

长兴县永兴建设开发有限公司

2020 年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。

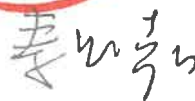
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

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：





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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【560】号 02

分析师

姓名：张旻燊
韩飞 张旻燊

电话：
021-51035670

邮箱：
hanf@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 03 月 12 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

长兴县永兴建设开发有限公司 2020 年绿色债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行规模：7 亿元

债券期限：7 年

担保主体：长兴交通投资集团有限公司

债券偿还方式：从第三个计息年度开始，逐年分别按照发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金

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”）对长兴县永兴建设开发有限公司（以下简称“永兴建设”或“公司”）本次拟公开发行总额 7 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基础，公司业务持续性较好，得到了较大力度的外部支持，此外，长兴交通投资集团有限公司（以下简称“长兴交投”）提供的保证担保能有效提升本期债券信用水平；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大短期偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部运营环境较好，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，同比分别增长 8.0%、8.1%和 8.5%，较好的外部环境为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性较好。公司主要从事长兴县龙山新区内土地开发整理、安置房销售业务和基础设施建设等业务；公司在整治土地合计 503.00 亩，公司未来拟转让的土地面积合计 434.00 亩；公司安置房可售面积为 61,857.33 平方米；公司在建基础设施项目总投资 37.41 亿元，已投资 21.63 亿元。
- 公司获得了较大力度的外部支持。股东在资产注入等方面给予了公司较大的支持，注资方面，近三年收到政府拨款、土地返还金和政府债务置换转增资本公积合计

5.39 亿元；财政补贴方面，公司近三年合计获得了当地政府 3.55 亿元的补贴收入。

- **长兴交投提供的保证担保能有效提升本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，长兴交投主体长期信用等级为 AA+，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的信用水平。

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 95.88 亿元和 9.92 亿元，分别占总资产规模的 76.69%和 7.94%。存货主要由开发成本、开发产品和土地资产构成，其中账面价值 1.86 亿元的存货已抵押，集中变现能力较弱；其他应收款主要系应收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。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2018 年末，公司在建的基础设施项目计划总投资 37.41 亿元，已投资 21.63 亿元，尚需投资 15.78 亿元，存在一定的资金压力。
- **公司面临较大短期偿债压力。**截至 2018 年末公司有息债务为 50.16 亿元，占期末负债总额的 74.99%，有息债务规模较大，2019-2020 年公司有息负债到期金额合计 23.62 亿元，短期偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额 14.73 亿元，占当期末净资产的比重为 25.33%。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反担保措施，面临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	1,250,219.18	1,233,547.38	1,394,899.79
所有者权益	581,281.68	518,932.98	563,270.87
有息债务	501,637.38	573,737.28	559,813.93
资产负债率	53.51%	57.93%	59.62%
流动比率	5.37	7.91	5.14
营业收入	85,884.81	102,165.69	94,563.93
其他收益	11,500.00	11,035.00	0.00
营业外收入	0.06	21.47	13,065.14
利润总额	24,475.83	12,297.07	15,053.67
综合毛利率	27.30%	43.67%	29.61%

EBITDA	35,143.36	57,204.76	42,417.88
EBITDA 利息保障倍数	2.02	1.36	1.15
经营活动现金流净额	52,711.05	-26,288.43	-172,886.62

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

担保方长兴交投主要财务指标（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
资产负债率	57.82%	59.94%	62.18%
营业收入	314,856.83	227,648.89	202,035.63
利润总额	47,446.41	24,224.58	35,907.36
经营活动现金流净额	-244,879.89	-26,825.16	-8,017.56

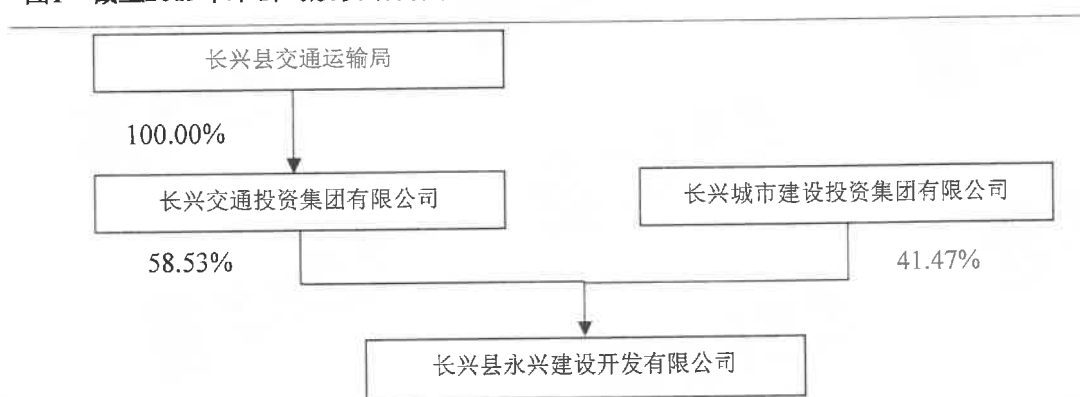
注：2017 年数据来源于 2018 年审计报告期初数。

资料来源：长兴交投 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2001年8月，系由长兴县太湖水利工程综合开发管理局和长兴县土地储备中心共同出资设立的有限责任公司¹，初始注册资本7,180万元。2008年，长兴县土地储备中心将其持有公司的90%股权，全部划转给长兴交投；2012年，长兴县太湖水利工程建设管理局将其持有的10.00%股权全部转让给长兴交投；2017年，经股东会决议吸收新股东中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”），农发基金以货币资金出资9,300万元；2018年12月，农发基金将公司11.47%的股权以9,300万元人民币价格转让给长兴交投，随后长兴交投将11.47%股权转让给长兴城市建设投资集团有限公司（以下简称“长兴城投”），该股权变更于2018年12月25日完成工商变更登记。2019年12月12日，股东长兴交投持有的30%公司股权无偿转让给长兴城投。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为人民币81,100.00万元；长兴交投持有公司58.53%的股权，长兴城投持有公司41.47%的股权，公司的实际控制人为长兴县交通运输局。

