

长兴交通投资集团有限公司
2019 年第一期绿色债券
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【341】号 02

分析师

姓名：
党雨曦 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.co
m

评级日期：
2019年08月08日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司
地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

长兴交通投资集团有限公司 2019年第一期绿色债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行规模：人民币 13 亿元

债券期限：7 年

债券偿还方式：按年付息，第 3 至 7 年每年末偿还 20% 本金

发行主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对长兴交通投资集团有限公司（以下简称“长兴交投”或“公司”）本次拟发行总额 13 亿元绿色债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好的基础，公司业务多元化程度较高，营业收入保持增长，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2016-2018 年长兴县分别实现地区生产总值 499.14 亿元、553.21 亿元和 609.78 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 8.0%、8.1%和 8.5%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务多元化程度较高，营业收入持续增长。公司是长兴县重要的基础设施投融资和建设主体，主营业务包括贸易业务、安置房建设、土地开发、城市基础设施建设、保安服务业务、旅游业务等，业务多元化程度较高。2016-2018 年公司分别实现营业收入 20.20 亿元、22.76 亿元和 31.49 亿元，三年复合增长率为 24.84%，公司营业收入保持持续增长。
- 公司获得的外部支持力度较大。长兴县地方政府在资产注入、债务置换和政府补贴等方面给予了公司较大支持，2016-2018 年公司及其子公司通过财政拨款和划拨股权等方式累计增加资本公积 78.83 亿元；此外，2016-2018 年公司累计收到政府

补助 31.51 亿元，较大力度的外部支持有效提升了公司的资本实力和盈利能力。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司存货和其他应收款分别为 329.05 亿元和 89.57 亿元，分别占总资产规模的 55.21% 和 15.03%。存货主要系土地开发、安置房建设、基础设施建设项目形成的开发成本、开发产品和长兴县政府注入的土地资产，集中变现能力较弱；其他应收款主要系政府及其下属国有企业的往来款，回收时间不确定性较大，对公司资金形成较大占用，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较弱，面临较大的资金压力。**2016-2018 年公司经营活动现金流净流出规模分别为 0.80 亿元、2.68 亿元和 24.49 亿元，经营性活动现金流持续净流出，截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 16.22 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模增长较快，面临较大的偿债压力。**2016-2018 年，公司资产负债率分别为 62.18%、59.94% 和 57.82%。公司资产负债率虽逐渐降低，但仍处于高位，2016-2018 年，公司有息负债规模分别为 158.81 亿元、210.80 亿元和 257.06 亿元，三年复合增长率为 27.23%，截至 2018 年末，公司有息债务占负债总额的 74.60%，其中短期有息债务 38.52 亿元，存在较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 1,278,264.43 万元，占当期所有者权益比重为 50.84%，且均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	5,959,930.02	5,388,269.50	4,687,634.59
所有者权益	2,514,190.06	2,158,609.67	1,772,949.21
有息债务	2,570,588.01	2,107,975.25	1,588,111.08
资产负债率	57.82%	59.94%	62.18%
流动比率	5.67	6.58	3.50
营业收入	314,856.83	227,648.89	202,035.63
其他收益	57,955.23	77,559.64	0.00
营业外收入	1,689.66	363.14	87,583.72
利润总额	47,446.41	24,224.58	35,907.36

综合毛利率	10.09%	17.97%	23.19%
EBITDA	113,892.80	107,080.28	119,295.04
EBITDA 利息保障倍数	1.11	1.05	1.00
经营活动现金流净额	-244,879.89	-26,825.16	-8,017.56

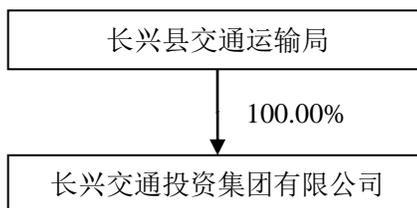
注：2017 年数据来源于 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名为长兴县交通建设投资公司，成立于1994年6月，系长兴县交通运输局投资成立的国有独资公司，成立时注册资本0.1亿元。2006年12月，长兴县交通运输局以国有土地使用权向公司增资2.9亿元，注册资本变更为3亿元。2013年1月，根据长兴县人民政府长政发（2013）2号《长兴县人民政府关于长兴县交通建设投资公司企业改制的批复》文件，公司更为现名，注册资本变更为15亿元。截至2018年末，公司实收资本和注册资本均为15亿元，控股股东和最终实际控制人均为长兴县交通运输局。公司是长兴县重要的基础设施投融资和建设主体，主营业务包括贸易业务、安置房建设、土地开发、城市基础设施建设、保安服务业务等，业务多元化程度较高。2016-2018年公司合并范围变化情况见附录二；截至2018年底，公司纳入合并报表范围的子公司共59家，具体见附录三。

图 1 截至 2018 年末公司股权关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：长兴交通投资集团有限公司2019年第一期绿色债券；

发行总额：人民币13亿元；

债券期限和利率：本次债券为7年期固定利率债券；

还本付息方式：本次债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，前两年每年应付利息单独支付，后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。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。

三、本期债券募集资金用途

本次债券募集资金13亿元人民币，其中7亿元用于长兴南太湖片区废弃矿山修复及综

合利用建设项目（一期）、6亿元用于补充公司营运资金，具体情况如下表：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
长兴南太湖片区废弃矿山修复及综合利用建设项目（一期）	203,985.00	70,000.00	34.32%
补充营运资金	-	60,000.00	-
合计	-	130,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目建设内容

长兴南太湖片区废弃矿山修复及综合利用建设项目（一期）修复废弃矿坑、复垦复绿227.13公顷，新建生态型绿色智能制造产业功能区和矿山地质生态休闲旅游功能区，其中生态型绿色智能制造产业功能区主要建设生态型绿色智能制造产业生产中心、绿色智能制造研发及展示中心、新能源汽车体验中心等，项目建筑面积817,700平方米，总投资为203,985万元。

2、项目审批情况

该项目的审批情况见下表。

表2 项目审批情况

批文名称	批复/审核机关	文号	取得时间
《长兴县企业投资项目备案通知书》	长兴县发展和改革委员会	长发改备【2018】18号	2018/2/6
《建设项目选址意见书》	长兴县规划局	选字第33052220180001R号	2018/2/27
关于长兴南太湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目的用地意见	长兴县国土资源局	长土资审【2018】10号	2018/3/7
关于长兴交通投资集团有限公司长兴南太湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目（一期）的审查意见	长兴县环境保护局	长环建【2018】22号	2018/3/16
关于长兴县南太湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目（一期）社会稳定风险评估报告的批复意见	中共长兴县委维护稳定工作领导小组办公室	长维稳办【2018】4号	2018/3/22
《固定资产投资节能登记表》	长兴县经济和信息化委员会	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目投资进度

长兴县南太湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目（一期）于2017年开工，目前正在建设中，项目工程前期驻地建设已基本完成，正在进行地下基坑开挖工作。截至2018年末，项目已投资金额约1.1亿元，项目进度为5.39%。

4、项目经济效益

根据宁波国际投资咨询有限公司出具的《长兴县南太湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目（一期）可行性研究报告》（以下简称“《可行性研究报告》”），本期债券募投项目建设期为两年，公司负责该项目的融资、建设及其运营工作，为了满足不同发展阶段的企业生产、研发及办公需求，本项目生态型绿色智能制造产业生产中心绿色厂房采用出售和出租结合的模式运营，其中70%用于出租，30%用于出售；绿色智能制造研发及展示中心采用出租的模式运营；项目景区主要通过门票收入实现收益；另外项目配套建设的停车位及充电桩采用出租的模式运营。

长兴县南太湖片区废弃矿山修复及综合利用建设项目（一期）预期在债券存续期内实现收入129,771.01万元，扣减成本及税金等相关费用后，项目预期净收益为122,013.94万元，能够覆盖项目使用债券资金的利息支出¹。项目预计运营期23年，财务内部收益率为7.26%，静态投资回收期为13.62年。但项目建成后的资金回流有一定的不确定性，是否达到预期依赖募投项目能否按期完工、能否顺利通过竣工验收以及建成后的市场环境。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。

¹利息支出按7%利率测算

固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2014年10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，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，

对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年至2018年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6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，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年2月，发展改革委、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，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表3 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017年5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）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年6月	《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）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
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）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目

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)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
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)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

近年长兴县经济保持持续增长,工业基础较好,经济实力不断增强

长兴县隶属浙江省湖州市,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。全县县域面积1,430平方公里,辖16个乡镇和1个省级经济技术开发区。长兴县距上海、杭州、南京等大中城市均在150公里左右,是浙江、江苏、安徽三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽,区位优势较好。

近年来长兴县经济持续增长,2016-2018年,长兴县分别实现地区生产总值499.14亿元、553.21亿元和609.78亿元,按可比价格计算,同比分别增长8.0%、8.1%和8.5%,增速稳中有升。2018年第一产业增加值33.39亿元,同比增长3.1%;第二产业增加值300.41亿元,同比增长8.6%;第三产业增加值275.97亿元,同比增长9.1%。三次产业结构比例由2016年的6.7:49.9:43.4调整为5.47:49.27:45.26,工业仍是国民经济的主导部门,但第三产业占比不断上升。2018年长兴县人均地区生产总值95,961元(按户籍人口计算),同比增长8.1%,是全国人均同期水平的148.45%。

从工业运行来看,2016-2018年,长兴县规模以上工业增加值分别同比增长9.2%、8.6%和8.9%。2018年规模以上工业中电气机械和器材制造业、纺织业、非金属矿物制品业、化学纤维制造业等四大行业累计产值占全县规模以上工业产值的64.8%,同比增长14.6%,支

