 年公司回购 1.00 亿元。

³⁵ 国兴集团下属子公司新农村公司 2015 年接受农发基金投资款 3 亿元，按合同约定 5 年后由公司一次性回购。

³⁶ 2016 年公司下属子公司临安城镇化公司接受陆家嘴国际信托有限公司投资款 4 亿元，按合同约定将支付的利息折现至 2018 年末为 1.34 亿元，根据股权投资协议，未来该部分股权投资款由临安国投受让。

图表 18. 2018 年末公司银行借款情况（单位：亿元）

借款类别	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
保证借款	3.27	16.64	19.91
抵押借款	0.05	0.00	0.05
质押、保证借款	0.69	13.47	14.16
合计	4.01	30.11	34.12

资料来源：国兴集团

此外，该公司于 2009 年起拓展债券融资渠道，以调整债务结构、控制财务成本。截至 2019 年 5 月 15 日，公司待偿债券本金余额 21.00 亿元（具体见图表 18）。

图表 19. 截至 2019 年 5 月 15 日公司存续债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	待偿本金余额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间
14 临安城建债	10.00	6.00	7 年	6.94	2014 年 7 月
18 国兴 01	10.00	10.00	3+2 年	6.70	2018 年 8 月
19 国兴投资 MTN001	5.00	5.00	3 年	4.01	2019 年 1 月
合计	25.00	21.00	--	--	--

资料来源：国兴集团

C. 或有负债

截至 2018 年末，该公司对外担保余额为 11.00 亿元，占期末所有者权益的 11.12%，为公司对临安市安置房建设管理中心的担保 6.00 亿元和对参股公司杭州临安排水有限公司担保 5.00 亿元。公司担保对象为临安区政府下属机构及杭州市属国有企业，代偿风险相对可控。

（2）现金流分析

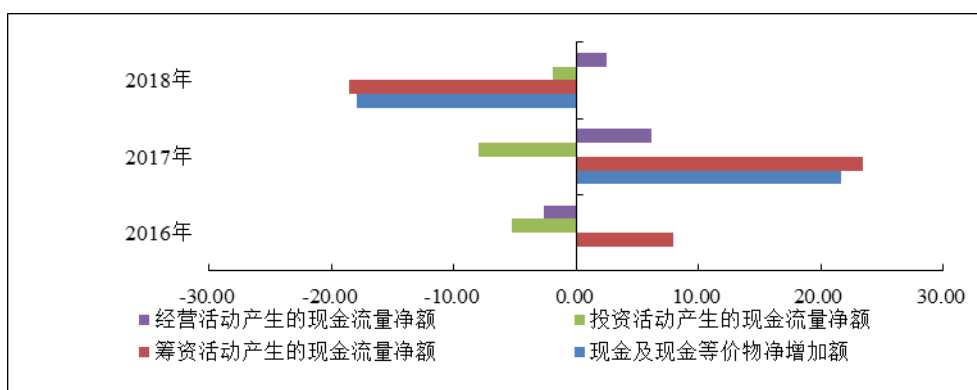
受房地产业务收现及收入确认时点差异影响，该公司主业资金回笼存在一定波动，2016-2018 年公司营业收入现金率分别为 98.95%、95.52%和 137.32%，2018 年处于较高水平，主要系预收较大额玲珑郡项目房款所致。往来款收付规模亦是影响经营性现金流净额的影响因素之一。2016-2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2.67 亿元、6.16 亿元和 2.45 亿元。其中，2016 年由于公司偿付了对临安区财政局以及临安区属其他国有企业的部分往来款，当年经营性现金流呈净流出状态；2017 年主要由于公司向股东和临安其他区属国有企业拆借资金，同时公司收回部分临安国投往来款，当年经营性现金流继续呈净流入状态；2018 年因商品房项目回笼部分资金，且公司与临安其他区属国有企业资金往来形成一定资金净流入，当期经营性现金流仍呈净流入状态。