图1 截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司是长兴县重要的基础设施建设主体之一，受长兴县人民政府委托主要从事长兴县龙山新区（以下简称“龙山新区”）的基础设施建设、安置房销售业务和土地开发整理等业务。截至2018年末，公司共有6家子公司。

表1 截至2018年12月31日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
浙江长兴永安建设开发	30,000.00	100.00%	农村基础设施建设、城市基础设施建

¹ 长兴县太湖水利工程综合开发管理局出资 7,180 万元，持有 10%股权，长兴县土地储备中心出资 64,620 万元，持有 90%股权。

有限公司			设、水利基础设施建设
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
浙江长兴龙山物业管理有限公司	10,000.00	100.00%	物业管理，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
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
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
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

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：2020年长兴县永兴建设开发有限公司绿色债券；

发行总额：人民币7亿元；

债券期限和利率：本期公司债券期限为7年期；利率在本期债券存续期内固定不变，本期债券采用单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：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5期利息随本金一起支付；

增信方式：长兴交投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

本期债券募集资金为7亿元，拟3.5亿元用于长兴县饮用水源生态保护治理项目，3.5亿元用于补充营运资金。具体情况如下表：

表2 募集资金用途情况表（单位：亿元）

项目名称	总投资	拟使用额度	拟使用额度占总投资的比例	拟使用额度占募集资金总额的比例
长兴县饮用水源生态保护治理项目	8.13	3.50	43.05%	50.00%
补充营运资金	-	3.50	-	50.00%
合计	-	7.00	-	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目建设内容

工程建设涵盖县域内三个水源保护区域：合溪水库上游、包漾河上游和桃花坞水库区

域，共涉及整治面积83.4平方公里。

2、项目审批情况

该项目的审批情况见下表。

表3 项目审批情况

批文名称	批复/审核机关	文号	取得时间
关于长兴县饮用水源生态保护治理项目立项的批复	长兴县发展和改革委员会	长发改投【2016】28号	2016.2.18
关于长兴县饮用水源生态保护治理项目的审查意见	长兴县国土资源局	长土资审【2016】18号	2016.2.25
建设项目选址意见书	长兴县规划局	选字第33052220160011R号	2016.3.11
建设用地规划许可证	长兴县规划局	地字第33052220160013R号	2016.3.22
关于长兴县饮用水源生态保护治理项目的批复意见	长兴县环境保护局	长环建【2016】28号	2016.4.11
建设工程规划许可证	长兴县规划局	建字第33052220160021R号	2016.4.15
关于长兴县饮用水源生态保护治理项目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【2016】13号	2016.4.22
关于长兴县饮用水源生态保护治理项目可行性研究报告的批复	长兴县发展和改革委员会	长发改投【2016】38号	2016.5.19
固定资产投资节能登记表	长兴县发展和改革委员会	-	2019.8.5

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目投资进度

本项目建设期为3年（2017年1月—2019年12月），截至2018年末项目已投入资金2.45亿元，完工比例为30.14%。

4、项目经济效益

根据公司出具的《长兴县永兴建设开发有限公司关于长兴县饮用水源生态保护治理项目收益测算报告》（以下简称“《收益测算报告》”），本期债券募投项目建设期为三年，公司负责该项目的融资、建设及其运营工作。长兴县饮用水源生态保护治理项目的收入主要为煤山水厂的供水收入，煤山污水厂污水处理收入，桃花芥矿区矿渣收入。其中，煤山水厂年可产水1,860万吨，其中居民用水量620万吨/年、非居民用水量1,240万吨/年，根据《长兴县物价局关于建立煤山镇居民用水阶梯价格及调整非居民用水、特种行业用水价格的通知》（长价发【2017】20号），居民用水价格按2.10元/吨测算，非居民用水价格按3.20元/吨测算；煤山污水厂年可处理污水1,860万吨，根据《长兴县煤山镇污水处理厂TOT项目特许经营合同》，由煤山镇政府向居民及非居民收取污水处理费后按1.36元/立方米向运营方支付污水处理费用；桃花芥矿区内宕渣矿等保有资源储量为223.80万立方米，合计526

万吨，经过资源开发利用处理后可利用资源量为513.70万吨，在2020年至2025年6年内平均出售，单价为30元/吨。

根据公司出具的《收益测算报告》，长兴县饮用水源生态保护治理项目预期在债券存续期内实现收入和净收益分别为62,989.16万元和48,440.93万元；项目预计运营期20年，运营期的收入和净收益分别为196,401.32万元和149,993.28万元，可以覆盖长兴县饮用水源生态保护治理项目的总投资。但项目建成后的资金回流有一定的不确定性，若因项目管理不善、市场发生变化或是其他原因，导致募投项目不能顺利推进和按时完工，进而无法按预期实现项目收入。

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	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

题的通知》(财金
[2018]23号)

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

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。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

近年长兴县经济持续保持增长,经济实力持续增强

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9个镇、4个街道和2个乡,2017年户籍人口63.64万。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%,增速持续提升,2018年增速高于全国平均水平(6.6%)1.9个百分点。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分别为13.5%、13.4%和5.5%,2018年增速下滑明显。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，增速较为稳定。

表5 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

2018年长兴县实现公共财政收入59.37亿元，同比增长19.9%，其中税收收入50.11亿元，占公共财政收入比重为84.40%；同期长兴县公共财政支出为71.58亿元，同比增长13.5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为82.94%。