柱产业的主导地位仍旧突出。

从经济的驱动因素来看，固定资产投资依然是长兴县经济增长的主要来源。2016-2018年，长兴县固定资产投资增速下滑明显，增速分别为13.5%、13.4%和5.5%。消费和进出口是长兴县经济增长的另两大驱动因素，2016-2018年社会消费品零售总额增速分别为12.5%、11.5%和10.1%；2018进出口贸易增速较上年大幅增加，主要是出口增长所致，主要出口行业中，纺织服装出口93.16亿元，同比增长20.6%；机械电子出口29.06亿元，同比下降3.1%；化工出口13.91亿元，同比增长11.1%。。

长兴县金融机构人民币存、贷款保持较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境，2018年底金融机构本外币存款、贷款余额分别为831.49亿元、698.36亿元，分别同比增长13.4%、15.2%。

总体来看，近年来长兴县各项经济指标保持了良好的增长态势，经济实力得以不断增强。

表4 2016-2018年长兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	609.78	8.5%	553.21	8.1%	499.14	8.0%
第一产业增加值	33.39	3.1%	33.50	2.5%	33.40	2.5%
第二产业增加值	300.41	8.6%	275.10	7.3%	249.00	8.4%
第三产业增加值	275.97	9.1%	244.60	10.0%	216.70	8.3%
规模以上工业增加值	-	8.9%	236.17	8.6%	220.30	9.2%
固定资产投资	-	5.5%	-	13.4%	407.75	13.5%
社会消费品零售总额	284.20	10.1%	258.40	11.5%	231.82	12.5%
进出口总额	191.28	23.7%	154.10	9.8%	140.33	17.2%
存款余额	831.49	13.4%	733.20	13.3%	647.04	13.4%
贷款余额	698.36	15.2%	606.00	14.4%	529.82	6.2%
人均 GDP（元）	95,961		87,335		79,114	
人均 GDP/全国人均 GDP	148.45%		146.39%		146.56%	

资料来源：2016-2018年长兴县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

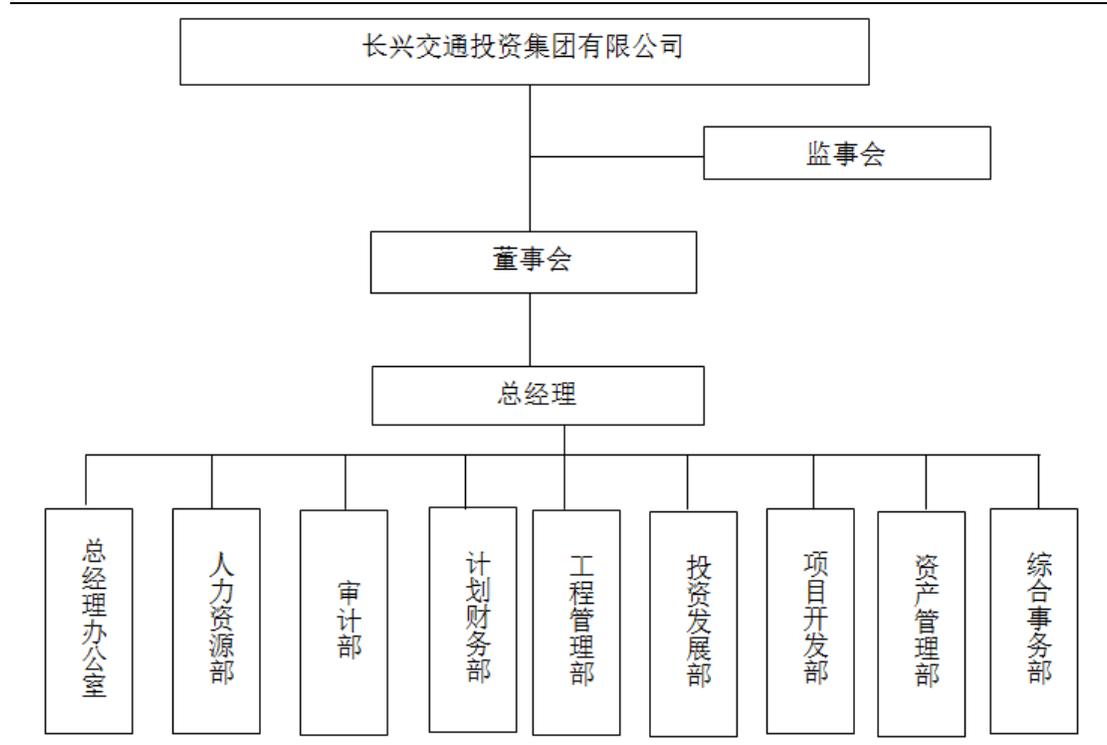
2016-2018年长兴县分别实现公共财政收入45.46亿元、49.49亿元和59.37亿元，其中税收收入分别为38.17亿元、42.05亿元和50.11亿元，占公共财政收入的比例分别为83.96%、84.96%和84.40%；2016-2018年，长兴县公共财政支出分别为57.46亿元、63.08亿元和71.58亿元，2018年长兴县财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为82.94%。

五、公司治理与管理

公司根据经营管理和业务发展的需要设置组织结构体系，按照《公司法》要求建立了现代企业管理制度。公司实行董事会领导下的总经理负责制，根据自身发展需要设立了独立于股东的工程管理部、计划财务部、项目开发部、人力资源部等部门，并明确了各部门的职能，各部门独立运作，形成了公司独立与完善的管理机制。

公司具有独立的企业法人资格，在各家宏观调控和行业监管下，自主经营，独立核算，自负盈亏，自主做出业务经营、战略规划和投资等方面的决策，在业务、资产、人员、机构、财务等多方面均具有独立性。根据公司于2018年5月22日发布的《长兴交通投资集团有限公司董事、监事及高级管理人员发生变动的公告》，对公司董事、监事和高级管理人员作出调整，最终变更情况为：徐诚任公司法定代表人和董事长，王毅任董事兼总经理，王利斌和李鹏任公司董事，邵建峰任监事会主席，陆敏、倪咪和王惠胜任职工监事，徐向荣和钱振康任监事。此外，2019年4月，因公司职工董事陆敏发生人事变动，不再担任公司董事，公司原职工监事倪咪变更为公司职工董事，董春敏担任公司职工监事。根据公司提供的《关于公司高级管理人员任职情况的说明》，截至2019年3月末，公司无高级管理人员涉及公务员兼职、领薪情况。

图 2 公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司为长兴县交通基础设施建设重要的主体，承担长兴县基础设施建设、土地开发整理、安置房建设等职责。公司主营业务多元化程度较高，2016-2017年公司土地开发、委托建设和安置房销售合计占公司收入的比重均在80%以上；2018年公司新增贸易业务、农产品销售业务和屠宰业务，其中贸易收入占2018年营业收入的41.85%，土地开发、委托建设业务和安置房销售业务收入分别为54,395.80万元、39,212.25万元和37,252.24万元，占营业收入比重分别为17.28%、12.45%和11.83%。

2018年公司主要收入来源于贸易、土地开发、委托建设工程、安置房销售和保安服务，共计占营业收入比重为86.84%，矿产销售、运输、旅游、炸药销售等其他收入是公司营业收入的重要补充。由于新增较大规模的贸易收入，2018年公司营业收入为314,856.83万元，同比增长38.31%。近三年公司营业收入不断增长，2016-2018年复合增长率为24.84%。公司综合毛利率持续下降，2016-2018年分别为23.19%、17.97%和10.09%，2017年毛利率下降主要系委托建设业务和土地开发业务毛利率下降所致，2018年毛利率下降主要系公司新增的贸易业务收入占比较高毛利率较低，摊薄了整体盈利水平。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	309,426.20	9.02%	225,940.86	17.86%	200,915.71	23.01%
其中：贸易收入	131,764.66	0.70%	-	-	-	-
土地开发收入	54,395.80	40.38%	70,950.00	54.11%	34,161.00	66.57%
委托建设收入	39,212.25	7.20%	35,560.95	2.05%	32,339.75	32.29%
安置房销售收入	37,252.24	16.40%	83,965.33	14.46%	106,783.49	9.77%
保安服务费收入	10,805.05	7.94%	11,224.16	6.88%	9,890.48	41.05%
矿产销售收入	7,775.81	25.09%	3,782.31	-21.50%	1,499.86	-61.37%
运输收入	7,230.30	-43.35%	7,557.48	-33.77%	7,531.48	-28.33%
旅游收入	6,508.47	25.22%	5,635.63	28.25%	3,916.99	35.27%
炸药销售收入	5,898.37	11.67%	4,662.25	12.94%	3,494.19	12.30%
租金收入	3,542.12	98.58%	950.21	3.05%	750.01	-8.62%
通行费收入	1,544.70	-650.24%	652.48	-1642.93%	-	-
销售农产品收入	1,246.77	14.97%	-	-	-	-
屠宰收入	400.47	22.51%	-	-	-	-
其他	1,849.19	19.55%	1,000.06	18.20%	548.47	0.25%

其他业务收入	5,430.63	71.18%	1,708.03	31.76%	1,119.92	55.58%
其中：租金收入	1,977.75	97.41%	237.74	100.00%	310.05	97.80%
矿石销售收入	2,051.13	35.21%	1,169.30	20.02%	549.32	20.00%
其他	1,401.75	86.80%	300.99	23.47%	260.55	80.34%
合计	314,856.83	10.09%	227,648.89	17.97%	202,035.63	23.19%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司新增贸易业务，其规模较大但盈利性较弱

