

2020 年长兴县永兴建设开发有限公司

**绿色债券 2020 年跟踪  
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：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【199】号 01

债券简称：20 永兴绿色  
债/G20 永兴

增信方式：保证担保

担保主体：长兴交通投  
资集团有限公司

债券剩余规模：7 亿元

债券到期日期：2027 年  
4 月 16 日

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

分析师

姓名：  
张旻烁 秦凤明

电话：  
021-51035670

邮箱：  
zhangmy@cspengyuan.c  
om

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  
于中证鹏元官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)

## 2020 年长兴县永兴建设开发有限公司 绿色债券 2020 年跟踪信用评级报告

|            | 本次跟踪评级结果         | 首次信用评级结果         |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级   | AA+              | AA+              |
| 发行主体长期信用等级 | AA               | AA               |
| 评级展望       | 稳定               | 稳定               |
| 评级日期       | 2020 年 06 月 16 日 | 2020 年 03 月 12 日 |

### 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”）及其 2020 年 4 月 16 日公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2020 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。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，公司业务持续性仍较好，仍获得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”）提供的保证担保仍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，面临较大资金压力，债务偿付压力进一步加大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。近年来，长兴县连续引进吉利整车及变速器、龙之梦、爱康科技等投资超百亿元的项目，逐渐形成了新型电池、现代纺织、特色机电三大支柱产业和新能源汽车、高端装备制造、信息产业三大战略性新兴产业，2019 年实现地区生产总值 693.28 亿元，同比增长 8.2%，经济持续快速增长，较好的外部环境为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性仍较好。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，已进入转让程序土地面积合计 268.53 亩；公司安置房剩余可售面积为 61,857.33 平方米；此外，在建、拟建项目规模较大，计划总投资 52.26 亿元，已投资 29.04 亿元。

- **公司仍获得了较大力度的外部支持。**2019 年子公司长兴龙山商贸管理有限公司(以下简称“龙山商贸”)政府债务置换债务转增资本公积 2.00 亿元;公司收到政府基础设施建设运营补助款 1.67 亿元,获得财政贴息 2.50 亿元。
- **长兴交投提供的保证担保仍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仍能有效提升本期债券的信用水平。

### 关注:

- **公司资产流动性仍较弱。**截至 2019 年末,公司存货和其他应收款合计占总资产规模的 77.45%。存货主要由开发成本、开发产品和土地资产构成,安置房和代建项目收入确认时点依赖于项目进度及政府财政安排,存在较大不确定性;其他应收款回收时间存在较大不确定性、对公司营运资金形成较大占用,资产整体流动性较弱。
- **公司在建、拟建项目规模较大,面临较大的资金压力。**截至 2019 年末,公司主要在建、拟建基础设施类项目尚需投资 23.58 亿元,存在较大的资金压力。
- **公司债务偿付压力进一步加大。**截至 2019 年末公司有息债务为 56.21 亿元,同比增长 12.05%,资产负债率上升至 56.51%,EBITDA 利息保障倍数下降至 1.73,近两年有息负债到期金额合计 34.91 亿元,偿债压力进一步加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末,公司对外担保余额 12.85 亿元,占当期末净资产的比重为 21.05%。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      | 2019 年       | 2018 年       | 2017 年       |
|---------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产     | 1,403,937.93 | 1,250,219.18 | 1,233,547.38 |
| 所有者权益   | 610,547.75   | 581,281.68   | 518,932.98   |
| 有息债务    | 562,062.29   | 501,637.38   | 573,737.28   |
| 资产负债率   | 56.51%       | 53.51%       | 57.93%       |
| 现金短期债务比 | 0.65         | 0.26         | 0.94         |
| 营业收入    | 64,105.92    | 85,884.81    | 102,165.69   |
| 其他收益    | 16,706.40    | 11,500.00    | 11,035.00    |
| 利润总额    | 19,622.68    | 24,475.83    | 12,297.07    |
| 综合毛利率   | 18.06%       | 27.30%       | 43.67%       |

|               |           |           |            |
|---------------|-----------|-----------|------------|
| EBITDA        | 28,917.89 | 35,143.36 | 57,204.76  |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.73      | 2.02      | 1.36       |
| 经营活动现金流净额     | 95,349.65 | 52,711.05 | -26,288.43 |
| 收现比           | 1.13      | 1.05      | 1.12       |

注：EBITDA 利息保障倍数中利息支出未包含政府贴息金额；

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

#### 担保方主要财务指标（单位：万元）

| 项目          | 2019 年       | 2018 年       | 2017 年       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产         | 7,477,662.56 | 5,959,930.02 | 5,388,269.50 |
| 归属于母公司所有者权益 | 2,827,450.27 | 2,445,166.87 | 2,153,808.78 |
| 资产负债率       | 58.95%       | 57.82%       | 59.94%       |
| 营业收入        | 341,792.41   | 314,856.83   | 227,648.89   |
| 净利润         | 43,346.63    | 43,479.33    | 23,272.56    |
| 经营活动现金流净额   | 6,949.04     | -244,879.89  | -26,825.16   |

