

德清县恒达建设发展有限公司
2019 年公司债券
(第一期)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
【536】号 01

分析师

姓名：
蒋舟宇 秦风明

电话：
021-51035670

邮箱：
jiangzhy@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 9 月 18 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

德清县恒达建设发展有限公司 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行规模：不超过 7 亿元

债券期限：7 年

担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，自本期债券存续期第 3 年末起，逐年分别兑付债券本金的 20%，最后一期利息随本金一起支付

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

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”）对德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“恒达建设”或“公司”）本次拟公开发行总额不超过 7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债务安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司的外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，且获得的外部支持力度较大，此外，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，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。近年来，德清县经济保持快速增长，2016-2018 年德清县分别实现地区生产总值 425.2 亿元、470.2 亿元、517.0 亿元，按可比价格计算，增长率分别为 8.3%、8.5%、8.0%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性较好。公司作为德清县内主要基础设施建设主体之一，主要从事基础设施建设、土地整理等业务，土地整理及委托代建收入是公司营业收入的主要来源；截至 2018 年底，公司在建的土地开发项目较多，总投资 857,540.50 万元，已投资 429,964.97 万元，未来业务可持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2016 年德清县人民政府将德清县建设开发有限公司等子公司股权无偿划转至公司，净增加公司资本公积 5.51 亿元，同时德清县财政局将拨付地方政府债券置换资金 1.05 亿元财政拨款作为国有资本对公司进行注资，计入资本公积；2017 年，德清县政府向公司划入房屋建筑，增加公司资本公积 8.88 亿元；2018 年，无偿划入公司的股权和资产合计 5.57 亿元，德清县财政局分别向公司本部及子公司拨款，合计增加公司资本公积 10.02 亿元。政府补助方面，2016-2018 年公司收到政府补助及税费返还分别为 2.00 亿元、0.17 亿元、0.80 亿元，一定程度上提升了公司的利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年底公司存货规模 399,381.32 万元，占总资产比重的 25.93%，主要为土地整理项目开发成本，其他应收款 743,113.79 万元，占总资产比重的 48.25%，主要为应收国有企业及单位的往来款项，其他应收款对公司营运资金造成较大占用，回收时间具有一定不确定性，且 2018 年底公司受限资产合计 138,700.35 万元，受限资产类别包括货币资金、存货、投资性房地产，占总资产比重的 9.01%。
- **面临较大的资金压力。**2016-2018 年公司经营活动产生的现金分别净流出 118,999.87 万元、208,047.03 万元、323,827.05 万元，净流出规模大，经营活动现金流表现欠佳；且截至 2018 年底，公司主要在建的土地开发项目尚需投资 427,982.21 万元，尚需投资规模较大，随着项目建设的推进，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，面临的偿债压力较大。**截至 2018 年底公司有息负债规模 876,206.47 万元，占总负债比重的 93.71%，有息负债规模较大；截至 2019 年 6 月底，公司 2019 年 7-12 月及 2020-2022 年各年分别需偿还有息负债 16.34 亿元、22.10 亿元、11.46 亿元、7.25 亿元；且公司 2018 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.42，处于较低水平，公司面临的偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年 6 月底，公司对外担保余额 14,000.00 万元，占 2018 年底公司所有者权益比重的 2.31%，担保对象均为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,540,154.44	1,115,351.66	542,102.43
所有者权益	605,171.82	461,747.70	291,574.37
有息债务	876,206.47	583,634.10	206,551.95
资产负债率	60.71%	58.60%	46.21%
流动比率	6.50	9.35	8.74
营业收入	48,751.05	49,605.59	55,083.61
其他收益	7,973.27	1,736.00	0.00
营业外收入	4.47	0.37	20,045.50
利润总额	9,864.98	21,699.11	22,125.49
综合毛利率	15.00%	43.89%	6.12%
EBITDA	15,593.57	22,099.82	22,408.23
EBITDA 利息保障倍数	0.42	1.01	2.35
经营活动现金流净额	-323,827.05	-208,047.03	-118,999.87

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告及2018年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,296,342.94	2,237,309.94	1,563,081.01
所有者权益	984,177.85	976,891.10	874,526.19
期末在保余额	5,557,969.92	3,842,860.09	2,512,302.47
担保风险准备金	177,893.51	159,466.35	136,121.65
净资产放大倍数	5.65	3.93	2.87
当期担保代偿率	7.77%	1.88%	3.20%

注：1、2017年财务数据来源于兴农担保2018年审计报告期初数（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

资料来源：兴农担保2016年、2018年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名德清恒达城乡建设投资有限公司，2006年由德清县建设局出资设立，初始注册资本1,000万元。2009年公司名称变更为现名，股东德清县建设局向公司增资49,000万元，其中以货币方式出资14,000万元，以土地使用权方式出资35,000万元，公司注册资本和实收资本增加至50,000万元。2014年公司股东由德清县建设局变更为德清县住房和城乡建设局。2017年5月，根据德政函〔2017〕53号文件批复，公司股东变更为德清县国有资产管理委员会办公室（以下简称“德清县国资办”），后由德清县国资办划转给德清县建设发展集团有限公司（以下简称“德清建发”）。2017年11月，公司资本公积转增资本10.00亿元，注册资本和实收资本增加至15.00亿元。截至2019年6月底，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元，德清建发为公司唯一股东，持股比例为100%，德清县国资办为公司实际控制人。