2018年公司新增贸易业务，主要经营主体为子公司浙江通能投资有限公司（以下简称“通能投资”）和浙江长兴综合物流园区发展有限公司负责，主要贸易产品为电解铅、火法铅和宕渣等。公司贸易业务采取“按需购入”方式，根据下游客户的需求进行采购，公司不承担仓储和物流工作，公司对上游方主要采用预付或者一周一付的付款方式，对下游则给予一定时间的账期，2018年公司实现贸易收入131,764.66万元，占公司营业收入的41.85%，规模较大，毛利率为0.70%，盈利性较弱。

公司上游供应商主要是浙江天能电源材料有限公司、浙江超威创元实业有限公司、浙江赫牛能源有限公司、贵州火麒麟能源科技有限公司和济南马卡鲁商贸有限公司，采购金额为99,618.10万元，占当年采购金额总额的76.14%。公司下游客户主要是长兴鑫长贸易有限公司、浙江森悦文化传播有限公司、长兴传化公路港物流有限公司、浙江长利建设开发有限公司和山东中投泰华新能源集团有限公司，2018年前五大客户销售金额合计为129,820.01万元，占贸易业务销售总额的97.92%。整体来看，公司商品贸易业务处于发展初期，公司下游客户较为集中且单个客户占比较高，随着公司拓展贸易品种，公司未来贸易板块收入有望继续扩大，但盈利能力较弱。

表6 2018年公司贸易业务主要合作客户情况（单位：万元）

主要上游供应商			主要下游客户		
供应商	采购金额	占比	客户	销售金额	占比
浙江天能电源材料有限公司	49,285.81	37.67%	长兴鑫长贸易有限公司	94,545.87	71.15%
浙江超威创元实业有限公司	17,363.53	13.27%	浙江森悦文化传播有限公司	11,123.34	8.44%
浙江赫牛能源有限公司	11,122.27	8.50%	长兴传化公路港物流有限公司	10,908.27	8.28%
贵州火麒麟能源科技有限公司	11,030.18	8.43%	浙江长利建设开发有限公司	10,636.87	8.07%
济南马卡鲁商贸有限公司	10,816.31	8.27%	山东中投泰华新能源集团有限公司	2,605.66	1.98%
合计	99,618.10	76.14%	合计	129,820.01	97.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受政府规划、工程施工进度和子公司划出合并范围等影响，公司安置房收入规模持续

大幅下降，未来安置房销售收入有一定的不确定性

2016-2017年，公司安置房销售业务主要由长兴建设房屋开发有限公司（以下简称“长兴房开”）和长兴县永兴建设开发有限公司（以下简称“永兴建设”）负责，2017年，根据长兴县国有资产监督管理办公室文件“长国资办发[2017]30号”，公司持有的长兴房开51.05%股权被无偿划转给长兴城市建设有限公司，划转后长兴房开及其子公司长兴中心广场商业街管理有限公司将不再纳入公司合并范围，目前公司安置房销售业务主要由永兴建设负责。永兴建设业务模式为：长兴县政府先对保障性安置房项目立项并明确建设任务，立项后交由公司永兴建设进行投资建设，前期建设资金由永兴建设自行筹集，建设完成后，长兴建设将分配后剩余的保障性住房以商品房形式按照市场价格进行出售，永兴建设通过销售保障性安置房及配套商业用房收回建设成本并实现一定利润。

2016-2018年，公司建设的保障性安置房项目主要包括新湖二期、紫金南苑、画溪花园、新湖一期、张家村、新丰一期、新丰二期、五峰花园、米西花园、金莲花园、锦绣花苑，均已完工，2016-2018年，公司实现安置房销售面积分别为23.01万平方米、17.54万平方米和5.83万平方米，实现结算收入分别为106,783.49万元、83,965.33万元和37,252.24万元。2018年安置房销售收入和销售面积大幅下降，主要系2017年长兴房开股权划出，安置房销售面积大幅减少所致。由于目前公司已经完成大部分安置房建设，且伴随着长兴房开划出公司，可供出售的安置房大幅减少，公司安置房销售业务持续性一般。毛利率方面，2016年安置房销售毛利率相对2017年和2018年较低，主要系2016年公司销售的商品房单价较低所致。目前公司在建安置房项目主要是霞城花园，截至2018年末，项目预计总投资3.4亿元，已经投资3.41亿元，可售面积为6.19万平方米，项目已基本完工，处于待售状态。总体来看，公司安置房项目已基本完工且暂时无拟建项目，未来收入存在一定的不确定性，且受政府规划、工程施工进度和长兴房开划出合并范围等影响，业务可持续一般。

表7 公司 2016-2018 年安置房收入情况（单位：平方米、万元）

年度	项目名称	负责子公司	面积	收入
2018 年	新湖二期	永兴建设	58,291.70	37,252.24
	合计	-	58,291.70	37,252.24
2017 年	新丰二期	永兴建设	56,491.01	29,827.30
	画溪花园	长兴房开	20,122.27	9,133.82
	紫金南苑		9,096.38	5,199.34
	米西花园		6,248.15	3,967.61
	五峰花园		3,227.30	1,106.50
	锦绣花苑		4,949.84	3,124.59

	张家村		75,271.92	31,606.17
	小计	-	175,406.87	83,965.33
2016年	金莲花园	长兴房开	6,701.22	2,757.18
	画溪花园		26,307.90	10,962.13
	米西花园		12,910.45	4,683.76
	五峰花园		28,031.05	9,947.18
	紫金南苑		27,008.33	18,635.75
	新丰一期	永兴建设	58,837.27	27,594.68
	新湖一期		70,311.81	32,202.81
		小计	-	230,108.03
	合计	-	463,806.60	228,001.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受当地政府土地出让规划等因素影响，公司土地开发收入有所波动，公司目前尚可出让土地较多，但未来该业务收入仍存在一定的不确定性

公司土地开发收入主要来自子公司永兴建设和长兴南太湖投资开发有限公司（以下简称“长兴南太湖”），永兴建设与长兴县人民政府以及长兴县国土资源局共同签订了《合作开发土地协议》，对位于雒城镇龙山新区和老城区面积分别为13,500亩和1,000亩的土地实施一级开发。根据该协议，土地完成一级开发后通过招、拍、挂等方式上市交易，土地交易成功后收到的地价款首先支付出让金和相关税费，其余地价款全部支付给永兴建设。长兴南太湖和长兴县财政局以及长兴县国土资源局共同签订《合作开发土地协议》，由长兴南太湖对湖州南太湖产业集聚区长兴分区范围内约42平方公里土地进行一级开发，土地开发所需费用和投资由长兴南太湖承担，土地完成当期一级开发后移交给长兴县国土局，国土局按审定的开发成本加一定比例（2017-2018两年均为50%）的收益与公司进行项目结算，公司据此确认土地一级开发收入，结算时确认的收入由长兴县财政局支付给公司。

受政府土地出让规划的影响，2016-2018年开发的土地出让面积分别为265.29亩、131.32亩和1,411.73亩。土地出让单价方面，2016-2018年平均出让单价波动较大，2017年出让价格波动主要系地块位置和土地市场行情不同所致，2018年出让价格大幅下降主要系长湖监狱地块和物流园区B区尖角斗地块单位区域位置及土地属性原因。土地开发业务毛利率较高，2016-2018年毛利率分别为66.57%、54.11%和40.38%，2016年土地征迁成本相对较低，因此单位成本较小，致使当年土地开发业务毛利率相对较高；2017年和2018年受征迁费用、人工费用上升的影响，毛利率有所下降。未来三年公司尚有可出让土地共计1,045.23亩，未来土地开发收入较有保障，但受当地政府土地出让规划等因素影响，土地出让时间及出让价格存在一定的不确定性。

表8 公司 2016-2018 年土地开发收入明细（单位：亩，万元）

年度	地块名称	土地性质	面积	收入
2018 年	龙山街道高山岭村、玄坛庙村、西峰坝村	出让	104.36	31,100.00
	龙山街道玄坛庙村、西峰坝村	出让	24.02	7,118.00
	长湖监狱地块	出让	733.35	4,903.02
	物流园区 B 区尖角斗地块	出让	550.00	11,274.77
	小计	-	1,411.73	54,395.79
2017 年	海洋城北侧-1 地块	出让	131.32	70,950.00
	小计	-	131.32	70,950.00
2016 年	新丰花园北侧-1 地块	出让	98.56	12,693
	新丰花园北侧-2 地块	出让	87.25	11,237
	新丰花园北侧-3 地块	出让	79.48	10,231
	小计	-	265.29	34,161.39
合计		-	1,808.34	159,507.18

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司委托建设收入持续增长，目前在建项目较多，后续尚需投入的资金规模较大，存在较大的资金压力

根据公司与长兴县人民政府、长兴县交通运输局签订的《长兴县交通基础设施重点项目委托代建协议书》（以下简称“协议书”），长兴县人民政府授权公司作为项目的代建主体，按照县政府的要求建设，并在项目建成后移交给县政府，由县政府按照协议约定向公司支付项目代建款。同时县政府授权县交通局作为项目的接收方，在项目完工后由县交通局负责接收，并办理移交手续。2016-2018年公司分别确认委托建设收入32,339.75万元、35,560.95万元和39,212.25万元。2016-2018年委托建设业务毛利率分别为32.29%、2.05%和7.20%，2016年毛利率比较高，主要系2016年度委托代建项目按照概算成本加成确认收入，其他年度按照实际投入成本加成确认收入。

表9 公司 2016-2018 年委托建设收入明细（单位：万元）

年度	项目	总投资	回购总额
2018 年	长兴雒城至吕山改建工程	36,388.50	39,212.25
	小计	36,388.50	39,212.25
2017 年	小槐线改建工程	32,926.81	35,560.95
	小计	32,926.81	35,560.95
2016 年	李家巷至图影道路改建工程	7,000.43	7,560.46
	长兴至长达公路改建工程	6,320.46	14,370.25
	长兴五峰至五庄段改建工程	8,576.14	10,409.04
	小计	21,897.02	32,339.75