2016-2017 年该公司基础设施建设业务资金收付通过投资活动现金流核算，2018 年投资活动主要核算理财产品及股权投资收付情况。2016-2018 年投资活动产生的现金流量净额分别为-5.22 亿元、-7.95 亿元及-1.91 亿元。其中，

2016 年公司基础设施项目及股权投资持续推进，投资活动现金流转为净流出状态；2017 年公司新增对国润开发股权投资 4 亿元及理财产品投资，投资性现金净流出规模相对较大；2018 年公司因基建项目投入及支付福建兴银股权投资管理有限公司投资回购款，投资环节现金流继续呈净流出状态。

该公司主要通过银行借款和发行债券来弥补经营活动与投资活动的资金缺口。2016-2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.91 亿元、23.47 亿元和-18.49 亿元。2017 年以来公司下属子公司临安兴投建设有限公司（简称“临安兴投建设”）吸收私募投资基金增资款 13 亿元、公司收到临安市万兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“万兴基金”）向公司投入的出资款 7.5 亿元以及公司下属临安城镇化建设公司收到增资款 3 亿元，使得当年筹资活动产生的现金净流入规模较大；2018 年因当期还本付息规模较大，筹资活动现金流呈净流出状态。

图表 20. 2016-2018 年公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 7.62 亿元、9.60 亿元和 7.79 亿元，主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成。由于基础设施建设及房产项目投入，公司已积累较大规模刚性债务，利息支出规模相对较大，EBITDA 对利息支出及刚性债务保障能力较弱。此外，公司经营性现金流受往来款影响波动较大，无法对债务形成有效保障。

图表 21. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.67	1.58	1.29
EBITDA/刚性债务(倍)	0.09	0.10	0.09
经营性现金流净额(亿元)	-2.67	6.16	2.45
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-7.52	15.32	5.77
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-2.58	5.50	2.21

资料来源：国兴集团

(3) 资产质量分析

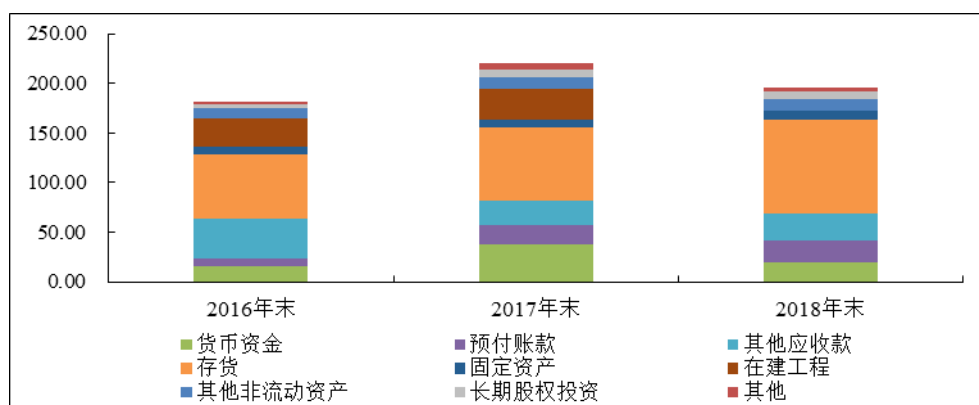
得益于政府资产、财政性资金注入及增资款的到位，该公司资本实力逐年

增强。2016-2018 年末公司所有者权益分别为 80.95 亿元、95.35 亿元和 98.92 亿元。2018 年末公司资本公积较上年末减少 2.84%至 41.34 亿元，主要系公司将剥离的地方政府债务与土地资产进行置换，公司下属子公司临安城镇化建设地方政府债务转为公司对其投资，置换差额以资本公积形式注入公司，最终使得公司资本公积减少 1.30 亿元；当期末公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 61.44%。