公司主要从事德清县内的基础设施建设、土地整理等业务，截至2018年底，公司纳入合并报表范围的一级子公司共9家，详见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：2019年德清县恒达建设发展有限公司公司债券（第一期）；

发行总额：不超过7亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券，并设置本金提前偿还条款；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第3年末起，逐年分别兑付债券本金的20%，最后一期利息随本金一起支付；

增信方式：本期债券由重庆兴农融资担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过7亿元，资金投向明细如下：

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
德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目	137,554.57	43,200.00	31.41%

补充营运资金	-	26,800.00	-
合计	-	70,000.00	-

资料来源：公司提供

本期债券募投项目德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目位于浙江省德清县乾元镇金鹅山村，项目东侧为金鹅山安置小区，项目北侧为明月星城，项目西侧为高铁，分为3个功能区，分别为住宅、商业、会所+物业，项目总用地面积为9.7万平方米，总建筑面积22.47万平方米，其中住宅14.50万平方米（1,434户）、商业1.40万平方米、会所物业0.15万平方米。该项目由公司进行开发，项目总投资为137,554.57万元，建设期3年，运营期7年。目前项目正在建设，截至2019年6月底，该项目已投资80,657.21万元。

表2 募投项目批文情况

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据项目可行性研究报告，募投项目建成后收入来源于项目安置房、商品房、停车位、商业用房及储藏室出售收入和广告收入。其中，安置房出售单价按照6,200元/平方米计算，超面积住宅出售单价按照12,000元/平方米计算，商品房出售单价按照16,500元/平方米计算。假设本期债券于2019年成功发行，在债券存续期内项目预计可实现的收入为155,653.57万元，能够覆盖项目总投资，但考虑到募投项目工程进度以及销售、出租价格及出租率变动等因素影响，项目收入能否实现仍存在一定的不确定性。

表3 本期募投项目预计收益情况（单位：万元）

项目	债券存续期					合计
	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	
总收入	82,773.94	44,360.54	23,448.04	4,671.05	400.00	155,653.57
住宅出售	61,018.70	33,282.93	16,641.46	-	-	110,943.09
停车位出售	6,820.00	3,410.00	2,046.00	1,364.00	-	13,640.00

商业用房出售	11,537.63	5,768.81	3,461.29	2,307.53	-	23,075.26
广告出租收入	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00	2,000.00
储藏室出售	2,997.60	1,498.80	899.28	599.52	-	5,995.20
总支出	7,532.43	4,038.63	2,137.50	430.80	44.24	14,183.60
净收益	75,241.51	40,321.91	21,310.54	4,240.25	355.76	141,469.97

资料来源：德清县康乾新区安置小区一期新建工程可行性研究报告、公司提供，中证鹏元整理

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。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4 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、可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	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

	[2018]101号)	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

德清县近年经济实力逐步增强，第三产业占比持续提升，区域经济环境较好，为公司发展提供了良好的基础

德清县为湖州市下属县，位于浙江省北部，属杭嘉湖平原西部，东邻桐乡市，南毗余杭区，西界湖州市安吉县，北与湖州市郊接壤，德清县域辖8个镇、4个街道，全县总面积937.92平方公里，截至2018年底，德清县户籍人口44.2万人。德清县交通发达、基础设施完善，杭宁高速公路、申嘉湖（杭）高速公路、104国道、304省道、宣杭铁路、京杭运河、杭湖锡线航道贯通全县，距上海、宁波、南京均在2小时车程以内。

德清县经济以第二、第三产业为主，受益于第二、第三产业的 growth，近年来德清县经济持续增长，2016-2018年德清县分别实现地区生产总值425.2亿元、470.2亿元、517.0亿元，按可比价格计算，增长率分别为8.3%、8.5%、8.0%；三次产业结构由2016年的5.1:52.0:42.9调整为2018年的4.3:51.7:43.9，第三产业占比持续提升。按户籍人口计算，2018年人均地区生产总值116,994元，是全国人均地区生产总值的180.98%，处于较高水平。

工业方面，2018年德清县规模以上工业总产值同比增长12.1%，战略性新兴产业、高新技术产业、装备制造业增加值分别同比增长11.7%、11.8%和14.2%，装备制造、生物医药、绿色家居等主导产业产值占规模工业比重达70%。现代服务业方面，德清县跻身浙江省服务业强县II类地区五强，莫干山国际旅游度假区争创“国字号”通过省级初审，德清县成为浙江省首批全域旅游示范县。德清县先后14次进入全国百强县（市）行列，经济实力较强。

从需求看，投资、消费对经济拉动效果依然较为显著。2018年，德清县固定资产投资同比增长10.2%，其中第一产业投资同比下降21.8%，第二产业同比下降18.8%，第三产业投资同比增长28.7%；消费方面，2018年德清县实现社会消费品零售总额183.9亿元，同比增长10.0%。进出口总额近年持续增长，2016-2018年分别实现进出口总额140.8亿元、163.3亿元、170.0亿元。整体来看，德清县近年经济实力逐步增强，为公司发展提供了良好的

基础。

表5 2016-2018 年德清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）	517.0	8.0%	470.2	8.5%	425.2	8.3%
第一产业增加值	22.4	2.4%	22.0	2.0%	21.8	3.1%
第二产业增加值	267.5	8.8%	244.1	8.3%	221.1	7.3%
第三产业增加值	227.1	7.7%	204.1	9.6%	182.3	10.2%
固定资产投资	-	10.2%	324.8	13.5%	304.7	13.7%
社会消费品零售总额	183.9	10.0%	168.4	11.3%	151.3	12.0%
进出口总额	170.0	4.7%	163.3	16.0%	140.8	2.4%
存款余额	761.0	16.8%	651.3	13.4%	574.2	8.2%
贷款余额	688.4	19.5%	576.2	18.4%	486.9	13.1%
人均 GDP（元）	116,994		106,839		97,109	
人均 GDP/全国人均 GDP	180.98%		179.08%		179.90%	