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司在建项目主要是疏港公路、长虹公路、杭长高速公路项目、生态饮用水源保护项目等，在建项目预计总投资376,284.72万元，已投资214,096.30万元，尚需投资162,188.42万元。公司在建基础设施项目未来根据政府安排回购，其中疏港公路和长虹公路项目已签订回购协议，其他项目获得收入的时间和金额存在一定的不确定性。

表10 截至2018年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
杭长高速公路项目	153,094.04	111,564.04
疏港公路	27,592	12,737.46
长虹公路	63,752	51,263.00
生态饮用水源保护项目	81,258.68	24,540.90
汽车城项目	50,588	13,990.9
合计	376,284.72	214,096.30

资料来源：公司提供

保安服务费、运输、旅游等业务收入为公司营业收入的重要补充，但业务盈利能力差异明显

保安服务费收入来源于子公司长兴保安服务有限公司（以下简称“长兴保安”），长兴保安主要经营押运、门卫、安检等业务，2016-2018年实现收入分别为9,890.48万元、11,224.16万元和10,805.05万元；毛利率方面，2016-2018年保安服务费业务毛利率分别为41.05%、6.88%和7.94%，毛利率波动较大，主要系2016年公司将保安人员工资计入管理费用，并未计入保安服务业务成本所致。

公司运输业务由长兴县安顺物流有限公司（以下简称“安顺物流”）和长兴交通投资集团汽车运输有限公司（以下简称“长兴交运”）负责，安顺物流主要配合长兴安顺化建民爆有限公司（以下简称“化建民爆”）从事炸药销售业务中的民爆器材二级配送；长兴交运主要负责长兴县内出租车、公交车、长途客运班车及旅游包车等服务。2016-2018年公司分别实现运输业务收入7,531.48万元、7,557.48万元和7,230.30万元，2016-2018年运输业务毛利率分别为-28.33%、-33.77%和-43.35%，因公交车及长途客运班车等为公共服务业务，收入不能覆盖成本，故运输业务毛利率持续为负。

旅游业门票收入主要来自子公司长兴旅游集团有限公司经营。目前主要包括以下7处景点：金钉子远古世界、大唐贡茶院、陈武帝故宫、中国扬子鳄度假村、江南红村、仙山湖景区、花溪谷景区。公司旅游业务规模扩张较快，2016-2018年实现收入分别为3,916.99万元、5,635.63万元和6,508.47万元，年复合增长率28.90%，2018年旅游业务收入较去年同期相比增加15.49%，主要系2018年长兴县整体旅游业务发展较好，带动公司旅游收入增长

所致。

公司主营业务中矿产销售主要由子公司长兴通润矿业有限公司负责，2016-2018年销售收入分别为1,499.86万元、3,782.31万元和7,775.81万元，2018年矿石销售毛利率为25.09%，较去年上涨46.59个百分点，矿产收入和毛利率大幅增加主要系随着矿产开采进度的提高，矿石品质上升，市场需求量增加，销量大幅上涨所致。

公司炸药销售业务由子公司浙江长兴安顺化建民爆有限公司负责，主要销售工业炸药、工业雷管、索类火工品、石蜡等材料。炸药销售收入规模不断扩大，2016-2018年公司炸药销售收入分别为3,494.19万元、4,662.25万元和5,898.37万元，年复合增长率为29.93%，炸药销售收入持续增长主要系矿山开采和基础设施建设中炸药需求增加和公司业务能力增强所致。

2018年公司新增销售农产品收入1,246.77万元，系划入长兴汇合电子商务有限公司股权产生的贡献，新增屠宰收入400.47万元，系划入长兴县至顺生猪定点屠宰有限公司股权产生的贡献。公司主营业务中租金收入为3,542.12万元，较去年同期上升272.77%，主要系长兴南太湖股权划入，下属长兴综合物流园区A区项目和部分已完工B区项目出租收入并入所致，其他业务中的租金收入为1,977.75万元，较去年提高731.89%，主要系公司新综合大楼出租所致，2018年公司通行费收入为1,544.70万元，较去年同期相比提高136.74%，主要系长宜高速通车运营所致。

公司为长兴县重要的基础设施投融资及建设主体之一，在资产注入、财政补贴等方面获得外部支持力度较大

公司是长兴县重要的基础设施投融资和建设主体之一，在资产注入、财政补贴等方面获得政府的较大支持。资产注入方面，2016-2018年公司增加资本公积分别为33,619.62万元、479,899.25万元和274,818.49万元，详情见附录五。2016-2018年公司分别获得财政补贴86,954.94万元、107,559.64万元和120,488.98万元，补贴规模较大。整体来看公司获得地方政府较大力度支持，有力提升了公司的投融资能力及可持续发展能力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据2018年4月27日

公司发布的《长兴交通投资集团有限公司聘请的中介机构发生变更的公告》，由于利安达会计师事务所（特殊普通合伙）受到证监会处罚，公司决定不再续聘利安达会计师事务所（特殊普通合伙）担任公司审计机构，改聘华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）。

根据《企业会计准则第3号---投资性房地产》、《企业会计准则第28号---会计政策、会计估计变更和差错更正》要求，公司自2018年11月1日起对投资性房地产由成本计量模式变更为公允价值模式，对下属子公司长兴南太湖投资开发有限公司2017年财务报表进行追溯调整，本报告2017年数据采用的是2018年审计报告期初数。2016-2018年公司纳入合并范围内新增子公司33家，减少子公司13家，详见附录二。

表11 因会计政策变更引起的公司财务报表更正情况（单位：万元）

项目	2018 年期初余额	
	更正前	更正后
投资性房地产	21,112.82	46,131.32
递延所得税负债	-	6,254.62
资本公积	1,808,065.91	1,826,829.79

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱

近年公司总资产规模不断增加，2016-2018年公司总资产分别为4,687,634.59万元、5,388,269.50万元和5,959,930.02万元，年复合增长率为12.76%，公司资产以流动资产为主，2016-2018年流动资产占总资产比重分别为73.63%、78.50%和75.64%。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货等构成。2018年公司货币资金为232,426.42万元，较上年下降31.70%，主要系公司根据经营需要，偿还债务或支付工程投入所致，货币资金中因质押借款和信用保证金受限的资金为62,912.65万元，占货币资金比重为27.07%，受限比例较高，对流动性造成一定影响。截至2018年末，公司预付款项为58,255.10万元，较去年下降62.09%，主要系公司与长兴永畅物流建设开发有限公司进行了结算，相关预付款项转入工程成本所致。2016-2018年其他应收款分别为568,752.58万元、713,191.88万元和895,744.22万元，主要系应收国有企业的往来款，2018年其他应收款前五名分别为长兴县交通工程公司、长兴丽城建设发展有限公司、长兴港通建设开发有限公司、长兴永畅物流建设开发有限公司和长兴长发建设开发有限公司，合计占其他应收款比重为54.12%，整体来看公司其他应收款风险较小，但金额较大且回收时间不确定，对公司资金形成了较大的占用。

公司存货以开发成本、开发产品和土地资产为主；其中，开发成本主要系土地开发、

安置房建设、委托建设业务形成的，开发产品主要系完工的安置房，土地资产主要系政府注入土地使用权，2018年末，存货中开发成本、开发产品和土地资产账面价值分别为1,924,924.85万元、299,166.45万元和1,065,905.62万元，土地资产均为出让性质，存货中47,747.97万元的土地使用权已用于抵押。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产。2018年可供出售金融资产账面余额为121,648.79万元，较上年增加212.88%，主要系公司为拓展经营板块，提高公司经营多元化程度，新增对长兴兴吉投资合伙企业（有限合伙）和长兴兴利投资合伙企业（有限合伙）的股权投资。投资性房地产账面价值为207,311.52万元，同比增长349.39%，主要系完工并出租的房屋及建筑物转入投资性房地产所致，2018年投资性房地产中128,492.28万元已用于借款抵押，占投资性房地产比重为61.98%，受限比例较高，对流动性造成一定影响。2016-2018年固定资产分别为62,834.02万元、321,747.05万元和318,477.87万元，2017年固定资产大幅增加主要系长宜高速项目完工转入固定资产254,397.62万元所致。2018年在建工程余额为165,498.44万元，其中杭长高速公路北延段二期工程未结转部分余额为111,564.04万元。2018年公司无形资产账面价值为231,551.23万元，其中土地使用权账面价值为229,759.32万元。其他非流动资产主要为公司拥有的二级公路，2018年末账面价值为232,170.85万元。

总体来看，公司资产以存货和其他应收款为主，存货中大部分为开发成本、开发产品和土地资产，变现能力较弱；往来款回收时间不确定性较大，对公司营运资金形成较大占用，整体资产流动性较弱。

表12 2016-2018年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	232,426.42	3.90%	340,303.31	6.32%	239,014.21	5.10%
预付款项	58,255.10	0.98%	153,658.20	2.85%	198,485.43	4.23%
其他应收款	895,744.22	15.03%	713,191.88	13.24%	568,752.58	12.13%
存货	3,290,533.13	55.21%	2,972,761.42	55.17%	2,433,483.62	51.91%
流动资产合计	4,508,235.70	75.64%	4,229,593.87	78.50%	3,451,487.46	73.63%
可供出售金融资产	121,648.79	2.04%	38,879.79	0.72%	24,691.79	0.53%
投资性房地产	207,311.52	3.48%	46,131.32	0.86%	0.00	0.00%
固定资产	318,477.87	5.34%	321,747.05	5.97%	62,834.02	1.34%
在建工程	165,498.44	2.78%	146,548.20	2.72%	572,379.98	12.21%
无形资产	231,551.23	3.89%	252,061.97	4.68%	292,263.79	6.23%
其他非流动资产	232,170.85	3.90%	231,098.68	4.29%	159,429.84	3.40%