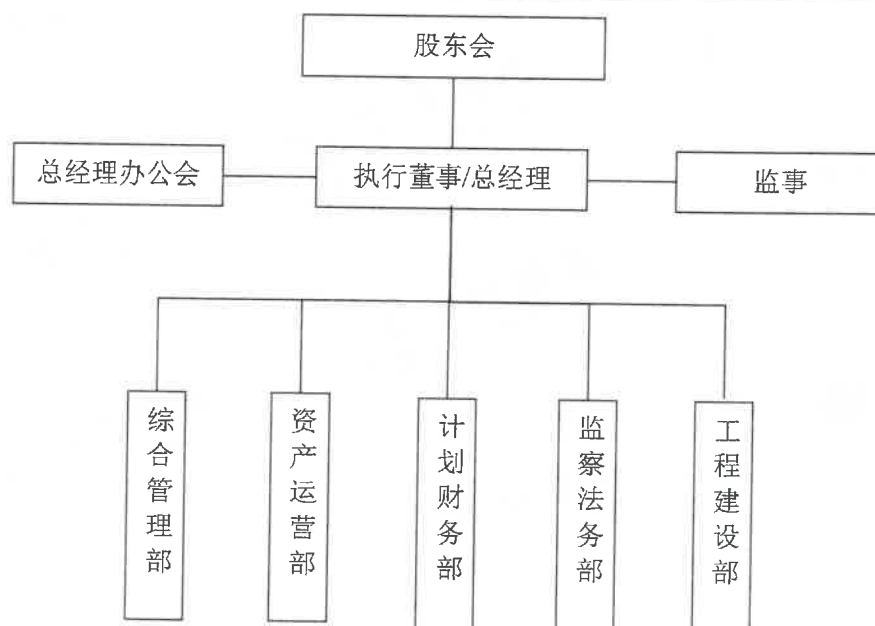
五、公司治理与管理

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。公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，依法享有决定公司经营方针和投资计划，选举执行董事、监事，以及批准公司重大决议等权利。公司不设董事会，设执行董事1人，由股东会选举产生，对股东会负责，执行董事任期每届3年，任期届满，连选可以连任；设经理一名，由执行董事兼任，行使决定公司的经营计划和投资方案、主持生产经营管理工作等职权。公司不设监事会，设监事1人，由股东会选举产生，

监事任期三年，可连选连任，行使检查公司财务、对董事、高级管理人员进行监督等职权。

公司自成立以来，根据自身业务经营与生产管理的特点，制定了《关联交易管理制度》、《会计管理制度》、《财务管理部门工作组织制度》与《对外投资管理制度》等制度，公司根据自身发展需要设立了综合管理部、资产运营部、计划财务部、监察法务部和工程建设部，职责明确，能满足公司日常经营管理需要。整体来看，公司按照《公司法》有关规定建立了法人治理结构和组织架构，能够满足其日常经营需要。

图2 公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司作为长兴县重要的基础设施建设主体之一，主要从事长兴县龙山新区安置房销售业务、土地开发整理和基础设施建设等业务。公司营业收入主要来自于土地开发收入和安置房销售收入，2018年新增商品销售收入和旅游收入。受土地开发收入和安置房销售收入规模波动的影响，近三年公司营业收入有所波动。毛利率方面，近三年综合毛利率有所波动，分别为29.61%、43.67%和27.30%，2017年毛利率水平较高主要系2017年土地开发业务毛利率较高且收入规模占比较大所致。

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
土地开发	38,218.00	43.36%	70,950.00	54.11%	34,161.00	66.57%
安置房销售	37,252.24	16.40%	29,827.25	19.34%	59,797.49	8.52%
商品销售	7,805.34	0.14%	-	-	-	-
旅游收入	576.41	9.09%	-	-	-	-
主营业务小计	83,851.98	27.13%	100,777.25	43.82%	93,958.49	29.63%
租赁	371.24	100.00%	138.70	100.00%	-	-
矿渣销售	1,661.59	20.03%	1,169.30	20.02%	549.32	20.00%
其他	-	-	80.44	100.00%	56.12	100.00%
其他业务小计	2,032.83	34.63%	1,388.44	32.64%	605.44	27.42%
合计	85,884.81	27.30%	102,165.69	43.67%	94,563.93	29.61%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司主要从事长兴县龙山新区的土地开发整理业务，近年土地开发业务收入存在一定的波动，但公司未来待出让及可开发土地面积较大，业务可持续性较好

根据公司与长兴县人民政府、长兴县国土资源局签订的《合作开发土地协议》，由永兴建设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，业务具有较强的区域专营性。公司通过自有资金和外部融资对政府委托的相关地块进行土地开发整理工作，待土地开发整理完成后，将土地移交给长兴县国土资源局按照招拍挂方式进行出让，土地交易成功后收到的地价款扣除需缴纳的规费（含国有土地收益基金、农业土地开发资金及相关税费等）后，剩余部分全额返还至公司，公司按返还的土地出让金确认土地开发整理收入。

受政府土地出让规划的影响，2016-2018年永兴建设开发的土地出让面积分别为265.29亩、131.32亩和128.00亩，出让面积逐年减少。2016-2018年公司土地整理地块平均出让价分别为128.77万元/亩、540.28万元/亩和298.58万元/亩，2016-2018年土地开发收入毛利率分别为66.57%、54.11%和43.36%，土地开发业务毛利率较高，但持续下降，主要系地块位置、周边配套情况和土地市场行情不同所致。