资料来源：德清县 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

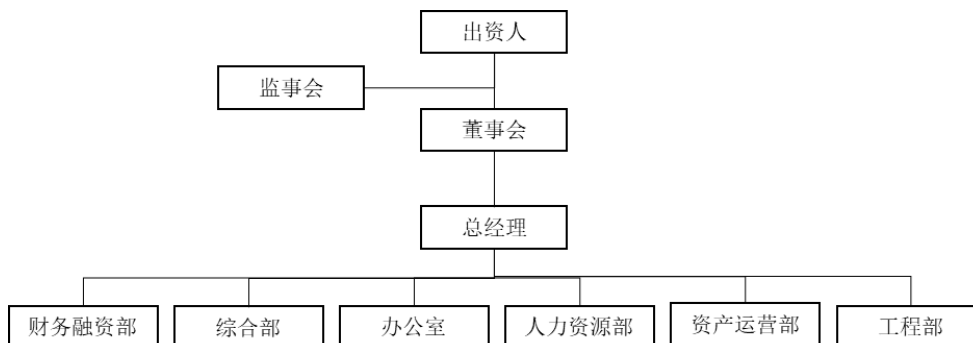
2018年德清县实现公共财政收入59.15亿元，同比增长21.5%，其中税收收入48.83亿元，占公共财政收入比重为82.56%；2018年德清县实现政府性基金收入109.90亿元，同比增长118.8%；同期德清县公共财政支出为67.20亿元，同比增长31.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为88.02%。

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构和内部控制制度。公司未设立股东会，由德清县国资办行使相关职权，包括决定公司的经营方针和投资计划，委派和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会的报告、对公司合并、分立、变更公司形式、解散、清算等事项做出决议等。公司设立董事会，董事会成员3人，其中德清建发委派董事2人，职工代表董事1人，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生，董事每届任期三年，任期届满，非职工代表董事经德清建发委派可以连任，职工代表董事经公司职工代表大会选举可以连任；公司董事会设董事长1人，副董事长1人。董事会对股东德清建发负责，行使职权包括向德清建发报告工作、决定公司的经营计划和投资方案等。公司设立监事会，监事会成员5人，其中监事会主席1人，由德清建发从监事会成员中指定，监事会成员中德清建发委派的监事3人，职工代表担任的监事2人。

公司建立了相关内部控制制度，包括财务管理制度、固定资产管理办法、对外担保制度、资金拆借管理制度、投融资管理制度等。此外，在内部管理架构方面，公司总部设立了财务融资部、综合部、办公室、人力资源部、资产运营部、工程部6个职能部门。

图 1 截至 2019 年 6 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司作为德清县内主要基础设施建设主体之一，主要从事德清县城东区域和康乾新区区域内的基础设施建设、土地整理等业务。2016-2018年公司营业收入分别为55,083.61万元、49,605.59万元、48,751.05万元，收入规模近年有所下降，土地整理及委托代建收入是公司营业收入的主要来源，2016-2018年土地整理及委托代建收入合计占公司总营业收入比例分别为88.25%、66.52%、61.49%。此外，公司从事工程施工、绿化养护、钢材销售、租赁等业务，对公司营业收入形成一定补充。毛利率方面，2016-2018年公司综合毛利率水平分别为6.12%、43.89%、15.00%，波动较大，主要系土地整理业务毛利率变动较大所致。

表6 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
土地整理收入	15,000.00	20.77%	33,000.00	59.78%	0.00	-
委托代建收入	14,979.22	4.63%	0.00	-	48,608.58	3.85%
工程施工、绿化养护收入	8,210.53	3.29%	7,641.59	11.81%	4,644.23	13.47%
钢材销售	4,701.17	2.68%	7,069.09	1.42%	0.00	-
租赁收入	3,987.70	52.97%	173.27	89.84%	0.00	-
其他收入	1,872.44	53.04%	1,721.63	51.51%	1,830.80	47.73%
合计	48,751.05	15.00%	49,605.59	43.89%	55,083.61	6.12%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司从事土地整理业务，未来业务可持续性较好，但受政府土地规划及市场等因素影响，存在一定波动性；且考虑到公司在建土地开发项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力

根据德清县人民政府出具的《关于委托德清县恒达建设发展有限公司负责武康城东新区区域内一级土地开发工作的通知》（德政函〔2013〕120号）以及《关于委托德清县建设开发有限公司负责康乾新区区域内一级土地开发工作的通知》（德政函〔2014〕160号），公司本部及子公司德清县建设开发有限公司（以下简称“德清建开”）负责武康城东新区和康乾新区区域内的土地一级开发工作，包括农用地转用、征用、拆迁补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施建设等工作，土地开发过程中需要建设安置房用于拆迁安置的由公司本部及子公司一并按照相关规定进行建设，拆迁工作所需的资金由公司本部及子公司负责筹措并承担资金使用费。土地一级开发工作完成后，公司根据德清县国土资源局土地出让计划将土地交由德清县国土资源局走招拍挂程序进行土地出让，土地出让后出让金上缴德清县财政局，在扣除相关契税、规费后，扣除德清县人民政府和德清县国土资源局的工作经费，剩余部分确认为土地开发收入。