非流动资产合计	1,451,694.31	24.36%	1,158,675.64	21.50%	1,236,147.13	26.37%
资产总计	5,959,930.02	100.00%	5,388,269.50	100.00%	4,687,634.59	100.00%

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持增长，综合毛利率持续下降，盈利对外部支持依赖较大

近年来，公司营业收入保持增长，2016-2018年公司营业收入分别为202,035.63万元、227,648.89万元和314,856.83万元，年复合增长率24.84%。2016-2017年公司土地开发、委托建设和安置房销售业务合计占公司收入的80%以上；2018年，公司新增贸易业务，同时由于长兴南太湖土地整体单位成本较低和长兴房开划出合并范围等影响，公司贸易收入占比大幅提高至41.85%，土地开发、委托建设和安置房业务收入分别降至54,395.80万元、39,212.25万元和37,252.24万元，占营业收入比重分别下降至17.28%、12.45%和11.83%。综合毛利率方面，2016年-2018年公司综合毛利率分别为23.19%、17.97%和10.09%，综合毛利率持续下降主要系新增贸易收入在营业收入中占比较高但毛利率较低以及土地开发业务毛利率持续下降所致。非经常损益方面，2016-2018年公司投资收益分别为-1,172.47万元、44.19万元和16,242.41万元，2017年投资收益大幅增加主要系2016年公司处置长期股权投资损失1,051.81万元所致，2018年投资收益大幅增加主要系2018年确认了浙江杭宁高速公路有限责任公司2015-2017年分红所致。

此外，公司作为长兴县基础设施建设主体，获得了贴息、基础设施项目建设专项补助和其他专项补助等政府补助，2018年公司获得120,488.98万元的政府补助，其中6.35亿元为财政贴息，政府补助总额是利润总额的2.53倍，公司对政府补贴依赖性较大。未来公司获得政府补助规模的大小与公司基础设施建设情况以及长兴县财政实力强弱的关系较大，存在一定的不确定性。总体来看，公司收入规模上升，但综合毛利率持续下滑，盈利对外部支持依赖较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	314,856.83	227,648.89	202,035.63
其他收益	57,955.23	77,559.64	-
投资收益	16,242.41	44.19	-1,172.47
营业利润	49,675.07	32,450.90	-40,860.26
营业外收入	1,689.66	363.14	87,583.72
利润总额	47,446.41	24,224.58	35,907.36

综合毛利率	10.09%	17.97%	23.19%
-------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金持续净流出，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

2016-2018年公司的收现比分别为0.84、1.06和1.30，公司经营活动收现情况有所改善。由于公司对工程项目投入较多，因此尽管2016-2018年公司销售商品、接受劳务收到的现金随营业收入增长而逐年增加，但均不能覆盖当年购买商品、接受劳务支付的现金。此外，公司与政府单位和国有企业资金往来规模较大，且近年来往来款项的净额由净流入转为净流出。综上，2016-2018年经营活动现金净流出分别为8,017.56万元、26,825.16万元和244,879.89万元，经营活动现金流出持续扩大。

投资活动方面，2016-2018年投资活动现金流量净流出分别为181,953.19万元、2,695.84万元和117,282.74万元，由于2017年度长兴南太湖股权划入公司，致使收到其他与投资活动相关的现金大幅增长，所以2017年投资活动产生的现金流量净流出大幅减少，2018年公司投资活动现金流量净流出117,282.74万元，较去年大幅增加，主要系公司为拓展业务板块，从事股权投资与投资管理，对外投资大幅增加所致。

为满足公司经营环节的资金需求，近年来公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金。2016-2018年筹资活动现金流量净额分别为200,023.62万元、146,188.90万元和298,994.29万元，2018年公司筹资活动现金流量净额较上年增长104.53%，主要系公司偿还债务支付的现金减少所致。截至2018年末，公司在建项目后续尚需投资16.22亿元，公司面临较大的资金压力。

表14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.30	1.06	0.84
销售商品、提供劳务收到的现金	410,341.20	241,486.89	169,703.10
收到的其他与经营活动有关的现金	558,366.11	482,874.41	613,551.16
经营活动现金流入小计	968,736.00	724,361.29	783,254.27
购买商品、接受劳务支付的现金	541,286.53	297,090.63	206,413.34
支付的其他与经营活动有关的现金	644,074.04	437,078.33	564,874.84
经营活动现金流出小计	1,213,615.90	751,186.45	791,271.83
经营活动产生的现金流量净额	-244,879.89	-26,825.16	-8,017.56
投资活动产生的现金流量净额	-117,282.74	-2,695.84	-181,953.19
筹资活动产生的现金流量净额	298,994.29	146,188.90	200,023.62

现金及现金等价物净增加额	-63,168.33	116,667.90	10,052.87
--------------	------------	------------	-----------

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资本实力稳步增长，但有息负债规模较大且增长较快，公司面临较大的偿债压力。受益于政府的资产注入以及公司的盈利积累，公司所有者权益由2016年末的1,772,949.21万元增至2018年末的2,514,190.06万元，年均复合增长率为19.08%。同时随着公司业务规模的扩大，公司所需资金量增加较快，债务融资规模呈现较快增长，2016-2018年复合增长率为8.73%，2018年末达到3,445,739.96万元。2016-2018年产权比率分别为164.40%、149.62%和137.05%，产权比率有所下降但权益对负债的保障程度不高。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年	2016年
负债总额	3,445,739.96	3,229,659.83	2,914,685.38
所有者权益	2,514,190.06	2,158,609.67	1,772,949.21
产权比率	137.05%	149.62%	164.40%

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，截至2018年末，非流动负债占比76.91%。流动负债主要以短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。近年来公司短期借款持续下降，2018年底为27,000.00万元。2018年其他应付款为347,459.57万元，主要是公司与政府部门、长兴兴利投资合伙企业（有限合伙）和浙江杭宁高速公路有限责任公司的往来款。2018年一年内到期的非流动负债账面价值为329,598.63万元，其中1年内到期的长期借款为200,568.00万元、1年内到期的应付债券为27,300.00万元、1年内到期的长期应付款为51,280.63万元、1年内到期的非流动负债为50,450.00万元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27,000.00	0.78%	65,849.11	2.04%	89,884.11	3.08%
其他应付款	347,459.57	10.08%	384,014.54	11.89%	494,160.33	16.95%
一年内到期的非流动负债	329,598.63	9.57%	160,928.40	4.98%	306,909.96	10.53%
流动负债合计	795,561.32	23.09%	642,973.56	19.91%	985,464.14	33.81%
长期借款	964,916.00	28.00%	1,060,949.05	32.85%	575,441.00	19.74%
应付债券	744,629.19	21.61%	802,812.68	24.86%	615,416.20	21.11%
长期应付款	664,115.50	19.27%	712,259.47	22.05%	734,505.74	25.20%

非流动负债合计	2,650,178.63	76.91%	2,586,686.28	80.09%	1,929,221.24	66.19%
负债合计	3,445,739.96	100%	3,229,659.83	100.00%	2,914,685.38	100.00%
有息债务	2,570,588.01	74.60%	2,107,975.25	65.27%	1,588,111.08	54.49%

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债主要是长期借款、应付债券和长期应付款。近年来公司长期借款上升较快，从2016年的575,441.00万元上升至2018年的964,916.00万元，2016-2018年复合增长率为29.49%，包括保证借款、抵押借款、质押借款和保证兼抵押或质押借款，保证人包括浙江长兴经开建设开发有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司等，抵押物为土地使用权，质押物主要为银行定期存单和应收款项。应付债券主要是公司及子公司发行的公司债，2018年账面价值为744,629.19万元，2018年新增长兴汽运收费收益权优先级资产支持证券。长期应付款主要为地方政府债券置换资金和获得政府的专项建设资金，2018年末金额为664,115.50万元。随着公司业务的开展，有息债务规模迅速增长，2018年公司有息负债为2,570,588.01万元，占负债总额的74.60%，公司刚性债务偿还压力较大。

表17 2018 年末公司应付债券明细（单位：万元）

债券简称	期限	发行起始日期	发行规模	余额
14 长交债 01	7 年	2014/4/30	60,000.00	35,720.88
14 长交债 02	7 年	2014/6/16	60,000.00	11,864.67
15 长交 01	5 年	2015/8/5	100,000.00	40,466.84
16 长交 01	5 年	2016/11/9	97,000.00	96,615.23
17 长交 01	5 年	2017/3/8	80,000.00	79,664.00
15 永兴公司债	5 年	2015/11/13	80,000.00	79,648.00
16 永兴公司债 01	5 年	2016/3/1	100,000.00	99,358.67
16 永兴公司债 02	5 年	2016/9/13	100,000.00	98,941.87
15 太湖 01	5 年	2015/11/16	50,000.00	50,000.00
16 太湖 01	5 年	2016/3/15	50,000.00	50,000.00
17 长物流项目收益债	8 年	2017/11/30	80,000.00	78,879.50
长兴汽运收费收益权优先级资产支持证券	7 年	2018/10/24	30,300.00	23,469.54
合计	-	-	887,300.00	744,629.20