2016-2018 年末该公司资产总额分别为 180.75 亿元、219.76 亿元和 196.08 亿元，以流动资产为主，2018 年末流动资产占比 83.86%。从具体构成看，公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成。2018 年末，公司货币资金余额为 19.70 亿元，期末现金比率为 55.90%，即期支付能力尚可；预付账款余额为 21.74 亿元，较上年末增长 14.83%，其中预付城东区块综合改造提升工程征迁现场指挥部 12.07 亿元，预付城东新城锦桥区块拆迁指挥部 5.11 亿元；其他应收款主要为应收临安区其他国有企业及区属单位的往来款，同期末余额为 27.55 亿元，较上年末增长 10.43%，主要系与临安国投等往来款增加，其中应收临安国投往来款 14.50 亿元，应收临安市临余公路临安段改建工程指挥部 5.23 亿元及应收临安国资办往来款 1.21 亿元，上述款项的收回受区属单位支付能力及支付进度影响较大，存在一定不确定性。存货余额较 2017 年末增长 26.72%至 93.60 亿元，其中因置换政府债务土地资产减少 16.54 亿元至 18.41 亿元；因 2018 年 12 月公司与杭州市临安区住房和城乡建设局签订基础设施工程委托代建协议，在建工程中部分基础设施建设项目投入转至存货核算，加之当期新增项目投入，同期末开发成本增至 60.08 亿元；以完工房产项目为主的开发产品 13.53 亿元。

该公司非流动资产主要以长期股权投资、固定资产和其他非流动资产为主，2018 年末长期股权投资余额 7.90 亿元，主要为对联营企业国润开发、临安排水公司和杭州临安自来水有限公司（以下简称“临安自来水公司”）投资；固定资产主要为房屋建筑物，较 2017 年末增长 16.09%至 9.65 亿元，增长主要系部分泵站房屋与管网设备完工转入；在建工程较 2017 年末减少 99.18%至 0.26 亿元，主要系部分基础设施建设项目因委托代建协议的签署转入存货中核算；其他非流动资产主要为公司的矿产资源，当年末余额 10.90 亿元，基本维持上年末水平。

图表 22. 2016-2018 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

(4) 流动性/短期因素

近年来该公司流动比率及速动比率保持在较高水平，2018 年末公司流动比率为 466.63%，较 2017 年末提高 147.30 个百分点；剔除变现能力弱的存货及预付账款后，2018 年末速动比率为 139.30%。此外，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 0.59 亿元。

图表 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	417.14	319.32	466.63
速动比率（%）	181.66	132.56	139.30
现金比率（%）	51.83	75.70	55.90
应收账款周转速度[次]	59.19	13.33	10.48

资料来源：国兴集团

3. 公司盈利能力

近年来该公司营业毛利主要来自房产销售和景区旅游业务，此外 2017-2018 年新增农村土地综合整治收入，可为公司盈利实现提供一定补充。2016-2018 年，公司分别实现营业毛利 1.38 亿元、2.84 亿元和 2.53 亿元，其中房产销售业务的毛利贡献率分别为 60.16%、44.48%和 51.67%；农村土地综合整治业务的毛利贡献率分别为 0.00%、32.95%和 30.47%；景区旅游业务毛利贡献率分别为 28.98%、16.51%和 14.63%。同期，公司综合毛利率分别为 6.30%、11.44%和 11.58%，2016 年由于房产销售收入大幅下降，毛利率低的物资销售业务收入占比提升，使得综合毛利率有所下降，2017 年及 2018 年由于盈利水平较高的房产销售收入增加及新增农村土地综合整治业务收入，推动综合毛利率有所提高。

从细分业务看，近三年房地产业务销售收入主要来自商品房销售和保障房销售，房地产业务毛利率受房地产市场行情及房产区位等因素影响而有所波动。其中，2016 年以来受益于房地产市场行情的显著回暖，房产销售价格有所提升，

带动了毛利率的提高；景区旅游方面，近年来随着大明山景区的不断开发，景区业务盈利维持在较高水平，2016-2018 年毛利率保持在 50%以上。物资销售方面，近三年来该公司物资销售业务虽收入规模大但对公司盈利贡献很小，且受黄金现货市场行情影响出现经营亏损。