2017-2018年公司分别实现土地整理收入33,000.00万元、15,000.00万元，存在一定波动，2018年同比下降54.55%；2017年公司整理并出让土地面积78.79亩，用地性质包括商业、住宅、科教用地，2018年公司整理并出让土地面积96.87亩，均为商住用地。毛利率方面，2017-2018年公司土地整理收入毛利率分别为59.78%、20.77%，存在一定波动，主要系2018年出让土地用于安置房，出让价格较低。截至2018年底，公司已整理完成但尚未出让的土地合计1,500亩，正在整理的土地面积4,400亩，且公司在建的土地开发项目较多，未来业务可持续性较好，但受政府土地规划及市场等因素影响，存在一定波动性。

公司主要在建的土地开发项目集中在武康城东新区和康乾新区，包括德清县舞阳街东延（虎山路-下仁公路段）工程项目、浙江工业大学德清校区建设工程项目、德清县武康旧城区棚户区改造项目（金鹅山区块）等，计划项目总投资857,540.50万元，尚需投资427,982.21万元，尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表7 截至 2018 年底公司主要在建的土地开发项目情况（单位：万元）

武康城东新区项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
德清县舞阳街东延（虎山路-下仁公路段）工程项目	27,080.00	9,349.09	17,730.91
德清县城东邻里中心区域工程项目	12,200.00	3,831.49	8,368.51
德清县环狮子山道路工程项目	12,000.00	6,614.75	5,385.25
德清县武康城东新区千亩港景观河道工程项目	11,688.80	5,871.50	5,817.30

历史人文景观线工程	6,515.00	2,844.46	3,670.54
钢琴音画景观线工程	4,298.00	815.79	3,482.21
德清县依山道路道路工程项目	3,950.00	2,419.65	1,530.35
高速交警湖州支队德清二大队业务技术用房项目	2,990.00	3,396.68	-
德清县余英溪绿道二期建设工程项目	2,411.80	816.57	1,595.23
德清县千亩港景观连通工程项目	580.00	90.88	489.12
小计	83,713.60	36,050.86	48,069.42
康乾新区项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
浙江工业大学德清校区建设工程项目	282,886.00	126,580.11	156,305.89
德清县武康旧城区棚户区改造项目（金鹅山区块）*	240,000.00	147,132.51	92,867.49
德清县城东棚户区改造项目（一期）工程项目	169,488.90	80,662.00	88,826.90
德清县长虹街东延工程项目	50,602.00	30,950.87	19,651.13
德清县莫舞路工程项目	18,850.00	8,403.39	10,446.61
虎山路	10,500.00	159.22	10,340.78
秋山规划三路	1,500.00	26.01	1,473.99
小计	773,826.90	393,914.11	379,912.79
合计	857,540.50	429,964.97	427,982.21

注：*表示本期募投项目德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目为德清县武康旧城区棚户区改造项目（金鹅山区块）的子项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司从事委托代建业务，但目前在建的基础设施代建项目较少，委托代建收入可持续性较弱

公司委托代建工程业务主要由公司本部、子公司德清建开以及子公司德清县城市投资开发有限公司（以下简称“德清城开”）负责，业务模式为公司本部及子公司与委托方签订项目代建协议，按照完工进度确认收入，或工程项目完工达到可使用状态时，委托方将对公司完工项目进行验收，在验收合格后确认结算价款并支付结算资金，结算价款由投入成本加成一定比例构成。2016年、2018年公司分别实现委托代建业务收入48,608.58万元、14,979.22万元，毛利率分别为3.85%、4.63%。2016年委托代建收入是公司受德清县住房和城乡建设局委托完成代建业务后移交而确认的收入，2018年委托代建收入是德清城开受湖州莫干山高新集团有限公司委托，代建智能生态城城市客厅项目按完工进度确认的收入。截至2018年底，公司在建的委托代建项目包括德清新高中项目、智能生态城城市客厅项目，合计总投资7.50亿元，尚需投资5.70亿元，但考虑到公司委托代建项目较少，委托代建收入可持续性较弱。

表8 公司委托代建业务收入明细（单位：万元）

年份	项目	收入	成本
----	----	----	----

2018 年	智能生态城城市客厅项目	14,979.22	14,286.39
2016 年	德清县五龙拆迁安置小区（二期）工程项目	48,608.58	46,739.02

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

工程施工、绿化养护、钢材销售、租赁等业务收入，为公司营业收入提供一定补充

公司工程施工及绿化养护主要由子公司德清县德城园林绿化工程服务有限公司（以下简称“德城绿化”）和子公司德清县市政工程有限公司（以下简称“德清市政”）负责。德城绿化主要从事绿化工程施工、建设、管理、养护，园林绿化工程设计，市政公用工程施工，土石方工程施工，单位绿化有偿服务管理等业务，德清市政拥有市政公用工程施工总承包二级和建筑工程施工总承包三级资质，承接项目主要通过邀请招标和公开市场招标方式取得，2016-2018年公司分别实现市政工程施工和绿化养护收入4,644.23万元、7,641.59万元、8,210.53万元，年复合增长率32.96%，但近年毛利率水平有所下降，主要系税金增加所致。截至2018年底，公司在手工程施工合同规模约8,150万元，在手绿化养护合同规模约5,356万元，业务具有一定持续性。