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率近年来有所下降，但仍处较高水平，2018年公司资产负债率为57.82%。2017年公司流动比率和速动比率分别为6.58和1.95，较上年同期分别增长88.00%和88.32%，主要系公司负债结构发生变化，流动负债大幅减少，同时随着公司规模扩大，流动资产增加所致。2018年公司流动比率和速动比率较去年均有所下降，分别为5.67和1.53，且流动资产中其他应收款的回收时间具有较大的不确定性，影响了实

际的偿付能力。受利润总额和利息支出波动的影响,近年公司EBITDA有所波动,2016-2018年EBITDA分别为119,295.04万元,107,080.28万元和113,892.80万元,近年来公司EBITDA利息保障倍数随之逐年上升,但其对公司利息的保障程度仍然较弱;公司有息债务规模较大,增长较快,有息负债与EBITDA之比从2016年13.31上升至22.57,公司偿债压力大幅上升。总体来看公司面临较大的偿债压力。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年	2016年
资产负债率	57.82%	59.94%	62.18%
流动比率	5.67	6.58	3.50
速动比率	1.53	1.95	1.03
EBITDA (万元)	113,892.80	107,080.28	119,295.04
EBITDA 利息保障倍数	1.11	1.05	1.00
有息债务/EBITDA	22.57	19.69	13.31

资料来源:公司2016年和2018年审计报告,中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

募集资金拟投入项目产生的可支配收益是本次债券还本付息的主要来源。根据宁波国际投资咨询有限公司出具的《可行性研究报告》,报告预期在债券存续期内实现收入129,771.01万元,扣减成本及税金等相关费用后,项目预期净收益为122,013.94万元,能够覆盖项目使用债券资金的利息支出。但项目建成后的资金回流有一定的不确定性,是否达到预期依赖募投项目能否按期完工、能否顺利通过竣工验收以及建成后的市场环境。

公司经营活动产生的现金是本期债券偿还资金的重要保障。公司营业收入主要来源于工程项目建设业务。2016-2018年度,公司营业收入分别为20.20亿元、22.76亿元和31.49亿元,销售商品、提供劳务收到的现金分别为16.97亿元、24.15亿元和41.03亿元,保持了持续的增长。此外,目前公司可供开发未出让面积较多且在建项目较多,运输和旅游业务具有较高的垄断性,未来收入可持续性较好。但同时我们也关注到公司仍需要持续融资才能保证在建项目的顺利进行。

公司可变现资产是本期债务偿债资金来源的重要补充。2018年末公司拥有土地使用权129.57亿元,其中未抵押的土地账面价值为124.79亿元,公司必要时可将其出售变现,但土地出让价格受到土地一级市场波动和土地政策的影响,存在一定不确定性。

九、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月13日）公司本部及子公司存在2笔不良类信贷信息记录和7笔关注类信贷信息记录，不良类信贷信息记录主要系公司在华夏银行股份有限公司湖州长兴支行活期存款被冻结30万元，导致账上资金未能全额扣息所致；7笔关注类信贷信息记录主要系根据浙江长宜高速公路有限公司2017年度审计报告，由于浙江长宜高速公路有限公司短期偿债压力增大以及公司利润总额连续亏损，国家开发银行浙江省分行将公司贷款下调至关注类。除此之外，公司不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额为1,278,264.43万元，占当期所有者权益比重为50.84%，公司担保对象主要为长兴县下属国有企业，区域集中度较高，且均无设置反担保措施，面临一定的或有负债风险，具体见附录四。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	232,426.42	340,303.31	239,014.21
其他应收款	895,744.22	713,191.88	568,752.58
存货	3,290,533.13	2,972,761.42	2,433,483.62
总资产	5,959,930.02	5,388,269.50	4,687,634.59
短期借款	27,000.00	65,849.11	89,884.11
其他应付款	347,459.57	384,014.54	519,369.36
一年内到期的非流动负债	329,598.63	160,928.40	306,909.96
长期借款	964,916.00	1,060,949.05	575,441.00
应付债券	744,629.19	802,812.68	615,416.20
长期应付款	664,115.50	712,259.47	734,505.74
总负债	3,445,739.96	3,229,659.83	2,914,685.38
有息债务	2,570,588.01	2,107,975.25	1,588,111.08
所有者权益	2,514,190.06	2,158,609.67	1,772,949.21
营业收入	314,856.83	227,648.89	202,035.63
营业利润	49,675.07	32,450.90	-40,860.26
净利润	43,479.33	23,272.56	35,874.13
经营活动产生的现金流量净额	-244,879.89	-26,825.16	-8,017.56
投资活动产生的现金流量净额	-117,282.74	-2,695.84	-181,953.19
筹资活动产生的现金流量净额	298,994.29	146,188.90	200,023.62
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	10.09%	17.97%	23.19%
收现比	1.30	1.06	0.84
产权比率	137.05%	149.62%	164.40%
资产负债率	57.82%	59.94%	62.18%
流动比率	5.67	6.58	3.50
速动比率	1.53	1.95	1.03
EBITDA（万元）	113,892.80	107,080.28	119,295.04
EBITDA 利息保障倍数	1.11	1.05	1.00
有息债务/EBITDA	22.57	19.69	13.31

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2016-2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2016-2018年度新纳入公司合并范围的子公司情况

年度	子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
2018年	浙江通能泰华能源有限公司	60.00%	5,000.00	投资设立
	长兴众鑫轻纺工业园投资开发服务有限公司	100.00%	5,000.00	非同一控制下企业合并
	长兴联明水处理有限公司	100.00%	50.00	非同一控制下企业合并
	长兴兴民污水处理有限公司	100.00%	800.00	非同一控制下企业合并
	长兴祥盛水处理有限公司	100.00%	50.00	非同一控制下企业合并
	长兴轻纺城发展有限公司	100.00%	5,000.00	非同一控制下企业合并
	长兴浦鑫建设开发有限公司	90.00%	2,000.00	非同一控制下企业合并
	长兴裕鑫村镇建设开发有限公司	100.00%	5,000.00	非同一控制下企业合并
	长兴欣鑫商贸有限公司	100.00%	5,000.00	非同一控制下企业合并
	长兴汇合电子商务有限公司	100.00%	1,000.00	非同一控制下企业合并
	长兴县至顺生猪定点屠宰有限公司	100.00%	77.30	非同一控制下企业合并
	长兴明悦电影院有限公司	100.00%	300.00	非同一控制下企业合并
	长兴古银杏长廊文化旅游发展有限公司	51.00%	1,000.00	投资设立
	长兴太湖海韵文化发展有限公司	100.00%	1,000.00	投资设立
2017年	浙江通能汽车服务发展有限公司	100.00%	5,000.00	投资设立
	长兴珑山旅游开发有限公司	100.00%	1,000.00	投资设立
	长兴南太湖投资开发有限公司	100.00%	47,800.00	股权划转
	浙江长兴综合物流园区发展有限公司	100.00%	5,000.00	股权划转
	长兴锦鹏建筑工程有限公司	100.00%	500.00	股权划转
	浙江长兴商业资产经营有限公司	100.00%	10,080.00	股权划转
	浙江长兴市场经营发展有限公司	100.00%	5,000.00	股权划转
	长兴金陵商城项目开发有限公司	100.00%	700.00	股权划转
	长兴远方的家旅游商品有限公司	65.00%	500.00	投资设立
2016年	长兴交通投资集团汽车运输有限公司	100.00%	500.00	股权收购
	长兴晶鑫客运服务有限公司	100.00%	200.00	股权收购
	长兴万宏交通旅行有限公司	100.00%	300.00	股权收购
	浙江万宏运输服务有限公司	100.00%	-	股权收购

	长兴万宏公路运输服务有限公司	-	-	股权收购
	长兴万宏驾驶员培训有限公司	-	-	股权收购
	浙江长兴联合万宏商贸发展有限公司	100.00%	600.00	股权收购
	长兴宏讯科技有限公司	-	-	股权收购
	长兴通润矿业有限公司	100.00%	5,000.00	投资设立
	长兴通能石化有限公司	50.00%	1,000.00	投资设立

2、2016-2018 年度不再纳入公司合并范围的子公司情况

年度	子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入合并报表的原因
2018 年	长兴红村旅游发展有限公司	100.00%	1,000.00	注销清算
	长兴八都岙景区建设开发有限公司	100.00%	6,000.00	股权划出
	湖州窝哩香企业管理有限公司	100.00%	20.00	注销清算
	长兴在水一方民宿管理有限公司	100.00%	1,000.00	注销清算
	长兴江南红村疗养有限公司	100.00%	50.00	注销清算
2017 年	长兴晶鑫客运服务有限公司	100.00%	200.00	注销被吸收合并
	浙江长兴联合万宏商贸发展有限公司	100.00%	600.00	注销被吸收合并
	长兴县合溪水库工程建设开发有限责任公司	-	-	股权划转
	长兴建设房屋开发有限公司	-	-	股权划转
	长兴中心广场商业街管理有限公司	-	-	股权划转
2016 年	长兴水口天地酒店管理有限公司	-	-	注销