注：2017 年期末数采用 2018 年期初数；

资料来源：长兴交投 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

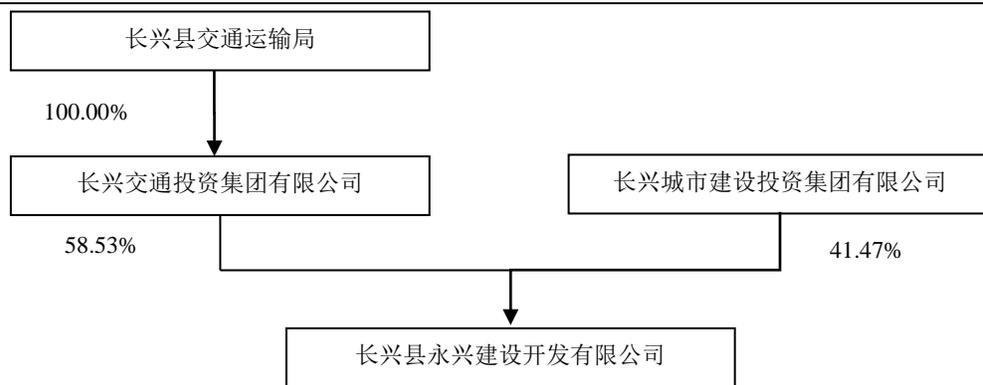
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年04月16日发行7年期7亿元公司债券，其中3.5亿元募集资金拟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。截至2020年05月19日，本期债券募集资金专项账户余额为44,580万元。

## 二、发行主体概况

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市建设投资集团有限公司（以下简称“长兴城投”）。截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本仍为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，公司的实际控制人仍为长兴县交通运输局。

**图1 截至2020年3月末公司股权结构图**



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，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。2019年度，公司合并范围无变化。截至2019年末，公司合并范围共有6家子公司，具体见附录二。

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

**2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本

合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10号), 切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务, 禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益, 禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5月, 国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号), 从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引, 并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月, 中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”), 指出要合理保障必要在建项目后续融资, 在严格依法解除违法违规担保关系基础上, 对存量隐性债务中的必要在建项目, 允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资; 另一方面, 《通知》指出, 严禁项目单位以任何方式新增隐性债务, 市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月, 中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》, 表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理, 承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围, 地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情, 债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排, 开辟债券发行“绿色通道”, 支持参与疫情防控企业债券发行, 城投公司作为地方基础设施建设主体, 在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作, 城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## (二) 区域环境

### 2019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, 2019年末户籍人口63.73万。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。

2019年, 长兴县分别实现地区生产总值693.28亿元, 按可比价格计算, 同比增长8.2%, 增速维持在较高水平。2019年第一产业增加值35.03亿元, 同比增长3.1%; 第二产业增加值355.64亿元, 同比增长8.2%; 第三产业增加值302.6亿元, 同比增长8.9%。三次产业结构比例由2018年的5.47:49.27:45.26调整为5.1: 51.3: 43.6, 工业仍是主导产业。2019年长兴县人均地区生产总值108,861元(按户籍人口计算), 同比增长7.9%, 是同期全国人均水

平的153.56%。

从工业运行来看,2019年长兴县规模以上工业增加值同比增长9.2%,形成了新型电池、现代纺织、特色机电三大支柱产业和新能源汽车、高端装备制造、信息产业三大战略性新兴产业。2019年规模以上工业中纺织业、非金属矿物制品业、电气机械和器材制造业、化学纤维制造业四大行业累计产值占全县规模以上工业产值的63.7%,同比增长2.7%。规模以上工业中,战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业分别实现增加值70.5亿元、120.6亿元和56.9亿元,同比分别增长12.4%、10.9%和12.7%,占规上工业比重分别为29.5%、50.4%和23.8%。

从经济的驱动因素来看,固定资产投资和消费仍是长兴县经济增长的主要来源。2019年长兴县固定资产投资增速同比增长11.2%,其中房地产开发投资同比增长14.6%,商品房销售额152.26亿元,同比增长28.5%。2019年社会消费品零售总额增速为10.2%,增速保持在较高水平;2019年进出口总额为193.87亿元,主要出口行业中,纺织服装出口100.14亿元,同比增长7.5%;机械电子出口33.68亿元,同比增长15.9%;化工出口14.98亿元,同比增长7.7%。

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,2019年底金融机构本外币存款、贷款余额分别为923.87亿元、853.37亿元,分别同比增长11.1%、22.2%。

截至2020年3月30日,长兴县亿元以上产业在库项目252个,计划总投资1,219.6亿元,固定资产投资976.7亿元,总占地面积21,221亩。其中,中兴通高速交通材料项目预计总投资150亿;龙之梦项目预计总投资251亿元;爱康科技项目预计总投资106亿元;吉利整车项目预计总投资70亿元。长兴县近年经济快速发展,逐渐形成了新型电池、现代纺织、特色机电三大支柱产业和新能源汽车、高端装备制造、信息产业三大战略性新兴产业。