图表 24. 2016-2018 年公司营业毛利及毛利率变动情况（单位：亿元，%）

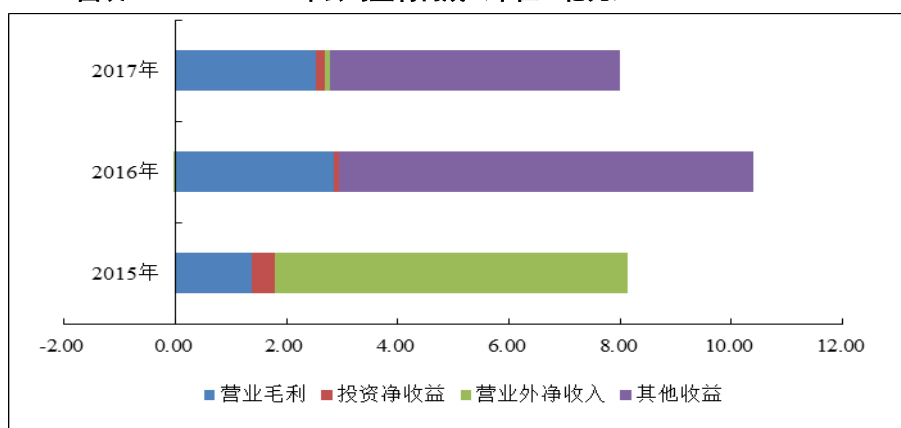
	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业毛利	1.38	100.00	2.84	100.00	2.53	100.00
物资销售	-0.001	-0.08	-0.009	-0.30	-0.001	-0.04
污水处理费	-0.07	-4.75	—	—	—	--
房产销售	0.83	60.16	1.26	44.48	1.31	51.67
景区旅游	0.40	28.98	0.47	16.51	0.37	14.63
农村土地综合整治	--	--	0.94	32.95	0.77	30.47
其他	0.22	15.69	0.18	6.36	0.08	3.27
毛利率	6.30		11.44		11.58	
物资销售	-0.01		-0.05		-0.01	
污水处理费	-59.30		—		—	
房产销售	22.87		20.72		23.28	
景区旅游	51.95		54.15		50.54	
农村土地综合整治	—		100.00		100.00	
其他	78.46		75.60		37.51	

资料来源：国兴集团

该公司期间费用主要以财务费用为主，利息支出负担较重，近年来期间费用率不断提高，期间费用对毛利的侵蚀程度较高。2016-2018 年期间费用率分别为 19.92%、20.49%和 20.91%。同期公司投资净收益分别为 0.41 亿元、0.11 亿元和 0.16 亿元，2016 年由于杭州水务集团对公司原下属控股子公司临安排水公司增资，公司将持有的临安排水公司 49%的股权按公允价值重新计量产生利得 0.33 亿元，使得当年投资净收益同比增长 94.04%至 0.41 亿元，2017 年及 2018 年公司投资净收益主要来自公司联营企业临安自来水公司和临安排水公司。

该公司自身盈利能力不佳，毛利难以覆盖财务费用，公司利润实现主要依赖于政府补助，2016 年以政府补贴为主的营业外收入为 6.36 亿元，2017-2018 年公司分别收到财政补助 7.46 亿元和 5.45 亿元(计入其他收益和营业外收入)；2016-2018 年公司分别实现净利润 3.22 亿元、4.59 亿元和 3.26 亿元。

图表 25. 2016-2018 年公司盈利构成（单位：亿元）



注：根据国兴集团提供的资料绘制

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

作为临安区主要的基础设施建设及国有资产运营主体，该公司在临安区基础设施项目、保障房建设等方面具有较重要的作用。此外，公司负责运营大明山景区，主业具备一定专营优势。近年来房产销售及景区旅游是公司毛利的主要来源。目前公司房产项目（含保障房项目）储备较充足，后续公司收入及现金流较有保障；近年来景区经营平稳，可为公司提供较稳定的收入及毛利。公司基础设施建设项目拟通过委托代建模式及土地出让收益返还等方式实现资金平衡，代建费用支付及土地出让进度存在不确定性，公司存在一定债务偿付压力。