截至2018年末，公司未来拟出让的土地面积合计434.00亩，公司在整治土地合计503.00亩。公司未来待出让及可开发土地面积较大，业务可持续性较好，但受当地政府土地出让规划及房地产景气度影响，土地出让时间及出让价格存在一定的不确定性。

表7 公司 2016-2018 年土地开发收入、成本明细

年度	地块名称	土地性质	面积（亩）	开发成本（万元）	收入（万元）
2018	齐山西路南侧 B 地	出让	128.00	21,646.98	38,218.00
	齐山西路南侧 C 地	出让			

2017	海洋城北侧-1 地块	出让	131.32	32,555.65	70,950.00
	新丰花园北侧-1 地块	出让	98.56	4,365.14	12,693.00
2016	新丰花园北侧-2 地块	出让	87.25	3,726.63	11,237.00
	新丰花园北侧-3 地块	出让	79.48	3,326.90	10,231.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司未来两年拟出让土地明细表（单位：亩）

时间	土地证号	地块位置	地块面积
2019 年	长土国用 2014 第 10004012 号	合溪南路 A-1 地块	84.00
	长土国用 2014 第 10004013 号	合溪南路 A-2 地块	65.00
	长土国用 2014 第 10006575 号	忻湖路延伸线北侧 A 地块	100.00
	小计		249.00
2020 年	长土国用 2014 第 10006924 号	25 号道路东侧 B-1 地块	93.00
	长土国用 2014 第 10006923 号	25 号道路东侧 B-2 地块	92.00
	小计		185.00
	合计		434.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要从事长兴县龙山新区范围内安置房的建设业务，受政府规划、工程施工进度影响，公司安置房收入规模有所波动

受长兴县人民政府委托，公司主要从事长兴县龙山新区范围内的安置房建设业务。公司进行安置房建设的资金主要来源于自有资金和外部融资。2016年以前，公司安置房建设业务不单独确认收入，发生的成本计入土地开发整理成本，待安置工作完成且项目所属地块已达到可出让条件后，公司将相关地块移交给长兴县国土资源局，安置房建设成本随土地开发整理成本一同结转。2016年以后，公司对完工的安置房项目按照政府指导价与龙山街道办事处进行结算，并确认安置房销售收入。

2016-2018年，公司确认收入的保障性安置房项目主要包括新丰一期、二期和新湖一期、二期，均已完工。2016-2018年公司实现安置房销售面积分别为12.91万平方米、5.65万平方米和5.83万平方米，实现结算收入分别为59,797.49万元、29,827.25万元和37,252.24万元，目前新丰一期、二期和新湖一期、二期均已销售完毕。毛利率方面，受不同地块拆迁成本和销售单价不同的影响，安置房毛利率波动较大，2016-2018年公司安置房业务毛利率分别为8.52%、19.34%和16.40%。

表9 公司 2016-2018 年确认安置房收入情况（单位：平方米；万元）

年度	项目名称	面积	收入
2018 年	新湖二期	58,291.70	37,252.24
	小计	58,291.70	37,252.24

2017年	新丰二期	56,491.01	29,827.25
	小计	56,491.01	29,827.25
2016年	新丰一期	58,837.27	27,594.68
	新湖一期	70,311.81	32,202.81
	小计	129,149.08	59,797.49
	合计	243,931.79	126,876.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 截至2018年末公司待销售安置房情况（单位：亿元，平方米）

项目名称	累计已投资	可售面积
霞城小区	3.4	61,857.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司新丰小区和新湖小区均已销售完毕，公司安置房销售剩余可售面积合计为61,857.33平方米，均为霞城小区可售面积，保障房业务未来较有保障。

公司作为长兴县重要的基础设施建设主体之一，已完工、在建项目投资规模较大，未来收入较有保障，同时存在一定的资金压力

除了土地开发收入和安置房销售收入之外，受长兴县人民政府委托，公司还承担龙山新区道路、绿化工程、学校、医院和水库等基础设施项目建设业务。公司基础设施项目采取委托代建管理模式，公司通过自有资金和外部融资进行建设，相关项目的建设成本计入开发成本，具体的工程建设项目完工并经项目委托单位验收合格后进行项目决算，公司根据决算金额加成一定比例确认代建收入，具体加成比例根据不同项目有所差异。

自成立以来，公司承担了长兴县龙山新区内大量基础设施项目，这些项目在促进园区招商引资方面发挥了重要作用。截至2018年末，公司已完工未确认收入的重点项目包括长兴一中、明珠北路延伸、水口人防、综合福利中心等项目，累计已投资总额为95,423.79万元。

截至2018年末，公司在建的基础设施项目包括生态修复工程、长兴县饮用水源生态保护治理项目、五水共治工程、一带两区工程、长兴县太湖高级中学迁建工程和生态修复工程项目，计划总投资374,109.96万元，已投资216,268.53万元，尚需投资157,841.43万元，未来收入较有保障，同时存在一定的资金压力。

表11 截至2018年末公司已完工未确认收入的重点基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	项目已投资
长兴一中	31,619.15
明珠北路延伸	27,156.86

水口人防	16,495.77
综合福利中心	13,992.84
城市展览馆	3,242.00
长兴县合溪新港新长铁路至黄泥斗段治理工程	2,917.17
合计	95,423.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至2018年末公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
生态修复工程	109,306.96	22,627.25
长兴县饮用水源生态保护治理项目*	81,300.00	24,500.00
五水共治工程	71,000.00	70,988.75
一带两区工程	69,180.00	70,704.97
长兴县太湖高级中学迁建工程	43,323.00	27,447.56
合计	374,109.96	216,268.53