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1 2018-2019年长兴县主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)**

| 项目          | 2019年  |      | 2018年  |      |
|-------------|--------|------|--------|------|
|             | 金额     | 增长率  | 金额     | 增长率  |
| 地区生产总值(GDP) | 693.28 | 8.2% | 609.78 | 8.5% |
| 第一产业增加值     | 35.03  | 3.1% | 33.39  | 3.1% |
| 第二产业增加值     | 355.64 | 8.1% | 300.41 | 8.6% |
| 第三产业增加值     | 302.60 | 8.9% | 275.97 | 9.1% |
| 规模以上工业增加值   | 239.2  | 9.2% | -      | 8.9% |

|                 |        |         |        |         |
|-----------------|--------|---------|--------|---------|
| 固定资产投资          | -      | 11.2%   | -      | 5.5%    |
| 社会消费品零售总额       | 311.34 | 10.2%   | 284.20 | 10.1%   |
| 进出口总额           | 193.87 | 1.9%    | 191.28 | 23.7%   |
| 存款余额            | 923.87 | 11.1%   | 831.49 | 13.4%   |
| 贷款余额            | 853.37 | 22.2%   | 698.36 | 15.2%   |
| 人均 GDP (元)      |        | 108,861 |        | 95,961  |
| 人均 GDP/全国人均 GDP |        | 153.56% |        | 148.45% |

资料来源：2017-2018 年长兴县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年长兴县实现公共财政收入65.83亿元，同比增长10.9%，增速有所下降，其中税收收入55.87亿元，占公共财政收入比重为84.90%；同期长兴县公共财政支出为81.1亿元，同比增长13.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为81.17%。

#### 四、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。2019年营业收入主要由土地开发和商品销售收入构成，收入规模同比下降25.36%至64,105.92万元，主要系当期未实现安置房销售收入；毛利率方面，受毛利率较高的土地开发业务收入及占比下降、毛利率水平较低的贸易业务占比上升的影响，2019年综合毛利率同比下降9.24个百分点至18.06%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目            | 2019 年           |               | 2018 年           |               |
|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
|               | 金额               | 毛利率           | 金额               | 毛利率           |
| 土地开发          | 24,894.38        | 42.19%        | 38,218.00        | 43.36%        |
| 安置房销售         | -                | -             | 37,252.24        | 16.40%        |
| 商品销售          | 37,801.72        | 0.88%         | 7,805.34         | 0.14%         |
| 旅游收入          | 668.66           | 11.67%        | 576.41           | 9.09%         |
| <b>主营业务小计</b> | <b>63,364.76</b> | <b>17.22%</b> | <b>83,851.98</b> | <b>27.13%</b> |
| 租赁            | 740.40           | 89.32%        | 371.24           | 100.00%       |
| 矿渣销售          | -                | -             | 1,661.59         | 20.03%        |
| 其他            | 0.76             | 100.00%       | 0.00             | -             |
| <b>其他业务小计</b> | <b>741.16</b>    | <b>89.33%</b> | <b>2,032.83</b>  | <b>34.63%</b> |
| <b>合计</b>     | <b>64,105.92</b> | <b>18.06%</b> | <b>85,884.81</b> | <b>27.30%</b> |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司土地开发业务收入同比有所下降，但公司未来待出让及可开发土地面积较大，业务可持续性仍较好

土地开发业务系公司通过土地整治和土地转让两种方式实现收入，土地开发区域主要集中于龙山新区及部分老城区范围。土地整理模式：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》，由永兴建设对位于雉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。土地转让模式：通过招拍挂等方式取得目标土地土地使用权，同时根据政府规划对土地周边基础设施、配套设施等进行建设、开发和完善，根据新区整体开发计划及自身经营需要转让自有土地，实现土地开发收入。

2019年公司确认土地开发收入24,894.38万元，同比下降34.86%，主要系当期确认收入的地块系土地整理开发形成、扣除需缴纳的规费后金额较低所致。

截至2019年末，公司已进入转让程序土地共计3宗，合计面积268.53亩，预计2020年确认转让收入。公司在整治土地合计503.00亩，预计总投资100,600.00万元。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3 公司 2019 年土地开发收入、成本明细（单位：亩；万元）**

| 地块名称           | 受让人           | 面积            | 收入               |
|----------------|---------------|---------------|------------------|
| 忻湖路南侧 A-1 地块   | 长兴垠壹置业有限公司    | 79.38         | 22,764.25        |
| 龙山新区公共设施 2-1 号 | 浙江省医疗健康集团有限公司 | 38.80         | 1,114.54         |
| 龙山新区公共设施 2-2 号 | 浙江省医疗健康集团有限公司 | 12.83         | 371.94           |
| 龙山新区公共设施 2-3 号 | 浙江省医疗健康集团有限公司 | 10.00         | 426.36           |
| 龙山新区公共设施 3-6 号 | 浙江省医疗健康集团有限公司 | 11.04         | 217.30           |
| 小计             | -             | <b>152.05</b> | <b>24,894.38</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司作为长兴县重要的基础设施建设主体之一，在建、拟建项目投资规模较大，存在较大的资金压力**