钢材销售业务主要由子公司德清县城市资产经营管理有限公司负责，上游供应商主要为钢材公司，采用货到付款与预付款结合的结算方式，下游客户主要为建筑施工企业，主要采用货到付款的结算方式，2017-2018年分别实现钢材销售收入7,069.09万元、4,701.17万元，毛利率水平较低。

租赁收入主要来源于公司拥有的千秋东街2号、永安街358号房屋建筑以及其他自有房产的出租。2018年公司实现租赁收入3,987.70万元，大幅增长，主要系公司与德清县机关事务管理局签订租赁合同，对外出租千秋东街2号、永安街358号房屋建筑所致。此外，公司其他收入主要为检验、检测、测绘服务、咨询、代办服务等收入。

公司获得的外部支持力度较大

公司作为德清县内主要基础设施建设主体之一，获得的外部支持力度较大。根据2016年12月德清县人民政府办公室抄告单（德办第100号），德清县人民政府决定将德清建开82.51%股权、德清城开100%股权、德清县众达房产测绘有限公司100%股权、德清县建安建设工程检测有限公司100%股权、德清县众汇房产经纪有限公司100%股权、德清市政100%股权无偿划转至公司，此划转系同一控制下的企业合并，2016年净增加公司资本公积5.51亿元；同年，德清县财政局将拨付地方政府债券置换资金1.05亿元财政拨款作为国有资本对公司进行注资，计入资本公积。2017年，德清县政府向公司划入千秋东街1号等房屋建筑，增加资本公积8.88亿元。2018年，德清县城市资产经营管理有限公司100%股权被无偿划入公司，增加公司资本公积2.96亿元；德清县人民政府办公室将部分资产划入公司，增加资本公积2.61亿元；同期，德清县财政局分别向公司本部、子公司德清县建设开

发有限公司和德清县城市投资开发有限公司拨款，合计增加公司资本公积10.02亿元。此外，政府补助方面，2016-2018年公司收到政府补助及税费返还分别为2.00亿元、0.17亿元、0.80亿元，一定程度上提升了公司的利润水平。

表9 近年来公司获得的主要外部支持情况（单位：万元）

资产注入		
年份	方式	依据文件
2016	无偿划入股权	德办第 100 号
	资本投入	德财预〔2016〕178 号
2017	无偿划入资产	德政函〔2017〕134 号
2018	无偿划入股权	德国资办〔2018〕28 号
	无偿划入资产	德国资办〔2018〕62 号、德国资办〔2018〕69 号
	资本投入	德财预〔2018〕187 号、德财预〔2018〕191 号等
政府补贴		
年份	补贴金额	依据文件
2016	20,045.50	德财预〔2016〕182 号
2017	1,736.00	德财预〔2017〕173 号
2018	6,534.73	德财预〔2018〕190 号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2015-2017年三年连审审计报告以及2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司2016年合并范围新增一级子公司7家，2017年合并范围一级子公司无变化，2018年合并范围一级子公司增加2家、减少1家，截至2018年底，公司纳入合并范围一级子公司9家，详情见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模逐年增长，但存货和其他应收款占比较高，存货以开发成本为主，其他应收款对公司营运资金造成较大占用，且回收时间具有一定不确定性，整体资产流动性较弱

近年来公司资产规模增长较快，从2016年末的542,102.43万元增长到2018年末的

1,540,154.44万元，年复合增长率为68.55%。结构方面，流动资产比重较高，2018年底流动资产占总资产比例89.89%。

截至2018年底，公司货币资金规模198,743.79万元，占总资产比重的12.90%，公司受限货币资金68,361.96万元，主要系用于借款质押的定期存单，货币资金受限比例34.40%。近年来，公司其他应收款规模不断增长，截至2018年底，公司其他应收款账面价值743,113.79万元，占总资产比重的48.25%，主要系往来款，其中前五大其他应收款对象包括德清县城市建设发展总公司、德清县教育发展有限责任公司、德清县新农村建设投资有限公司、德清县千秋物业管理有限公司、德清县林业发展有限公司，合计565,971.24万元，占期末其他应收款期末余额的76.33%，对公司营运资金造成较大占用，且回收时间具有一定不确定性。公司存货主要为土地整理项目开发成本，近年持续增长，主要系公司在建项目持续投入所致，截至2018年底公司存货规模399,381.32万元，占总资产比重的25.93%，其中51,937.44万元存货受限，受限比例13.00%。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税以及委托贷款等，2018年公司新增委托贷款15,000.00万元，贷款对象为湖州莫干山高新集团有限公司。

表10 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	198,743.79	12.90%	212,784.61	19.08%	55,339.99	10.21%
应收票据及应收账款	1,961.72	0.13%	2,226.27	0.20%	377.41	0.07%
其他应收款	743,113.79	48.25%	545,542.07	48.91%	349,513.11	64.47%
存货	399,381.32	25.93%	242,487.63	21.74%	125,832.38	23.21%
其他流动资产	31,577.74	2.05%	7,306.67	0.66%	392.13	0.07%
流动资产合计	1,384,490.83	89.89%	1,019,268.72	91.39%	531,488.13	98.04%
投资性房地产	37,477.60	2.43%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	115,045.69	7.47%	95,300.26	8.54%	10,340.05	1.91%
非流动资产合计	155,663.61	10.11%	96,082.94	8.61%	10,614.30	1.96%
资产总计	1,540,154.44	100.00%	1,115,351.66	100.00%	542,102.43	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司2018年新增投资性房地产37,477.60万元，占总资产比重的2.43%，主要系当期由固定资产转入所致，按成本法计量，主要为公司用于出租的房屋建筑物；2018年底，公司投资性房地产受限账面价值18,400.95万元，受限比例49.10%。截至2018年底，公司固定资产规模115,045.69万元，同比增长20.72%，公司近年固定资产规模持续增长，主要系公司购置固定资产以及政府划转所致。