注：*为本期债券募投项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

作为长兴县龙山新区的基础设施建设主体之一，公司在资产划拨、财政补贴等方面得到较大力度的外部支持

公司作为长兴县重要的基础设施建设主体之一，在资产注入、政府补助方面获得了地方政府的较大力度的支持。资本注入方面，2016年公司收到财政拨入资金3.16亿元，计入资本公积；2017年收到土地返还金和地块财政补助合计增加资本公积0.42亿元；2018年，公司及下属企业长兴龙山商贸管理有限公司将前期地方政府债券置换后的1.81亿元债务从负债类科目调整至权益类科目，转增资本公积。

财政补贴方面，2016年-2018年，公司收到长兴县财政局财政补贴金额分别为1.30亿元、1.10亿元和1.15亿元。考虑到未来公司将继续在龙山新区基础设施建设和土地开发整理领域中发挥重要作用，预计政府未来将对公司提供有力的支持。

表13 2016-2018年公司获得的外部支持情况（单位：亿元）

年度	协议	内容	对资本公积影响
2018	《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）	公司及下属企业长兴龙山商贸管理有限公司将前期地方政府债券置换后的1.81亿元债务从负债类科目调整至权益类科目，转增资本公积	1.81
2017	长交【2017】101文件	龙山物业收龙山街道办事处老法院地块财政补助0.30亿元；收到永兴建设太高征地土地返还金和检察院土地返还金0.12亿元	0.42
2016	-	收到财政拨入资金3.16亿元	3.16

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，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2016-2018年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。近年公司合并范围子公司数量增减变化情况如下表：

表14 近年公司合并范围子公司数量增减变化情况

年度	增加	减少
2018 年	0	0
2017 年	1	1
2016 年	0	0

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产中存货和其他应收款占比较高，存货变现能力较弱，其他应收款回收时间不确定性较大，整体资产流动性较弱

近年公司总资产规模有所波动，2017年总资产规模同比下降11.57%，主要系合并范围减少子公司长兴县合溪水库工程建设开发有限责任公司、无偿划出股权和注销土地所致；2018年总资产规模同比有所上升。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016-2018年末流动资产占总资产的比例分别为84.10%、94.50%和86.65%。

截至2018年末，公司货币资金余额为25,111.01万元，其中主要系银行存款，货币资金中因借款质押受限的定期存单金额为12,900.00万元，占货币资金的比重为51.37%，公司货币资金受限比例较高。截至2018年末，公司预付款项余额为15.47万元，较2016年余额大幅下降，主要系龙山新区三期规划工程建设基本完成，公司与施工单位进行完工项目结算，故将预付款项计入了存货处理所致。其他应收款主要系应收政府相关单位的往来款，截至2018年末，公司主要其他应收款情况如下表，前五大其他应收款合计占其他应收款的95.31%；整体来看公司其他应收款金额较大且回收时间存在较大的不确定性，对公司资金形成了较大的占用。

表15 截至 2018 年末主要其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	单位性质	款项性质	期末余额	占其他应收款期末
------	------	------	------	----------

				余额合计数的比例
长兴丽城建设发展有限公司	国企	往来款	80,835.62	81.56%
浙江长兴融创国有资产控股有限公司	国企	往来款	5,000.00	5.05%
浙江长兴金融控股集团有限公司	国企	往来款	3,617.05	3.65%
长兴城南投资开发建设有限公司	国企	往来款	3,000.00	3.03%
浙江省长兴县民政局	政府机构	借款	2,000.00	2.02%
合计	-	-	94,452.67	95.31%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

近年存货余额呈逐年增长的态势，主要系公司土地开发形成的开发成本和开发产品增加所致。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、基础设施建设项目形成的，开发产品主要系完工的安置房和已完工基础设施建设项目，土地资产均通过招拍挂方式取得的土地使用权，均为出让性质，均已缴纳土地出让金，土地用途主要为城镇住宅用地，2017年土地资产较2016年末减少130,508.74万元，主要系出让部分土地形成收入所致。截至2018年末开发成本、开发产品、土地资产账面价值分别为705,244.93万元、201,295.94万元和52,278.00万元，其中账面价值18,610.31万元的土地用于借款抵押，占存货账面价值的1.94%。

表16 公司 2016-2018 年存货明细（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
开发成本	705,244.93	693,386.68	480,890.28
开发产品	201,295.94	126,649.67	100,787.30
土地资产	52,278.00	52,278.00	182,786.74
低值易耗品	23.54	23.54	23.54
库存商品	5.94	-	-
合计	958,848.36	872,337.89	764,487.86

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

2018年，公司新增投资性房地产91,116.92万元，系公司存货及固定资产中部分房产、土地使用权用途改变转入投资性房地产，其中存货及固定资产转入投资性房地产账面价值部分为64,953.29万元，经评估增值部分为26,163.63万元，其中账面价值34,879.04万元已被用于借款抵押，占投资性房地产余额的38.28%。2018年末，公司固定资产余额为22,743.89万元，2017年末固定资产账面价值较2016年末减少1,665.30万元，主要系2017年合溪水库不再纳入发行人合并范围，相应固定资产减少所致；2018年末同比有所下降，系部分房产转入投资性房地产所致。2018年末在建工程余额为24,540.93万元，系生态饮用水源保护项目，2018年较2016年大幅下降，主要系长兴县合溪水库工程建设开发有限责任公司不再纳

入合并范围所致。无形资产主要系土地使用权，截至2018年末，无形资产中的土地使用权账面价值为28,368.51万元，均为出让性质。

总体来看，公司资产以存货和其他应收款为主，存货以开发成本、开发产品和土地资产为主，变现能力较弱，其他应收款回收时间有较大不确定性、对公司营运资金形成较大占用，公司资产整体流动性较弱。