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。

近年公司尚未确认委托代建业务收入。截至2019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、招投标中心、水口人防等项目，累计已投资总额为160,537.57万元，均已签订委托代建协议，但收入确认时点存在较大不确定性。

截至2019年末，公司主要在建的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、五水共治工程等，拟建项目为长兴县废弃矿区生态环境修复及绿化系统项目一期工程。其中，长兴县饮用水源生态保护治理项目、福利中心、长兴县废弃矿区生态环境修复及绿化系统项目一期工程为自营项目；长兴县饮用水源生态保护治理项目系本期债券募投项目，未来收益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；福利中心项目包括老年福利中心、儿童福利院、救助管理服务站、培智学校、重度残疾人抚养中心等，未来形成经营类收入；长兴县废弃矿区生态环境修复及绿化系统项目一期工程拟对长兴县和平镇、林城片区及龙山街道10个废弃矿区2,550亩进行生态环境修复及绿化，未来可形成矿渣、石子销售收入。自营项目总投资规模较大，未来收入实现形式及规模仍存一定的不确定性。

综合来看，在建、拟建项目计划总投资合计522,615.03万元，已投资290,414.68万元，尚需投资235,807.72万元，存在较大的资金压力。

**表4 截至2019年末公司主要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         |
| 招投标中心     | 19,228.83         |
| 水口人防      | 16,495.77         |
| 陈武帝故居     | 13,497.65         |
| 贡茶院       | 12,672.68         |
| 法院        | 10,566.93         |
| 图书档案馆     | 10,553.76         |
| 检察院代建项目   | 9,434.62          |
| 17号路      | 9,311.32          |
| <b>合计</b> | <b>160,537.57</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表5 截至 2019 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）**

| 类别 | 项目名称                     | 项目性质 | 项目总投资             | 项目已投资             |
|----|--------------------------|------|-------------------|-------------------|
| 在建 | 生态修复工程                   | 代建   | 109,306.96        | 58,520.54         |
|    | 长兴县饮用水源生态保护治理项目*         | 自营   | 81,258.00         | 41,160.20         |
|    | 五水共治工程                   | 代建   | 71,000.00         | 70,994.97         |
|    | 一带两区工程                   | 代建   | 69,180.00         | 72,787.37         |
|    | 福利中心                     | 自营   | 48,271.32         | 15,850.91         |
|    | 长兴县太湖高级中学迁建工程            | 代建   | 43,323.00         | 31,100.69         |
|    | <b>小计</b>                | -    | <b>422,339.28</b> | <b>290,414.68</b> |
| 拟建 | 长兴县废弃矿区生态环境修复及绿化系统项目一期工程 | 自营   | 100,275.75        | 0.00              |
|    | <b>小计</b>                | -    | <b>100,275.75</b> | <b>0.00</b>       |
|    | <b>合计</b>                | -    | <b>522,615.03</b> | <b>290,414.68</b> |

注：\*为本期债券募投项目

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、安置进度影响，公司安置房收入规模有所波动**

受长兴县人民政府委托，除土地开发业务外，公司还负责龙山新区范围内拆迁户安置房建设工作，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。

受政府规划、安置进度影响，2019年度公司未实现安置房销售收入。

截至2019年末，公司已完工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，无在建、拟建保障房项目，保障房业务持续性尚待观察。

**表6 截至 2019 年末公司待销售安置房情况（单位：万元；平方米）**

| 项目名称 | 累计已投资     | 可售面积      |
|------|-----------|-----------|
| 霞城小区 | 34,173.47 | 61,857.33 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2019年贸易业务规模大幅增长，但盈利能力仍较弱；旅游收入实现稳定增长，但规模仍较小**

自2018年起，依托长兴县内优势产业与企业，公司拓宽经营领域，新增贸易业务，涉及的产品主要为锂电芯、电解铅、煤炭、钢材和管材等，主要由子公司长兴龙山建设开发

有限公司负责。经营模式方面贸易业务主要面向两类客户，一类是进行土地开发和基础设施建设的合作施工方，另一类是公司在日常经营中依托县内优势产业与企业拓展的企业商贸客户。公司贸易业务主要是采用“以销定采”模式。结算账期方面，公司采购商品需发货前付款，下游客户结算账期主要为1-3月左右，面临一定的资金以及回款压力。

2018年-2019年，公司分别实现贸易业务收入7,805.34万元和37,801.72万元，毛利率分别为0.14%和0.88%，由于该业务刚刚起步，公司对上下游客户议价能力相对较弱，采购与销售利差较小，毛利率较低。