整体来看，公司资产规模增长较快，但资产中其他应收款和存货占比较高，其他应收款对公司营运资金造成较大占用，且回收时间具有一定不确定性，存货主要为开发成本，且截至2018年底，公司受限资产包括货币资金、存货、投资性房地产，合计138,700.35万元，占总资产比例9.01%，公司整体流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入近年持续下降，但政府补助一定程度上提升了公司的利润水平

公司近三年营业收入持续下降，2016-2018年分别为55,083.61万元、49,605.59万元、48,751.05万元，土地整理及委托代建收入是公司营业收入的主要来源，2016-2018年土地整理及委托代建收入合计占公司总营业收入比例分别为88.25%、66.52%、61.49%。此外，工程施工、绿化养护、钢材销售、租赁等业务收入，对公司营业收入形成一定补充。毛利率方面，2016-2018年公司综合毛利率水平分别为6.12%、43.89%、15.00%，波动较大，主要系土地整理业务毛利率变动较大所致。

公司近年财务费用存在一定波动，主要系2018年公司利息收入较多所致。2016-2018年公司分别实现利润总额22,125.49万元、21,699.11万元、9,864.98万元，考虑到近年来公司营业外收入及其他收益规模较大，2016年营业外收入20,045.50万元，2017-2018年其他收益1,736.00万元、7,973.27万元，营业外收入及其他收益主要系政府补助，政府补助一定程度上提升了公司的利润水平。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	48,751.05	49,605.59	55,083.61
其他收益	7,973.27	1,736.00	0.00
营业利润	9,876.83	21,715.44	2,081.88
营业外收入	4.47	0.37	20,045.50
利润总额	9,864.98	21,699.11	22,125.49
综合毛利率	15.00%	43.89%	6.12%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司近年来经营性现金净流出规模大，且考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力

公司近年来经营性现金净流出规模大，主要系公司从事土地整理及基础设施建设项目

投入支出较多以及往来款所致，经营活动现金流表现欠佳。2016-2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为56,622.68万元、48,362.62万元、52,130.57万元；公司收到其他与经营活动有关的现金以及支付其他与经营活动有关的现金规模较大，主要为往来款。

投资活动方面，2016年投资活动现金流规模较小，2017年收到其他与投资活动有关现金使得投资活动现金呈现净流入，2018年公司购置固定资产以及投资支付的额现金规模较大，使得投资活动现金呈现净流出。筹资活动方面，近年来公司对外融资力度不断加大，使得公司筹资活动产生的现金净流入规模较大，2016-2018年分别净流入108,144.26万元、281,910.75万元、375,578.13万元；2018年公司收到其他与筹资活动有关的现金较大主要系财政拨款所致，虽然公司筹资活动流入的资金弥补了公司经营及投资活动的资金流出，使得公司整体现金流水平尚可，但同时也增加了公司的债务压力。

整体来看，公司近年来经营性现金净流出规模大，考虑到在建项目尚需投资规模较大，随着公司工程建设业务的推进，公司面临较大资金压力。

表12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	1.07	0.97	1.03
销售商品、提供劳务收到的现金	52,130.57	48,362.62	56,622.68
收到的其他与经营活动有关的现金	125,923.82	120,660.76	126,195.09
经营活动现金流入小计	179,487.43	169,023.38	182,817.77
购买商品、接受劳务支付的现金	183,369.75	134,217.54	53,037.13
支付的其他与经营活动有关的现金	317,391.87	240,681.44	247,119.04
经营活动现金流出小计	503,314.48	377,070.41	301,817.65
经营活动产生的现金流量净额	-323,827.05	-208,047.03	-118,999.87
投资活动产生的现金流量净额	-52,953.86	29,535.79	-363.09
筹资活动产生的现金流量净额	375,578.13	281,910.75	108,144.26
现金及现金等价物净增加额	-1,202.78	103,399.51	-11,218.70

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，存在较大偿债压力

近年来，公司负债总额持续增长，主要系公司长期借款规模增长所致，截至2018年底，公司负债总额934,982.63万元。公司所有者权益持续增长，2016-2018年复合增长率44.07%，主要系股权划拨、资本注入以及公司盈利的积累所致，截至2018年底，公司所有者权益605,171.82万元。截至2018年底，公司产权比率154.50%，所有者权益对负债的保障程度不

断下降。

表13 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	934,982.63	653,603.96	250,528.07
所有者权益	605,171.82	461,747.70	291,574.37
产权比率	154.50%	141.55%	85.92%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司应付账款主要为应付工程款及货款，截至 2018 年底公司应付账款规模 11,134.63 万元。公司其他应付款近年存在一定波动，2018 年底公司其他应付款账面价值 43,073.21 万元，主要为往来款，前五大其他应付款对象占期末其他应付款余额比重的 71.82%。一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。

公司流动负债占总负债比重较高，2016-2018 年非流动负债占比分别为 75.73%、83.31%、77.22%。近年公司长期借款规模不断增长，截至 2018 年底公司长期借款 710,085.32 万元，占总负债比重的 75.95%，主要包括保证借款、质押及保证借款、质押借款，分别占期末长期借款比重的 40.86%、30.28%、15.11%，质押物主要包括定期存单以及公司部分项目的应收款项权益权。公司其他非流动负债系公司 2018 年 4 月发行的面值 10,013.00 万元，利率为 9%，期限为 2 年的德清道路提升改造项目收益权转让产品。