表17 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	25,111.01	2.01%	77,398.50	6.27%	90,515.62	6.49%
预付款项	15.47	0.00%	-	-	162,662.77	11.66%
其他应收款	99,224.13	7.94%	216,019.23	17.51%	146,526.01	10.50%
存货	958,848.36	76.69%	872,337.89	70.72%	764,487.86	54.81%
流动资产合计	1,083,348.70	86.65%	1,165,755.63	94.50%	1,173,071.34	84.10%
投资性房地产	91,116.92	7.29%	-	-	-	-
固定资产	22,743.89	1.82%	38,545.61	3.12%	40,210.91	2.88%
在建工程	24,540.93	1.96%	-	-	140,055.08	10.04%
无形资产	28,368.51	2.27%	29,208.09	2.37%	30,047.66	2.15%
非流动资产合计	166,870.48	13.35%	67,791.75	5.50%	221,828.45	15.90%
资产总计	1,250,219.18	100.00%	1,233,547.38	100.00%	1,394,899.79	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司自身盈利能力偏弱，利润总额对外部支持依赖较大

2016-2018年公司分别实现营业收入94,563.93万元、102,165.69万元和85,884.81万元，主要来自于土地开发业务和安置房销售业务，2018年新增商品销售和旅游收入。目前公司可供开发未出让面积较多且在建项目较多，未来收入可持续性较好。公司综合毛利率有所波动，主要系2017年土地开发业务毛利率较高且土地开发收入规模占比较高所致。

公司期间费用主要集中在以利息支出为主的财务费用，公司期间费用较高，侵蚀公司利润，近三年公司期间费用分别为26,378.31万元、44,000.75万元和10,404.62万元，占营业收入的比重分别为27.89%、43.07%和12.11%，2018年公司期间费用大幅下降主要系公司获得财政补贴直接冲减利息支出20,000.00万元所致。

此外，长兴县作为重要的基础设施建设主体之一，获得了基础设施建设财政补贴款和其他专项补助等政府补助，2016-2018年公司分别获得13,065.14万元、11,035.00万元和11,500.00万元的政府补贴，占利润总额的比重分别为86.79%、89.74%和46.99%，公司利

润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，公司自身盈利能力偏弱，盈利对外部支持依赖较大。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	85,884.81	102,165.69	94,563.93
期间费用	10,404.62	44,000.75	26,378.31
其他收益	11,500.00	11,035.00	0.00
营业利润	24,542.32	12,387.22	1,998.93
营业外收入	0.06	21.47	13,065.14
利润总额	24,475.83	12,297.07	15,053.67
综合毛利率	27.30%	43.67%	29.61%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所改善，在建项目尚需投入一定的资金，存在一定的资金压力

2016-2018年公司的收现比分别为0.81、1.12和1.05，公司经营活动收现情况尚可。近三年，公司承担了基础设施的建设任务，在工程项目完工交付前，公司需要自筹资金进行项目建设，导致公司购买商品、接受劳务支付的现金随工程进度而波动，同时往来款发生额规模较大，公司经营活动现金表现有所改善，2016-2018年经营活动产生的现金流量净额分别为-172,886.62万元、-26,288.43万元和52,711.05万元。

投资活动方面，2016-2018年投资活动现金流量净额分别为-4,756.18万元、5,158.39万元和-1,510.32万元。2016年投资活动现金净流出规模较大，主要系2015新增持有至到期投资5,700.00万元和购置固定资产所致；2017年投资活动现金流量净额转为正数，主要系公司持有的信托产品到期，资金得到回收。

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188,217.44万元、16,312.93万元和-69,838.23万元，筹资活动现金流入逐年减少，主要系公司银行贷款规模逐年减少所致。

截至2018年末，公司在建的基础设施项目，计划总投资374,109.96万元，已投资216,268.53万元，尚需投资157,841.43万元，存在一定的资金压力。

表19 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
----	--------	--------	--------

收现比	1.05	1.12	0.81
销售商品、提供劳务收到的现金	90,321.60	114,749.35	76,497.51
收到的其他与经营活动有关的现金	284,430.12	110,686.30	163,097.77
经营活动现金流入小计	374,751.72	225,435.65	239,595.28
购买商品、接受劳务支付的现金	219,062.52	149,002.10	181,683.61
支付的其他与经营活动有关的现金	102,485.88	101,873.11	227,499.60
经营活动现金流出小计	322,040.67	251,724.08	412,481.89
经营活动产生的现金流量净额	52,711.05	-26,288.43	-172,886.62
投资活动产生的现金流量净额	-1,510.32	5,158.39	-4,756.18
筹资活动产生的现金流量净额	-69,838.23	16,312.93	188,217.44
现金及现金等价物净增加额	-18,637.50	-4,817.12	10,574.64

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，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，面临较大的短期偿债压力

近年公司负债总额有所波动，2016-2018年公司负债总额分别为831,628.92万元、714,614.40万元和668,937.49万元。受股权、资产无偿划出和土地注销的影响，2017年公司资本公积减少57,900.10万元，所有者权益下降至518,932.98万元；2018年所有者权益有所上升，主要系政府置换资金18,100.00万元转增资本公积、公司日常经营所得和投资性房地产首次转换时公允价值大于账面价值增加的其他综合收益19,622.72万元所致。受负债和所有者权益变动的综合影响，2016-2018年公司产权比率分别为147.64%、137.71%和115.08%。

表20 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	668,937.49	714,614.40	831,628.92
所有者权益	581,281.68	518,932.98	563,270.87
产权比率	115.08%	137.71%	147.64%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，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69.87%。截至2018年末，短期借款余额为0.00万元。预收款项主要系预收工程代建款，其中2018年末预收长兴县财政局工程款6,100.00万元，预收长兴县人民政府龙山街道办事处工程款5,777.40万元。其他应付款主要系是应付长兴县政府机构和事业单位的往来款、借款，截至2018年末其他应付款余额84,997.99万元。2018年末，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款96,977.55万元。