**表7 公司2019年贸易业务前五大客户和供应商明细（单位：万元）**

| 主要客户            | 主要商品 | 销售金额             | 占比            |
|-----------------|------|------------------|---------------|
| 浙江物产国际贸易有限公司    | 铁矿砂  | 12,806.96        | 33.88%        |
| 上海南方水泥有限公司      | 煤炭   | 11,744.78        | 31.07%        |
| 芜湖海螺贸易有限公司      | 煤炭   | 6,397.67         | 16.92%        |
| 浙江天能物资贸易有限公司    | 电解铅  | 3,964.28         | 10.49%        |
| 浙江省长兴天能电源有限公司   | 电解铅  | 2,847.46         | 7.53%         |
| 小计              | -    | <b>37,761.14</b> | <b>99.89%</b> |
| 主要供应商           | 主要商品 | 销售金额             | 占比            |
| 长兴县物资燃料有限公司     | 煤炭   | 13,460.63        | 35.92%        |
| 浙江热联中邦供应链服务有限公司 | 铁矿砂  | 12,711.10        | 33.92%        |
| 浙江陆丰燃料有限公司      | 煤炭   | 4,493.40         | 11.99%        |
| 安徽华铂再生资源科技有限公司  | 电解铅  | 2,842.72         | 7.59%         |
| 河南豫光金铅股份有限公司    | 电解铅  | 2,126.11         | 5.67%         |
| 小计              | -    | <b>35,633.96</b> | <b>95.10%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自2018年起新增旅游业务，系子公司长兴珑山旅游开发有限公司（以下简称“珑山旅游”）“龙山玻璃悬索桥”建成营业。2018-2019年，公司分别实现旅游业务收入576.41万元和668.66万元，毛利率分别为9.09%和11.67%，收入规模不大。

**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、财政补贴方面仍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、政府补助方面仍获得了地方政府的较大力度的支持。资本注入方面，2019年，根据《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）的精神，公司子公司龙山商贸将前期地方政府债券置换后的20,000.00万元债务从负债类科目调整至权益类科目，转增资本公积。此外，2019年龙山建设土地被无偿收

回，冲减资本公积9,941.00万元。

财政补贴方面，2019年根据文件<sup>1</sup>公司收到政府基础设施建设运营补助款16,706.40万元，作为补贴收入计入其他收益。此外，公司获得财政贴息25,000.00万元。

## 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容城会计师事务所（特殊普通合伙）（原名：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及2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司合并范围无变化。

### 资产结构与质量

**2019年公司资产规模持续增长，但存货和其他应收款占比仍较高，整体资产流动性仍较弱**

2019年末公司资产规模同比增长12.30%至1,403,937.93万元。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的比例为86.62%。

截至2019年末，公司货币资金余额为123,994.88万元，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72,600.00万元，票据保证金为5,000.00万元，合计占货币资金的比重为62.58%，公司货币资金受限比例较高。其他应收款主要系应收政府相关单位的往来款，截至2019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97.76%；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8 截至2019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 |
|----------------|------|------|-----------|------------------|
| 长兴城市建设投资集团有限公司 | 国企   | 往来款  | 47,325.32 | 49.26%           |
| 浙江长兴龙新建设发展有限公司 | 国企   | 往来款  | 30,297.78 | 31.53%           |
| 浙江滨河实业有限公司     | 国企   | 往来款  | 10,000.00 | 10.41%           |
| 浙江长兴融兴实业有限公司   | 国企   | 往来款  | 5,490.00  | 5.71%            |

<sup>1</sup> 长永兴建发[2019]5号；《关于拟同意长兴县财政局安排的财政资金作为长兴县永兴建设开发有限公司2019年度补贴收入的函》

|                |    |     |                  |               |
|----------------|----|-----|------------------|---------------|
| 长兴文化旅游发展集团有限公司 | 国企 | 往来款 | 821.42           | 0.85%         |
| <b>合计</b>      | -  | -   | <b>93,934.52</b> | <b>97.76%</b> |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着在建项目的持续投入，2019年末公司存货规模同比增长3.35%至990,944.97万元。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、代建项目形成的，开发产品主要系完工的安置房和已完工代建项目，土地资产均系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，2019年土地资产同比减少19.02%，主要系龙山建设土地被无偿收回所致。其中，账面价值15,417.00万元的土地用于借款抵押，占存货账面价值的1.56%。

**表9 公司 2018-2019 年存货明细（单位：万元）**

| 项目        | 2019 年            | 2018 年            |
|-----------|-------------------|-------------------|
| 开发成本      | 738,368.24        | 705,244.93        |
| 开发产品      | 210,216.18        | 201,295.94        |
| 土地资产      | 42,337.00         | 52,278.00         |
| 低值易耗品     | 23.54             | 23.54             |
| 库存商品      | 0.00              | 5.94              |
| <b>合计</b> | <b>990,944.97</b> | <b>958,848.36</b> |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司投资性房地产系中心农贸市场和兴国商务楼等房屋构成，2019年末公司投资性房地产账面价值为92,775.67万元，同比增长1.82%，主要系公允价值变动影响所致，其中账面价值37,601.88万元已被用于借款抵押，占投资性房地产的40.53%。2019年末在建工程余额为43,588.51万元，同比增长77.62%，系生态饮用水源保护项目持续投入所致。无形资产主要系土地使用权，截至2019年末，无形资产中的土地使用权账面价值为27,528.94万元，主要系公司通过招拍挂取得和政府作价出资注入的出让类型土地使用权构成，同比下降2.96%。