表14 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
应付账款	11,134.63	1.19%	8,491.45	1.30%	7,591.12	3.03%
其他应付款	43,073.21	4.61%	58,562.56	8.96%	31,897.69	12.73%
一年内到期的非流动负债	152,308.14	16.29%	33,362.00	5.10%	5,068.00	2.02%
流动负债合计	212,978.14	22.78%	109,057.59	16.69%	60,799.92	24.27%
长期借款	710,085.32	75.95%	542,672.10	83.03%	187,734.95	74.94%
其他非流动负债	10,013.00	1.14%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	722,004.49	77.22%	544,546.37	83.31%	189,728.15	75.73%
负债合计	934,982.63	100.00%	653,603.96	100.00%	250,528.07	100.00%
有息负债	876,206.47	93.71%	583,634.10	89.29%	206,551.95	82.45%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年底，公司有息负债规模 876,206.47 万元，总负债比重的 93.71%。根据公司有关债务偿还期限分布表，截至 2019 年 6 月底，公司 2019 年 7-12 月及 2020-2022 年分别需偿还利息 16.34 亿元、22.10 亿元、11.46 亿元、7.25 亿元，考虑到公司有息负债规模较大，公司面临较大的偿债压力。

表15 截至 2019 年 6 月底公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
有息债务	16.34	22.10	11.46	7.25	30.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司资产负债率从 2016 年底 46.21% 上升到 2018 年底的 60.71%，负债经营程度逐年增大。流动比率和速动比率方面，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 6.50、4.63，但考虑到流动资产中其他应收款、存货占比较高，存货主要为开发成本，公司短期流动性一般。公司 2016-2018 年 EBITDA 有所下降，且受公司利息支出增加的影响，公司息税折旧摊销前收益对利息的保障程度较低。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	60.71%	58.60%	46.21%
流动比率	6.50	9.35	8.74
速动比率	4.63	7.12	6.67
EBITDA（万元）	15,593.57	22,099.82	22,408.23
EBITDA 利息保障倍数	0.42	1.01	2.35
有息债务/EBITDA	56.19	26.41	9.22

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目的收入是本期债券还本付息的主要来源

本期募投项目德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目的营业收入主要为项目安置房、商品房、停车位、商业用房及储藏室出售收入和广告收入。本期债券募投项目在债券存续期内项目预计可实现的收入合计为 155,653.57 万元，可以覆盖本期债券的本金，但考虑到募投项目工程进度以及销售价格变动等因素影响，项目收入仍存在一定的不确定性。

公司日常经营形成的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障

公司 2016-2018 年分别实现营业收入 55,083.61 万元、49,605.59 万元、48,751.05 万元，土地整理及委托代建收入是公司营业收入的主要来源，且截至 2018 年底，公司在建的土地开发项目较多，总投资 857,540.50 万元，已投资 429,964.97 万元，未来收入可持续性较好，是本期债券还本付息资金的重要保障。但截至 2018 年底，公司在建土地开发项目合

计尚需投资 427,982.21 万元，尚需投资规模较大，近年有息负债快速增长，公司面临较大资金压力和偿债压力，且公司近年经营活动现金流表现欠佳。

公司资产抵押融资或变现可为本期债券还本付息的提供一定的资金来源，但资产变现价值存在一定不确定性

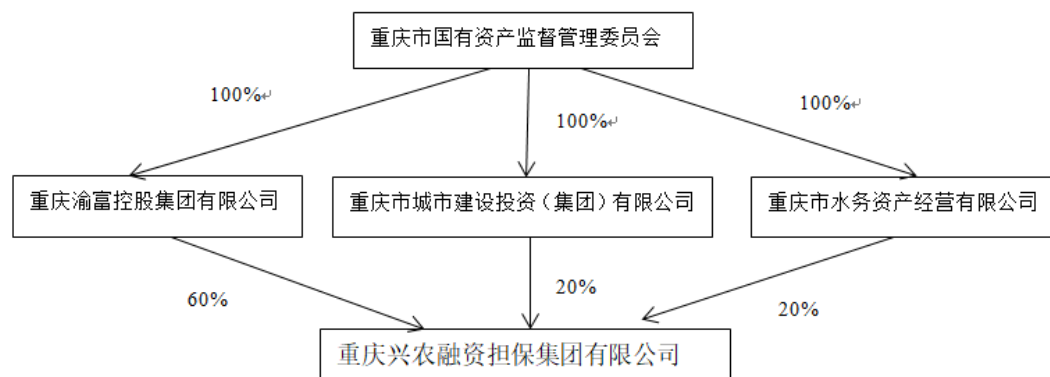
截至 2018 年底公司固定资产中的房屋及建筑物 106,707.99 万元，投资性房地产 37,477.60 万元，固定资产主要系公司购置及政府划入的房产，投资性房地产 50.90% 未被抵押，通过资产的抵押融资或变现可为公司本期债券的偿还提供进一步补充，但受房地产市场景气度的影响，公司资产价值可能面临一定的波动，且短期快速和集中处置面临一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

第三方担保

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于 2011 年 8 月 31 日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。历经数次增资及股权变更，截至 2018 年末，兴农担保注册资本为 30 亿元，实收资本为 29.50 亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。截至 2018 年末，兴农担保股权关系下图所示。