注：长兴万宏驾驶员培训有限公司更名为长兴长运驾驶员培训有限公司；长兴宏讯科技有限公司更名为长兴慧通新能源科技有限公司；根据国家企业信用信息公示系统查询浙江万宏运输服务有限公司已注销。
 资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 截至 2018 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元，%）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
长兴滨湖建设开发有限公司	30,000.00	100.00	城市基础设施、交通基础设施及公用设施建设、房地产开发
浙江长兴安顺化建民爆有限公司	1,000.00	100.00	民用爆炸物品、塑料原料、装饰材料、家用电器、建筑五金、木材、摩托车批发、零售
长兴安顺化工销售有限公司	200.00	100.00	危险化学品批发零售；仓储经营：氢氧化钠（片碱）、盐酸、硝酸钠、磷酸、甲醛溶液、亚硝酸钠，票据经营：氢氧化钠（液碱）、冰醋酸、硫酸、硝酸、甲醇、苯酚、乙醇、苯、甲苯、二甲苯、萘、丙酮、苯酚、生松香、乙炔、电石。化工产品、塑料制品、有色金属（除贵、稀金属）、橡胶制品、钢材批发、零售；
长兴安顺物流有限公司	200.00	100.00	货运；经营性危险货物运输
长兴保安服务有限公司	1,200.00	100.00	门卫、巡逻、守护、押运（武装押运除外）、安全检查、安全技术防范（凭《保安服务许可证》经营），安全技术咨询，摄影服务，安防工程施工（凭有效资质证书经营），治安报警系统监控服务，物业管理（凭有效资质证书经营），家政服务，建筑物室内外清洁服务，绿化养护，水电安装及维修（限上门服务），安保器材、服装销售
长兴交通投资集团汽车运输有限公司	500.00	100.00	汽车租赁、代驾服务、校车管理服务、县内班车客运、县际班车客运、市际包车客运、省际包车客运、客运公交、出租车客运；战场；客运站经营
浙江万宏运输服务有限公司	1,000.00	100.00	县内班车客运、县内包车客运、客运公交、出租车客运、站场；客运站经营
长兴慧通新能源科技有限公司	200.00	100.00	汽车充电桩技术开发、电动汽车充电站设计、施工、智能充点卡、充电设备销售
长兴长运驾驶员培训有限公司	200.00	100.00	机动车驾驶员培训、普通机动车驾驶员培训
浙江通能汽车服务发展有限公司	5,000.00	100.00	汽车销售、维修服务，汽车配件销售，二手车居间、代理，汽车美容服务，保险代理，代办汽车按揭手续
长兴通润矿业有限公司	5,000.00	100.00	水泥用石灰石开采、非金属矿石的销售
浙江通能投资有限公司	2,000.00	100.00	投资咨询、实业投资、投资管理，建筑材料、化工产品销售
长兴通能石化有限公司	1,000.00	50.00	润滑油及预包装食品销售
长兴互通建设开发有限公司	30,000.00	100.00	城市基础设施建设、交通基础设施建设及公共设施建设
长兴宁杭铁路投资有限公司	10,000.00	100.00	宁杭铁路及附属设施投资、建设、开发
长兴莱茵建设开发有限公司	30,000.00	100.00	城市基础设施、交通基础设施及公用设

			施建设
长兴顺通建设开发有限公司	87,700.00	100.00	城市基础设施、交通基础设施及公用设施建设
浙江长宜高速公路有限公司	11,111.00	90.00	高速公路的投资、建设、运营管理、公路沿线服务设施及广告的开发管理
长兴长牛公路经营有限公司	1,000.00	51.00	10省道长牛线长兴段公路建设、维修养护及按照“四自”公路政策规定范围内的收费业务
长兴长和公路发展经营有限公司	6,250.00	60.00	长兴长和公路建设、投资、运营和养护管理、兼营沿线服务设施开发
长兴县永兴建设开发有限公司	71,800.00	88.53	城市基础设施建设与开发，房地产开发（凭资质证经营），景区开发，水利基础设施建设，农村基础设施建设
长兴龙山建设开发有限公司	16,000.00	100.00	城市基础设施建设、开发、市场建设、开发、市场物业管理、建设和经营龙山新区矿地综合开发利用区块的基础设施和公用设施、土地开发利用，水利基础设施建设、水利工程施工，市政公用工程施工
长兴县顾渚建设开发有限公司	5,000.00	100.00	城市基础设施建设、景区开发、房地产开发
浙江长兴龙山物业管理有限公司	500.00	100.00	物业养护、绿化养护、建筑物清洁服务、园林景观工程、室内外装饰工程施工，通用机械设备、日用杂货、五金、家用电器、金属材料、建筑材料，塑料制品销售。
长兴龙山商贸管理有限公司	8,000.00	100.00	企业管理咨询、物业管理、绿化养护、实业投资、建筑物室内外保洁服务；办公用机械设备、电子计算机、打印机。
浙江长兴永安建设开发有限公司	30,000.00	100.00	农村基础设施建设、城市基础设施建设、水利基础设施建设、市政建设、开发、自有房屋租赁，物业管理
长兴珑山旅游开发有限公司	1,000.00	80.00	旅游开发，景区管理，物业管理，节能技术推广服务，会议服务，展览展示服务，文化体育活动组织策划，商务信息咨询（除金融、证券、期货、保险等前置许可项目，未经金融等监管部门批准，不得从事向公众融资存款、融资担保、代客理财等金融服务）
长兴南太湖投资开发有限公司	47,800.00	100.00	湖州南太湖（长兴）产业集聚区基础设施建设；城镇和农村基础设施建设、开发；房屋拆迁；物业管理、实业投资、投资咨询、土地开发。
浙江长兴综合物流园区发展有限公司	5,000.00	89.69	货运：普通货运、货物专用运输（集装箱）；站场：货运站（场）经营（货运配载、货物集散、仓储理货），为货物装卸提供劳务服务；润滑油、轮胎销售；国际货运代理，国内铁路货运代理；供应链管理，投资管理（未经金融等监管部门批准，不得从事向公众融资存款、融资担保、代客理财等金融服务），物

			业管理（凭有效资质证书经营），物流园区的开发，水利基础设施建设，企业管理咨询，货物进出口，建筑材料、电池、金属材料（除贵、稀、及放射性金属）、装饰材料（除油漆）、耐火材料、五金产品、纸制品、纸浆、日用百货、食品、橡胶制品、纺织原料及辅料、皮革制品、服装、木制品、节能产品、通信设备、家用电器、汽车配件销售，自有房屋的租赁
长兴锦鹏建筑工程有限公司	500.00	100.00	房屋建筑工程施工、房屋拆迁、公路路基工程施工
浙江长兴商业资产经营有限公司	10,080.00	100.00	实业投资，商品交易市场开发建设，物流园区开发、建设及管理，化工产品（除危险和易制毒化学品、专营产品）、五金交电、金属材料（除贵、稀及放射性金属）销售，旅游开发，农村基础设施建设，房地产开发经营（凭资质证书经营）
浙江长兴市场经营发展有限公司	5,000.00	100.00	商品交易市场开发建设，自有房产租赁，市场物业管理，初级食用农产品批发、零售，旅游开发，房地产开发经营，实业投资，企业管理咨询，农村基础设施建设，预包装食品、办公用品、日用品批发零售
长兴金陵商城项目开发有限公司	700.00	100.00	房地产开发、销售，自有房屋租赁，物业管理（凭有效资质证书经营）
长兴文化旅游发展集团有限公司	13,000.00	100.00	旅游项目开发、景区经营管理、酒店管理、城镇基础设施建设、票务代理、磁卡、电子产品、计算机软件、办公用品、初级食用农产品销售、广告设计、制作
浙江金钉子景区旅游发展有限公司	1,000.00	100.00	金钉子景区旅游开发、管理、预包装食品兼散装食品、工艺品（除文物、古玩、字画、邮品）、初级食用农产品、卷烟、雪茄烟零售
长兴扬子鳄景区管理有限公司	1,000.00	100.00	金钉子景区旅游开发、管理
长兴江南红村培训有限公司	1,000.00	100.00	旅游项目开发、“江南红村”景区的经营管理。
长兴红色酒店管理有限公司	320.00	100.00	酒店管理，大型餐馆（中餐制售，含凉菜，含生食海产品，含水果拼盘，含点心制售，不含裱花蛋糕），住宿、会议服务，“江南红村”旅游景点开发，初级食用农产品销售，卷烟、雪茄烟零售
浙江陈祖文化旅游发展有限公司	1,000.00	100.00	陈武帝故宫景区经营管理，食品、工艺品（除文物、古玩、字画、邮品）、初级食用农产品销售
长兴花溪谷旅游管理有限公司	50.00	51.00	景区经营管理、酒店管理、旅游项目开发，城镇基础设施建设，票务代理，电子产品、计算机软件、办公用品销售，广告设计、制作、发布，企业形象策划
长兴大唐贡茶院文化发展股份有限公司	4,000.00	91.00	茶文化交流活动策划、组织；展览展示服务，礼仪服务；茶文化旅游开发；茶