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，安置房和代建项目收入确认时点依赖项目进度及政府财政安排，存在较大不确定性；其他应收款回收时间存在较大不确定性、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10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

| 项目   | 2019 年     |       | 2018 年    |       |
|------|------------|-------|-----------|-------|
|      | 金额         | 占比    | 金额        | 占比    |
| 货币资金 | 123,994.88 | 8.83% | 25,111.01 | 2.01% |

|                |                     |                |                     |                |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| 其他应收款          | 96,488.16           | 6.87%          | 99,224.13           | 7.94%          |
| 存货             | 990,944.97          | 70.58%         | 958,848.36          | 76.69%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>1,216,072.17</b> | <b>86.62%</b>  | <b>1,083,348.70</b> | <b>86.65%</b>  |
| 投资性房地产         | 92,775.67           | 6.61%          | 91,116.92           | 7.29%          |
| 在建工程           | 43,588.51           | 3.10%          | 24,540.93           | 1.96%          |
| 无形资产           | 27,528.94           | 1.96%          | 28,368.51           | 2.27%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>187,865.76</b>   | <b>13.38%</b>  | <b>166,870.48</b>   | <b>13.35%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,403,937.93</b> | <b>100.00%</b> | <b>1,250,219.18</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 2019年公司盈利能力有所下降，外部支持对公司利润总额仍能形成有效支撑

2019年公司实现营业收入64,105.92万元，主要来自于土地开发和商品销售业务，收入规模同比下降25.36%，主要系未实现安置房销售收入所致。目前公司可供开发未出让及在建项目较多，未来收入较有保障，但易受工程进度及政府资金安排影响。公司综合毛利率有所下降，主要受毛利率较高的土地开发业务收入及占比下降、贸易业务毛利率较低及占比上升影响。

2019年公司期间费用规模达10,239.23万元，主要集中在以利息支出为主的财务费用，期间费用较高，较大侵蚀公司利润。此外，长兴县作为重要的基础设施建设主体之一，2019年根据文件收到政府基础设施建设运营补助款16,706.40万元，获得财政贴息25,000.00万元，合计占利润总额的比重为212.54%。外部支持对公司利润规模形成较大支撑，但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，外部支持对公司利润总额仍能形成有效支撑。

**表11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目    | 2019年     | 2018年     |
|-------|-----------|-----------|
| 营业收入  | 64,105.92 | 85,884.81 |
| 期间费用  | 10,239.23 | 10,404.62 |
| 其他收益  | 16,706.40 | 11,500.00 |
| 营业利润  | 19,662.88 | 24,542.32 |
| 利润总额  | 19,622.68 | 24,475.83 |
| 综合毛利率 | 18.06%    | 27.30%    |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金流有所改善，在建、拟建项目尚需投入资金规模较大，仍存较大的资金压力

2019年公司收现比为1.13，经营活动收现情况尚可。2019年度，公司经营活动现金流入402,166.61万元，主要系土地开发业务回款以及贸易业务销售款、政府补贴以及其他单位往来款；经营活动现金流出306,816.96万元，主要系项目建设资金投入、材料采购和往来款等。2019年经营活动现金净流入95,349.65万元，同比有所增长，主要系当期在建项目资金投入减少所致。

投资活动方面，2019年度投资活动现金净流出20,628.28万元，主要系生态饮用水源保护项目资金投入所致。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金。2019年，公司筹资活动现金流量呈净流出，主要系新增质押的定期存款、支付其他与筹资活动有关的现金增加较多所致。

截至2019年末，公司主要在建、拟建基础设施类项目，计划总投资522,615.03万元，尚需投资235,807.72万元，存在较大的资金压力。

**表12 公司现金流情况表（单位：万元）**

| 项目                   | 2019年             | 2018年             |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 收现比                  | 1.13              | 1.05              |
| 销售商品、提供劳务收到的现金       | 72,180.94         | 90,321.60         |
| 收到的其他与经营活动有关的现金      | 329,985.68        | 284,430.12        |
| 经营活动现金流入小计           | 402,166.61        | 374,751.72        |
| 购买商品、接受劳务支付的现金       | 80,555.40         | 219,062.52        |
| 支付的其他与经营活动有关的现金      | 225,753.09        | 102,485.88        |
| 经营活动现金流出小计           | 306,816.96        | 322,040.67        |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>95,349.65</b>  | <b>52,711.05</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-20,628.28</b> | <b>-1,510.32</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-40,537.51</b> | <b>-69,838.23</b> |
| 现金及现金等价物净增加额         | 34,183.87         | -18,637.50        |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司有息负债规模同比有所增长，偿债压力进一步加大

2019年末公司负债总额同比增长18.60%至793,390.19万元。受益于政府置换资金转增

资本公积及利润累积，2019年末所有者权益同比增长5.03%至610,547.75万元。受负债和所有者权益变动的综合影响，2019年末公司产权比率同比下降14.87个百分点至129.95%。