表21 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	0.00	0.00%	9,900.00	1.39%	29,350.00	3.53%
预收款项	13,379.46	2.00%	12,217.12	1.71%	8,444.93	1.02%
其他应付款	84,997.99	12.71%	45,849.27	6.42%	76,605.58	9.21%
一年内到期的非流动负债	98,074.55	14.66%	72,038.40	10.08%	90,937.00	10.93%
流动负债合计	201,582.83	30.13%	147,464.59	20.64%	228,340.69	27.46%
长期借款	116,891.30	17.47%	214,013.05	29.95%	163,348.00	19.64%
应付债券	277,948.53	41.55%	277,785.83	38.87%	276,178.93	33.21%
长期应付款	57,250.93	8.56%	75,350.93	10.54%	163,761.29	19.69%
非流动负债合计	467,354.67	69.87%	567,149.81	79.36%	603,288.23	72.54%
负债合计	668,937.49	100.00%	714,614.40	100.00%	831,628.92	100.00%
有息债务合计	501,637.38	74.99%	573,737.28	80.29%	559,813.93	67.32%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，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。近三年公司长期借款规模有所波动，公司长期借款包括保证借款、质押借款、抵押借款、保证兼抵押和保证兼质押借款，2018年末分别为44,547.30万元、11,644.00万元、8,700.00万元、12,000.00万元和40,000.00万元，保证人包括长兴交通投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司和长兴城市建设投资集团有限公司，抵押物主要为土地使用权和房产，质押物主要为银行定期存单和工程项目收益²。截至2018年末应付债券账面价值为277,948.53万元，应付债券明细如下表。长期应付款主要为地方政府债券置换资金，2018年末金额为50,500.00万元；专项应付款主要是公司获得政府的专项建设资金，2018年末金额为6,750.93万元，2017年长兴县合溪水库工程建设开发有限责任公司不再纳入合并报表范围，因此2017年末专项应付款余额较2016年末大幅下降。

表22 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
15 永兴债	5 年	2015/12/11	80,000.00	79,648.00
16 永兴 01	5 年	2016/03/15	100,000.00	99,358.67
16 永兴 02	5 年	2016/10/21	100,000.00	98,941.87
合计	-	-	280,000.00	277,948.53

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务规模有所波动，2016-2018年分别为559,813.93万元、573,737.28万元和501,637.38万元，分别占当年负债总额的67.32%、80.29%和74.99%，近两年有息负债到期金额合计23.62亿元，公司刚性债务短期偿还压力较大。

²安置房新丰花园一期项目下享有的全部权益和收益

表23 截至2018年末公司有息债务（本金）偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
有息债务（本金）	9.81	13.81	22.25	4.50

资料来源：公司提供，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持续下降，截至2018年末资产负债率为53.51%。2016-2018年公司流动比率分别为5.14、7.91和5.37，但中证鹏元关注到，公司货币资金受限比例较高，同时还关注到流动资产中存货、其他应收款占比较高，存货变现能力欠佳，其他应收款回收时间不确定性较大，公司实际短期偿债能力欠佳。2016-2018年计入财务费用的利息支出分别为24,785.54万元、42,130.64万元和8,118.28万元，受财务费用利息支出波动影响，公司EBITDA有所波动；2016-2018年EBITDA利息保障倍数分别为1.15、1.36和2.02，2018年公司收到财政贴息20,000.00万元冲减资本化利息支出，致使2018年EBITDA利息保障倍数同比仍有所提高。近三年有息负债与EBITDA之比分别为13.20、10.03和14.27。

表24 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年	2016年
资产负债率	53.51%	57.93%	59.62%
流动比率	5.37	7.91	5.14
速动比率	0.62	1.99	1.79
EBITDA（万元）	35,143.36	57,204.76	42,417.88
EBITDA 利息保障倍数	2.02	1.36	1.15
有息债务/EBITDA	14.27	10.03	13.20

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，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

首先，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。根据公司出具的《收益测算报告》，报告预期在债券存续期内实现收入62,989.16万元，扣减成本及税金等相关费用后，项目预期净收益为48,440.93万元。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。

其次，公司销售商品、提供劳务收到的现金是本期债券按时还本付息的重要来源。2016-2018年及公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为76,497.51万元、114,749.35万元

和90,321.60万元。公司在整治土地合计503.00亩，公司未来拟出让的土地面积合计434.00亩；公司安置房可售面积为61,857.33平方米；公司在建基础设施项目总投资较大，未来发展较有保障。但公司基础设施建设项目回款时间存在一定不确定性，区域土地市场景气度存在一定的波动性，公司未来现金流存在一定不确定性。

另外，土地资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2018年末，公司土地使用权账面价值合计80,646.51万元，面积464,802.21平方米，若出现现金流不足情况时，公司可通过流动资产变现获得必要的偿债资金。但公司部分土地已用于借款抵押，且极端情况下大规模的资产变现易遭受流动性风险，资产能否顺利变现以及变现金额存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

长兴交投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由长兴交投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年内。

长兴交投原名“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长兴交投增资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，长兴交投更为现名，注册资本变更为15亿元。截至2018年末，长兴交投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。长兴交投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。

近三年长兴交投营业收入不断增长，2016-2018年营业收入分别为20.20亿元、22.76亿元和31.49亿元，三年复合增长率为24.84%。长兴交投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。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。长兴交投综合毛利率持续下降，2016-2018年分别为23.19%、17.97%和10.09%。