			叶、茶具及日用品销售，餐饮服务
浙江省中国旅行社集团长兴有限公司	50.00	85.00	国内旅游业务、入境旅游业务、出境旅游业务，茶文化旅游项目开发，会务服务，职工疗休养服务，旅游信息咨询服务，网上销售电子产品，票务代理，展示展览服务。分支机构经营：为公司从事国内旅游业务、入境旅游业务和出境旅游业务招徕旅游者，提供旅游咨询服务，票务代理
长兴嘉木茶业有限公司	500.00	65.00	茶叶销售，茶道培训(限成人非证书类培训)，茶具批发，茶文化研究，茶艺、茶道文化艺术交流活动策划，以下经营范围仅限分支机构经营：茶叶生产。增设1个分支机构，分支机构设在长兴县水口乡徽州庄村，经营范围为茶叶生产
长兴远方的家旅游商品有限公司	500.00	65.00	茶叶销售，茶道销售，茶道培训，茶具批发、茶文化研究；茶叶、茶道文化艺术交流活动策划。
浙江远方的家酒店管理有限公司	1,000.00	100.00	酒店管理，住宿服务，餐饮管理，自行车、电动车（除四轮电动车）租赁，中小型停车场服务，农业观光、景区游览服务，会务服务，展览展示服务，住宿餐饮服务，旅游宣传活动组织、策划，旅游咨询服务，工艺品、日用品、初级食用农产品、食品销售
浙江通能泰华能源有限公司	5,000.00	60.00	煤炭、焦炭、润滑油、陶瓷、有色金属、化工产品等销售及批发；计算机软件开发及销售批发
长兴众鑫轻纺工业园投资开发服务有限公司	5,000.00	100.00	长兴众鑫轻纺工业园基础实施投资、物业管理、建筑材料批发、零售
长兴联明水处理有限公司	50.00	100.00	生活污水及工业污水处理、利用
长兴兴民污水处理有限公司	800.00	100.00	工业污水处理、中水回用
长兴祥盛水处理有限公司	50.00	100.00	工业污水处理、中水回用
长兴轻纺城发展有限公司	5,000.00	100.00	对长兴轻纺城市场的管理、物业管理、纺织品研发、工艺品、货物进出口、技术进出口等
长兴浦鑫建设开发有限公司	2,000.00	90.00	城镇、农村基础设施建设；土地综合整治、农业综合开发
长兴裕鑫村镇建设开发有限公司	5,000.00	100.00	城镇及农村基础设施建设、开发、房屋拆迁、建筑材料销售等
长兴欣鑫商贸有限公司	5,000.00	100.00	对轻纺城内的物业管理、服务；化纤丝、化纤布、化工原料等
长兴汇合电子商务有限公司	1,000.00	100.00	初级食用农产品、食品、办公用品、建筑材料销售等
长兴县至顺生猪定点屠宰有限公司	77.30	100.00	畜、禽屠宰加工，经营畜、禽肉、冷冻水产品、食品、初级食用农产品销售
长兴明悦电影院有限公司	300.00	100.00	电影放映、残影服务、广告设计、制

			作、代理发布服务，柜台租赁等
长兴古银杏长廊文化旅游发展有限公司	1,000.00	51.00	旅游资源开发、旅游宣传促销策划、生态农业开发、花卉苗木种植、销售
长兴太湖海韵文化发展有限公司	1,000.00	100.00	文化创意服务、餐饮服务、会议及会展服务等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况(单位:万元)

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
浙江长兴永盛水利建设开发有限公司	6,000.00	2020/6/29	否
	5,500.00	2020/6/29	否
	2,800.00	2020/1/15	否
浙江长兴新农都实业有限公司	15,360.00	2026/3/20	否
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	18,508.89	2021/9/2	否
	7,000.00	2022/12/19	否
浙江长兴龙新建设发展有限公司	28,000.00	2028/1/11	否
	4,900.00	2019/6/18	否
	1,910.00	2019/9/25	否
浙江长兴经开建设开发有限公司	26,000.00	2022/12/21	否
	31,180.00	2020/12/13	否
	41,020.00	2021/4/14	否
	50,000.00	2020/9/17	否
	23,000.00	2020/4/25	否
	72,000.00	2022/12/21	否
	10,000.00	2019/1/14	否
	30,000.00	2020/1/24	否
浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司	30,000.00	2020/11/2	否
	30,000.00	2021/7/31	否
	30,000.00	2019/12/19	否
	8,333.00	2121/6/22	否
	21,178.54	2022/8/30	否
	7,700.01	2021/6/13	否
浙江仙山湖园艺有限公司	1,000.00	2019/2/28	否
浙江吕蒙投资开发有限公司	6,000.00	2019/12/20	否
浙江滨河实业有限公司	2,800.00	2019/12/31	否
长兴长李农业开发有限公司	2,700.00	2019/12/5	否
	8,000.00	2019/8/18	否
长兴永茗建设发展有限公司	14,900.00	2021/3/31	否
	1,875.00	2019/11/1	否
长兴永隆建设开发有限公司	3,500.00	2019/11/26	否
长兴永恒市政建设有限公司	30,000.00	2019/6/27	否
	2,500.00	2019/1/17	否
长兴永成建设发展有限公司	7,550.00	2019/5/2	否
长兴永畅物流建设开发有限公司	7,100.00	2020/6/26	否

长兴鑫能建设开发有限公司	14,000.00	2021/6/14	否
长兴县太湖高级中学	12,500.00	2024/12/2	否
	5,000.00	2024/12/2	否
长兴县人民医院	6,500.00	2020/12/31	否
长兴县林城特色工业园区投资服务有限公司	4,350.00	2019/8/30	否
	500.00	2019/8/30	否
长兴县李家巷镇自来水厂	8,000.00	2022/9/10	否
长兴县李家巷镇石泉村股份经济合作社	900.00	2021/7/15	否
长兴县李家巷镇老虎洞村股份经济合作社	400.00	2021/7/25	否
	500.00	2021/7/25	否
长兴县李家巷镇计家浜村股份经济合作社	400.00	2021/7/15	否
	500.00	2021/7/15	否
长兴县李家巷镇广福桥村股份经济合作社	400.00	2021/7/15	否
	500.00	2021/7/15	否
长兴县李家巷镇陈家浜村股份经济合作社	400.00	2021/7/15	否
	500.00	2021/7/15	否
长兴县交通工程公司	5,000.00	2019/5/9	否
长兴县公路工程有限责任公司	4,450.00	2019/8/2	否
长兴仙山湖旅游投资开发有限公司	1,900.00	2019.2.10	否
长兴庆达物资贸易有限公司	3,000.00	2020/2/23	否
长兴农园新景文化旅游发展有限公司	1,950.00	2020/6/15	否
	1,050.00	2020/10/30	否
长兴农副产品综合批发市场	11,600.00	2032/7/31	否
长兴丽城建设发展有限公司	100,000.00	2028/1/29	否
	1,000.00	2019/12/20	否
长兴经鑫商贸管理有限公司	2,000.00	2019/9/29	否
长兴鸿创物资贸易有限公司	1,950.00	2020/4/5	否
长兴洪桥惠民村镇建设开发有限公司	10,000.00	2020/5/28	否
	500.00	2020.7.20	否
长兴洪湖投资开发有限公司	300.00	2020.7.20	否
	3,000.00	2019/7/30	否
长兴虹韵农业开发有限公司	5,800.00	2019/8/30	否
	10,000.00	2019/9/1	否
长兴宏达水利建设发展有限公司	21,000.00	2020/2/4	否
	9,869.00	2025/6/11	否
长兴恒途实业有限公司	9,300.00	2019/1/16	否
	14,000.00	2019/1/16	否

	14,000.00	2019/1/24	否
	12,000.00	2021/12/25	否
长兴广播电视网络有限公司	4,900.00	2019/8/9	否
长兴港通建设开发有限公司	1,000.00	2019/5/15	否
长兴城市建设投资集团有限公司	3,500.00	2020/2/6	否
	100,000.00	2027/3/20	否
	5,220.00	2019/10/9	否
	89,000.00	2025/11/30	否
	25,000.00	2021/11/8	否
	20,000.00	2022/3/20	否
	30,000.00	2020/5/8	否
长兴诚信建设有限公司	3,500.00	2019/11/27	否
农丰源股份有限公司	6,500.00	2021/1/20	否
	3,000.00	2025/12/20	否
	17,000.00	2025/12/20	否
	20,000.00	2029/12/20	否
	3,437.50	2024/11/20	否
	3,437.50	2025/11/20	否
	15,668.00	2021/9/29	否
	7,832.00	2021/9/29	否
湖州湖皖高速公路有限公司	31,935.00	2030/12/31	否
合计	1,278,264.43	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 2016-2018 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

年度	协议	内容	对资本公积影响
2018年	《中共长兴县委办公室.长兴县人民政府办公室印发<关于加快四大集团改革发展的若干意见>的通知》（长委办发[2018]45号）	将公司及下属企业因前期地方政府债券置换后的债务从负债类科目调整至权益类科目	225,313.80
	长兴县国有资产监督管理委员会办公室文件长国资办发[2018]18号	将长兴通盈资产经营管理有限公司持有的长兴众鑫轻纺工业园投资开发服务有限公司 100.00% 股权无偿转给下属子公司长兴滨湖建设开发有限公司	17,980.06
	长兴县国有资产监督管理委员会办公室文件长国资办发[2018]17号	长兴县商务局将持有的长兴县至顺生猪定点屠宰有限公司 100.00% 股权无偿转让给公司	1,003.18
	长兴县交通运输局文件长交【2018】74号	104 国道东移工程、10 省道长兴高铁立交等 6 工程项目已经完工并移交，原专项应付款结转至资本公积	31,917.42
	股权转让协议	长兴县夹浦镇人民政府将持有长兴欣鑫商贸有限公司 100.00% 股权转让给长兴众鑫轻纺工业园投资开发服务有限公司	-1,394.38
	股东会决议	长兴李家巷供销合作有限公司将其持有的长兴汇合电子商务有限公司 100.00% 股权无偿转让给浙江长兴市场经营发展有限公司	-1.59
2017年	长兴县国有资产监督管理委员会办公室文件长国资办发[2017]30号	将浙江长兴金融控股集团有限公司持有长兴南太湖投资开发有限公司名义股权比例 83.68% 无偿划转给长兴交通投资集团有限公司	423,057.31
	长兴县交通局文件长交[2017]101号	财政拨款给长兴县永兴建设开发有限公司和长兴龙山物业有限公司资本公积	4,176.32
	-	长兴互通建设开发有限公司长湖申线浙境段项目完工转入其他非流动资产，相应专项应付款转入资本公积	47,500.00
2016年	长财预[2016]130号文	公司收到政府货币注资	31,596.72
	长国资办发[2016]21号	长兴县国有资产监督管理委员会办公室将大唐贡茶院一期、二期房产拨入公司下属子公司长兴顾渚大唐贡茶院旅游发展有限公司	2,022.90

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+其他流动负债+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分+其他非流动负债

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。