**表13 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 指标名称  | 2019年      | 2018年      |
|-------|------------|------------|
| 负债总额  | 793,390.19 | 668,937.49 |
| 所有者权益 | 610,547.75 | 581,281.68 |
| 产权比率  | 129.95%    | 115.08%    |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 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，2019年末非流动负债占比51.73%。

截至2019年末，公司短期借款余额为59,915.89万元，主要由质押借款构成，质押物为定期存单。公司预收款项主要系预收的土地出让金返还款、项目代建款、房款、租金、货款等，2019年末同比增长41.16%，主要系预收太湖高级中学代建款和租金增加所致。其中，2019年末预收长兴县财政局土地出让金返款6,100.00万元、长兴县太湖高级中学代建工程款5,500.00万元。其他应付款主要系应付其他单位的往来款，截至2019年末其他应付款余额154,788.47万元，同比增长82.11%，主要系与长兴莱畅城市设施管理有限公司、浙江长兴永盛水利建设开发有限公司往来款增加较多。2019年末，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款46,541.30万元、应付债券79,840.00万元。

**表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2019年             |                | 2018年             |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 短期借款           | 59,915.89         | 7.55%          | 0.00              | 0.00%          |
| 预收款项           | 18,886.90         | 2.38%          | 13,379.46         | 2.00%          |
| 其他应付款          | 154,788.47        | 19.51%         | 84,997.99         | 12.71%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 137,535.30        | 17.34%         | 98,074.55         | 14.66%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>382,956.62</b> | <b>48.27%</b>  | <b>201,582.83</b> | <b>30.13%</b>  |
| 长期借款           | 67,050.00         | 8.45%          | 116,891.30        | 17.47%         |
| 应付债券           | 296,854.11        | 37.42%         | 277,948.53        | 41.55%         |
| 长期应付款          | 38,866.87         | 4.90%          | 57,250.93         | 8.56%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>410,433.57</b> | <b>51.73%</b>  | <b>467,354.67</b> | <b>69.87%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>793,390.19</b> | <b>100.00%</b> | <b>668,937.49</b> | <b>100.00%</b> |
| 有息债务合计         | 562,062.29        | 70.84%         | 501,637.38        | 74.99%         |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司长期借款余额为67,050.00万元，同比减少42.64%，主要系新增直接融资规模较大、长期借款逐年偿还后规模及比例有所下降。长期借款主要由保证、质押借款构成，保证人包括长兴交投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<sup>2</sup>。截至2019年末公司应付债券账面价值为296,854.11万元，应付债券明细如下表。

**表15 2019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                |
|-----------|-----|------------|-------------------|-------------------|
| 16 永兴 01  | 5 年 | 2016/03/15 | 100,000.00        | 98,252.54         |
| 16 永兴 02  | 5 年 | 2016/10/21 | 100,000.00        | 49,338.67         |
| 19 永兴债    | 5 年 | 2019/5/22  | 81,000.00         | 80,570.70         |
| 19 永兴 02  | 5 年 | 2019/9/27  | 69,000.00         | 68,692.20         |
| <b>合计</b> | -   | -          | <b>350,000.00</b> | <b>296,854.11</b> |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司长期应付款主要由地方政府债券置换资金和专项资金构成，2019年末金额为38,866.87万元；专项建设资金主要由法院新大楼代建专项资金、县财政道路专项资金、长一中专项资金构成。

2019年末公司有息债务规模为562,062.29万元，同比增长12.05%，主要系新发行债券规模增长所致，合计占当期负债总额的比例为70.84%，近两年有息负债到期金额合计349,149.40万元，合计占有息债务的比例为62.12%，短期偿还压力较大。

**表16 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

| 项目   | 2020 年     | 2021 年     | 2022 年    | 2023 年及以后  |
|------|------------|------------|-----------|------------|
| 有息债务 | 198,158.19 | 150,991.21 | 31,150.00 | 181,762.90 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率同比上升3.01个百分点至56.51%，现金短期债务比上升至0.65，但仍处于较低水平，短期偿债能力指标表现较弱。受利润下降影响，2019年公司EBITDA同比下降17.71%至28,917.89万元，EBITDA利息保障倍数下降至1.73，债务本金及利息的保障程度有所下降，偿债压力进一步加大。

**表17 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2018 年    | 2017 年    |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率         | 56.51%    | 53.51%    |
| 现金短期债务比       | 0.65      | 0.26      |
| EBITDA（万元）    | 28,917.89 | 35,143.36 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.73      | 2.02      |
| 有息债务/EBITDA   | 19.44     | 14.27     |

注：EBITDA 利息保障倍数中利息支出未包含政府贴息金额；

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

<sup>2</sup> 安置房新丰花园一期项目下享有的全部权益和收益；长兴县龙山新区“一带两区”基础设施工程项目下工程服务收入

## 六、债券偿还保障分析

### 长兴交投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用保障水平

本期债券由长兴交投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

2019年度长兴交投实收资本和注册资本、控股股东和最终实际控制人均未发生变化。截至2019年末，长兴交投实收资本和注册资本仍为15亿元，控股股东和最终实际控制人仍为长兴县交通运输局。