2. 外部支持因素

该公司作为临安区城市基础设施建设主体，得到了临安区政府以增资、财政专项资金注入和财政补贴等方式对其发展的大力支持。2013 年，临安国资办以货币资金对公司增资 6.60 亿元；同期公司获得财政补贴收入分别为 6.36 亿元、7.46 亿元和 5.45 亿元。此外，公司与多家银行保持良好合作关系，截至 2018 年末，公司获得各银行综合授信总额 41.65 亿元，授信额度已使用完毕³⁷。

本次债券偿付保障分析

1. 盈利保障分析

该公司毛利主要来自房产销售和景区管理业务，近年来上述两项业务盈利

³⁷ 因该公司获得的银行授信以项目贷款为主，授信提供后不可循环使用，故无结余额度。

水平保持良好，可为公司毛利实现提供较强支撑，且作为临安区主要的基础设施建设主体，公司可持续获得项目建设补贴，近三年公司盈利较稳定，2016-2018 年公司分别实现净利润 3.22 亿元、4.59 亿元和 3.26 亿元，可对债券还本付息提供一定保障。

2. 外部支持分析

该公司是临安区基础设施建设主体之一，承担了临安区主要的基础设施建设任务，可获得临安区在财政补贴、资产注入等方面的支持。且近年来临安区经济实现较快发展，可为公司经营提供较好的外部环境。

评级结论

该公司是临安区主要的基础设施建设和国有资产运营主体，实际控制人为临安国资办。公司已建立起符合业务管理要求的治理结构及组织架构，并制定了较为完善的治理制度。

该公司是临安区基础设施建设和国有资产运营的重要主体，主业涉及城市基础设施建设、土地一级开发、房地产开发、矿产、旅游及物资销售等领域。公司基础设施建设主要通过代建、配套土地出让收益和经营性收益等方式实现资金平衡，但代建费用支付及土地出让进度存在不确定性；房地产开发业务是公司主要的收入和利润来源，2017 年以来随着保障房等房产的销售，公司房产销售收入有所增加，考虑到房产项目（含保障房项目）储备较充足，未来收入较有保障；公司景区建设持续完善，旅游业务收入总体较为稳定，未来发展空间较大。

近年来该公司主业盈利受房产销售影响存在一定波动，2017 年以来受房产销售收入增加及新增农村土地综合整治收入影响，公司盈利水平有所提高。但近年来公司利息负担逐步加重，毛利难以覆盖财务费用，盈利对政府补助依赖度高。随着基础设施建设及保障房等项目投入，公司已累积较大规模的刚性债务，债务偿付对项目配套土地出让的依赖较大，面临一定偿债压力，但得益于地方政府置换债务剥离，目前公司负债经营程度适中，且债务期限结构较合理。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

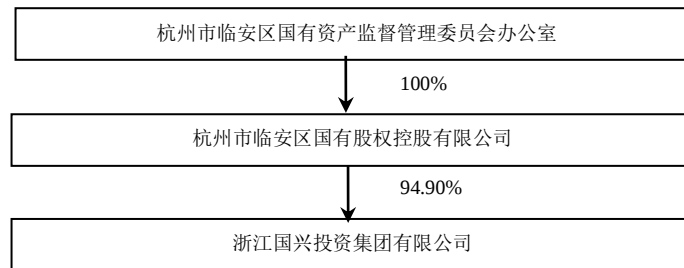
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