图 2 截至 2018 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2016-2018 年，兴农担保分别实现营业总收入 6.36 亿元、6.12 亿元和 7.43 亿元，担保业务

收入分别占当期营业总收入的 66.05%、74.35%和 70.01%。2016-2018 年兴农担保期末在保余额分别为 251.23 亿元、384.29 亿元和 555.80 亿元，近三年复合增长率为 48.74%，随着担保种类的多元化，兴农担保业务规模持续增长。

截至 2018 年 12 月 31 日，兴农担保资产总额为 229.63 亿元，所有者权益为 98.42 亿元；2018 年度，兴农担保实现营业总收入 7.43 亿元，利润总额 2.21 亿元。截至 2018 年末，兴农担保融资担保责任余额为 480.93 亿元，融资担保放大倍数为 4.89。

表17 截至 2018 年 12 月末兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,296,342.94	2,237,309.94	1,563,081.01
所有者权益	984,177.85	976,891.10	874,526.19
资产负债率	57.14%	56.34%	44.05%
流动比率	2.07	3.02	2.57
营业总收入	74,286.43	61,172.91	63,625.09
利润总额	22,054.00	18,277.22	22,369.84
净资产收益率	2.23%	1.60%	2.78%
当期担保发生额	3,061,505.41	2,897,177.80	2,011,408.35
期末在保余额	5,557,969.92	3,842,860.09	2,512,302.47
担保风险准备金	177,893.51	159,466.35	136,121.65
净资产放大倍数	5.65	3.93	2.87
融资担保放大倍数	4.89	-	-
当期担保代偿率	7.77%	1.88%	3.20%
累计代偿回收率	28.75%	17.38%	0.00%

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；2、“-”为未能获取数据。
 资料来源：兴农担保 2016 年、2018 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年9月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的子公司德清建开企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年9月3日），子公司德清建开不存在未结清不良类信贷记录，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。

根据公司提供的子公司德清城开企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年9月3日），子公司德清城开不存在未结清不良类信贷记录，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2019年6月底，公司对外担保余额14,000.00万元，占2018年底公司所有者权益比重2.31%，公司担保对象均为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表18 截至2019年6月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
德清县恒丰污水处理有限公司	1,000.00	2021/9/11	否
德清县水务有限公司	7,000.00	2019/7/9	否
德清联创科技新城建设有限公司	6,000.00	2024/12/20	否
合计	14,000.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	198,743.79	212,784.61	55,339.99
其他应收款	743,113.79	545,542.07	349,513.11
存货	399,381.32	242,487.63	125,832.38
其他流动资产	31,577.74	7,306.67	392.13
投资性房地产	37,477.60	0.00	0.00
固定资产	115,045.69	95,300.26	10,340.05
总资产	1,540,154.44	1,115,351.66	542,102.43
应付账款	11,134.63	8,491.45	7,591.12
其他应付款	43,073.21	58,562.56	31,897.69
一年内到期的非流动负债	152,308.14	33,362.00	5,068.00
长期借款	710,085.32	542,672.10	187,734.95
其他非流动负债	10,013.00	0.00	0.00
总负债	934,982.63	653,603.96	250,528.07
有息债务	876,206.47	583,634.10	206,551.95
所有者权益	605,171.82	461,747.70	291,574.37
营业收入	48,751.05	49,605.59	55,083.61
其他收益	7,973.27	1,736.00	0.00
营业利润	9,876.83	21,715.44	2,081.88
营业外收入	4.47	0.37	20,045.50
利润总额	9,864.98	21,699.11	22,125.49
经营活动产生的现金流量净额	-323,827.05	-208,047.03	-118,999.87
投资活动产生的现金流量净额	-52,953.86	29,535.79	-363.09
筹资活动产生的现金流量净额	375,578.13	281,910.75	108,144.26
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	15.00%	43.89%	6.12%
收现比	1.07	0.97	1.03
产权比率	154.50%	141.55%	85.92%
资产负债率	60.71%	58.60%	46.21%
流动比率	6.50	9.35	8.74
速动比率	4.63	7.12	6.67
EBITDA（万元）	15,593.57	22,099.82	22,408.23
EBITDA 利息保障倍数	0.42	1.01	2.35
有息债务/EBITDA	56.19	26.41	9.22

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年底纳入合并范围一级子公司（单位：万元）

序号	子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	取得方式	纳入合并范围时间
1	德清县建设开发有限公司	60,600	基础设施、土地开发	82.51%	同一控制下企业合并	2016
2	德清县建安建设工程检测有限公司	500	工程实体质量检测、装修材料、咨询	100.00%	同一控制下企业合并	2016
3	德清县德城园林绿化工程服务有限公司	15,000	绿化工程施工、养护	100.00%	同一控制下企业合并	2015
4	德清县市政工程有限公司	9,509	市政工程建设	100.00%	同一控制下企业合并	2016
5	德清县城市投资开发有限公司	50,000	基础设施、土地开发	100.00%	同一控制下企业合并	2016
6	德清县众汇房产经纪有限公司	35	房地产中介服务、咨询	100.00%	同一控制下企业合并	2016
7	德清县春晖房地产开发有限公司	1,180	房地产开发、经营	100.00%	同一控制下企业合并	2013
8	德清县城市资产经营管理有限公司	30,000	资产管理、投资管理	100.00%	同一控制下企业合并	2018
9	德清县市场经营管理有限公司	100	市场经营管理、市场开发建设	100.00%	新设	2018

资料来源：公司 2018 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录三 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
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+其他非流动负债

附录四 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。