表25 长兴交投营业收入构成及综合毛利率情况（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：长兴交投 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，长兴交投资产总额为596.00亿元，所有者权益为251.42亿元，资产负债率为57.82%；2018年度，公司实现营业收入31.49亿元，利润总额4.74亿元，经营活动现金净流出24.49亿元。

表26 担保方主要财务指标（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：长兴交投 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

基于上述情况，经中证鹏元综合评定，2019 年长兴交投主体长期信用等级为 AA+，由其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步提升了本期债券的安全性。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2019 年 6 月 4 日，公司本部不存在未结清的不良类信贷记录。公司本部存在 4 笔已结清欠息记录，分别于 2007 年 12 月 20 日、2009 年 11 月 21 日和 2018 年 12 月 22 日发生，其中 2018 年 12 月 22 日发生两笔欠息记录。根据公司出具的欠息说明 2007 年 12 月 20 日和 2009 年 11 月 21 日产生的欠息记录系银行扣息时间不同步导致征信系统显示欠息，根据华夏银行股份有限公司湖州分行出具的说明 2018 年 12 月 22 日产生的欠息记录系公司签约存款业务，活期存款被冻结，导致未能全额扣息。2009 年 1 月 9 日公司发生 3,000.00 万元关注类贷款，系长兴农村合作银行发放贷款时对公司按照平台公司贷款进行管理，公司已于 2011 年 9 月退出银监会地方融资平台名单，后该贷款正常到期并结清。

表 27 截至 2019 年 5 月末公司历史已结清欠息记录（单位：万元）

授信机构	欠息金额	首次欠息发生日期	最近一次结清日期
中国光大银行杭州分行营业部	11.80	2009-11-21	2009-11-23
平安杭州湖墅支行	88.84	2007-12-20	2007-12-23
华夏银行股份有限公司湖州分行	8.70	2018-12-22	2018-12-25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）或有事项分析

截至 2018 年末，公司对外担保余额为 147,260.00 万元，占当期末净资产的比重为 25.33%。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，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表28 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
浙江长兴龙新建设发展有限公司	28,000.00	2028 年 1 月	否
农丰源股份有限公司	15,668.00	2021 年 9 月	否
长兴永茗建设发展有限公司	14,900.00	2021 年 3 月	否
长兴鑫能建设开发有限公司	14,000.00	2021 年 6 月	否
长兴县太湖高级中学	12,500.00	2024 年 12 月	否
长兴恒途实业有限公司	12,000.00	2021 年 12 月	否
农丰源股份有限公司	7,832.00	2021 年 9 月	否
长兴永畅物流建设开发有限公司	7,100.00	2020 年 6 月	否
长兴县人民医院	6,500.00	2020 年 12 月	否
浙江长兴永盛水利建设开发有限公司	5,500.00	2020 年 6 月	否
长兴县太湖高级中学	5,000.00	2024 年 12 月	否
浙江长兴龙新建设发展有限公司	4,900.00	2019 年 6 月	否
浙江长兴永盛水利建设开发有限公司	2,800.00	2020 年 1 月	否
长兴长李农业开发有限公司	2,700.00	2019 年 12 月	否
长兴鸿创物资贸易有限公司	1,950.00	2020 年 4 月	否
长兴农园新景文化旅游发展有限公司	1,950.00	2020 年 6 月	否
浙江长兴龙新建设发展有限公司	1,910.00	2019 年 9 月	否
长兴农园新景文化旅游发展有限公司	1,050.00	2020 年 10 月	否
浙江仙山湖园艺有限公司	1,000.00	2019 年 2 月	否
合计	147,260.00	-	-

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，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	25,111.01	77,398.50	90,515.62
其他应收款	99,224.13	216,019.23	146,526.01
存货	958,848.36	872,337.89	764,487.86
流动资产合计	1,083,348.70	1,165,755.63	1,173,071.34
投资性房地产	91,116.92	-	-
固定资产	22,743.89	38,545.61	40,210.91
无形资产	28,368.51	29,208.09	30,047.66
非流动资产合计	166,870.48	67,791.75	221,828.45
资产总计	1,250,219.18	1,233,547.38	1,394,899.79
短期借款	-	9,900.00	29,350.00
预收款项	13,379.46	12,217.12	8,444.93
其他应付款	84,997.99	45,849.27	76,605.58
一年内到期的非流动负债	98,074.55	72,038.40	90,937.00
流动负债合计	201,582.83	147,464.59	228,340.69
长期借款	116,891.30	214,013.05	163,348.00
应付债券	277,948.53	277,785.83	276,178.93
长期应付款	57,250.93	75,350.93	163,761.29
非流动负债合计	467,354.67	567,149.81	603,288.23
负债合计	668,937.49	714,614.40	831,628.92
有息债务	492,914.38	573,737.28	559,813.93
所有者权益	581,281.68	518,932.98	563,270.87
营业收入	85,884.81	102,165.69	94,563.93
营业利润	24,542.32	12,387.22	1,998.93
营业外收入	0.06	21.47	13,065.14
利润总额	24,475.83	12,297.07	15,053.67
经营活动产生的现金流量净额	52,711.05	-26,288.43	-172,886.62
投资活动产生的现金流量净额	-1,510.32	5,158.39	-4,756.18
筹资活动产生的现金流量净额	-69,838.23	16,312.93	188,217.44
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	27.30%	43.67%	29.61%
收现比	1.05	1.12	0.81
产权比率	115.08%	137.71%	147.64%
资产负债率	53.51%	57.93%	59.62%

流动比率	5.37	7.91	5.14
速动比率	0.62	1.99	1.79
EBITDA（万元）	35,143.36	57,204.76	42,417.88
EBITDA 利息保障倍数	2.02	1.36	1.15
有息债务/EBITDA	14.27	10.03	13.20

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理



附录二 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
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	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债}$

附录三 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。