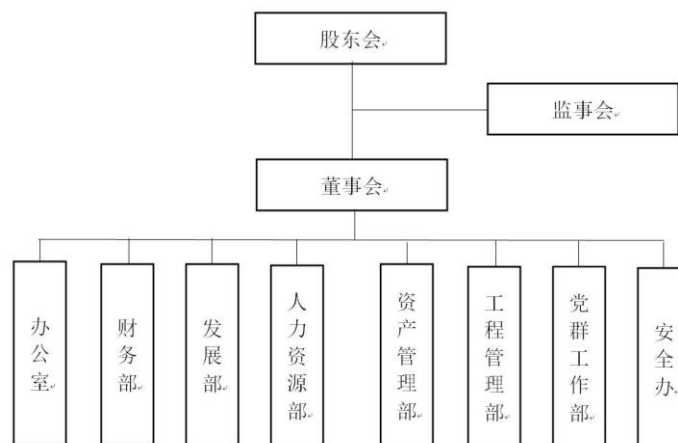
公司与实际控制人关系图



注：根据国兴集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据国兴集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

公司主业涉及的主要经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据				
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入 量 (亿元)
浙江国兴投资集团有限公司	公司本部	—	基础设施建设等	55.32	81.62	0.10	2.24	-6.87
杭州大明山风景旅游有限公司	大明山旅游	100.00	景区管理	0.00	1.45	0.65	0.17	0.15
杭州临安城镇化投资建设有限公司	临安城镇化公司	60.00	城市基础设施建设	9.25	22.52	0.18	0.11	-0.37
杭州市临安区经济适用住房开发有限公司	临安经适用房公司	100.00	房地产开发、经营	0.00	2.30	2.98	0.60	0.71
杭州市临安区城市防洪工程建设有限公司	临安城市防洪	100.00	工程建设	0.00	7.04	0.00	-0.04	-0.15
杭州临安新都房地产开发有限公司	临安新都房产	90.00	房地产开发、经营	0.00	4.86	0.33	0.33	3.13
杭州临安吴越文化旅游有限公司	临安吴越文化	80.00	文化公园的开发、经营	0.00	0.33	1.64	-0.04	0.74
杭州临安新农村建设有限公司	临安新农村	100.00	新农村基础设施建设	5.00	6.96	0.77	0.28	3.49
杭州临安宝润矿业投资有限公司	宝润矿业	100.00	矿业投资	1.45	1.94	0.02	-0.12	1.15

注：根据国兴集团提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	180.75	219.76	196.08
货币资金 [亿元]	15.93	37.61	19.70
刚性债务[亿元]	83.22	102.40	71.04
所有者权益 [亿元]	80.95	95.35	98.92
营业收入[亿元]	21.91	24.84	21.82
净利润 [亿元]	3.22	4.59	3.26
EBITDA[亿元]	7.62	9.60	7.79
经营性现金净流入量[亿元]	-2.67	6.16	2.45
投资性现金净流入量[亿元]	-5.22	-7.95	-1.91
资产负债率[%]	55.22	56.61	49.55
长短期债务比[%]	224.72	150.38	175.71
权益资本与刚性债务比率[%]	97.27	93.11	139.26
流动比率[%]	417.14	319.32	466.63
速动比率 [%]	181.66	132.56	139.30
现金比率[%]	51.83	75.70	55.90
利息保障倍数[倍]	1.57	1.50	1.30
有形净值债务率[%]	123.75	131.18	98.69
担保比率[%]	9.14	7.76	11.12
毛利率[%]	6.30	11.44	11.58
营业利润率[%]	-12.97	19.91	16.14
总资产报酬率[%]	3.95	4.56	3.52
净资产收益率[%]	4.16	5.21	3.35
净资产收益率*[%]	4.27	5.61	3.73
营业收入现金率[%]	98.95	95.52	137.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.52	15.32	5.77
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.58	5.50	2.21
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.23	-4.45	1.28
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.63	-1.60	0.49
EBITDA/利息支出[倍]	1.67	1.58	1.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.09

注：2016-2017 年发行人数据根据国兴集团经审计的 2015-2017 年三年连审审计报告财务数据整理计算；
2018 年发行人数据根据 2018 年审计报告整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计－期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。