长兴交投作为长兴县交通基础设施建设重要的投融资主体，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。长兴交投主营业务多元化程度较高，包括安置房销售、土地开发业务、委托代建业务、保安服务业务、旅游业务等等，2019年主要收入来源于贸易收入、土地开发、委托建设收入、保安服务费和矿产销售收入，合计占营业收入的比重为88.86%。运输、旅游、炸药销售等其他收入是长兴交投营业收入的重要补充。

2019年长兴交投营业收入同比增长8.55%至34.18亿元，主要系贸易收入规模大幅上升所致。2019年综合毛利率同比有所下降，主要系毛利率水平较低的贸易收入、委托代建收入占比上升及毛利率较高的土地开发收入占比下降所致。

**表18 长兴交投营业收入及毛利率构成（单位：万元）**

| 项目      | 2019年      |          | 2018年      |          |
|---------|------------|----------|------------|----------|
|         | 金额         | 毛利率      | 金额         | 毛利率      |
| 主营业务收入  | 338,158.37 | 8.53%    | 309,426.20 | 9.02%    |
| 其中：贸易收入 | 176,241.20 | 5.39%    | 131,764.66 | 0.70%    |
| 土地开发收入  | 45,860.27  | 38.14%   | 54,395.80  | 40.38%   |
| 委托建设收入  | 54,244.87  | 7.21%    | 39,212.25  | 7.20%    |
| 安置房销售收入 | 0.00       | -        | 37,252.24  | 16.40%   |
| 保安服务费收入 | 12,454.79  | 7.56%    | 10,805.05  | 7.94%    |
| 矿产销售收入  | 14,999.59  | 36.86%   | 7,775.81   | 25.09%   |
| 运输收入    | 7,710.54   | -41.74%  | 7,230.30   | -43.35%  |
| 旅游收入    | 7,264.15   | 18.56%   | 6,508.47   | 25.22%   |
| 炸药销售收入  | 4,485.43   | 14.12%   | 5,898.37   | 11.67%   |
| 租金收入    | 2,786.06   | 66.65%   | 3,542.12   | 98.58%   |
| 通行费收入   | 1,813.28   | -546.64% | 1,544.70   | -650.24% |

|               |                   |               |                   |               |
|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| 销售农产品收入       | 7,761.80          | 5.69%         | 1,246.77          | 14.97%        |
| 屠宰收入          | 89.48             | -130.86%      | 400.47            | 22.51%        |
| 其他            | 2,446.94          | 18.35%        | 1,849.19          | 19.55%        |
| <b>其他业务收入</b> | <b>3,634.04</b>   | <b>90.33%</b> | <b>5,430.63</b>   | <b>71.18%</b> |
| 其中：租金收入       | 2,849.62          | 91.54%        | 1,977.75          | 97.41%        |
| 矿石销售收入        | 58.09             | 100.00%       | 2,051.13          | 35.21%        |
| 其他            | 726.33            | 84.79%        | 1,401.75          | 86.80%        |
| <b>合计</b>     | <b>341,792.41</b> | <b>9.40%</b>  | <b>314,856.83</b> | <b>10.09%</b> |

注：2017 年期末数采用 2018 年期初数；

资料来源：长兴交投 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，长兴交投资产总额为747.77亿元，所有者权益为306.96亿元，资产负债率为58.95%；2019年度，长兴交投实现营业收入34.18亿元，利润总额4.77亿元，经营活动现金净流入0.69亿元。

**表19 长兴交投主要财务指标（单位：万元）**

| 项目            | 2019 年       | 2018 年       |
|---------------|--------------|--------------|
| 总资产           | 7,477,662.56 | 5,959,930.02 |
| 所有者权益         | 3,069,628.42 | 2,514,190.06 |
| 有息债务          | 3,463,912.72 | 2,570,588.01 |
| 资产负债率         | 58.95%       | 57.82%       |
| 流动比率          | 3.32         | 5.67         |
| 营业收入          | 341,792.41   | 314,856.83   |
| 营业利润          | 51,730.84    | 49,675.07    |
| 利润总额          | 47,702.37    | 47,446.41    |
| 综合毛利率         | 9.40%        | 10.09%       |
| EBITDA        | 150,446.45   | 113,892.80   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.96         | 1.11         |
| 经营活动现金流净额     | 6,949.04     | -244,879.89  |

注：2017 年期末数采用 2018 年期初数；

资料来源：长兴交投 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

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仍能有效提升本期债券信用水平。

## 七、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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年3月11日），公司本部及子公司长兴龙山建设开发有限公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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2019年末，公司对外担保余额为128,500.00万元，占当期末净资产的比重为21.05%。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20 截至2019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 |
|------------------|-------------------|----------|--------|
| 长兴永畅物流建设开发有限公司   | 1,800.00          | 2020年6月  | 否      |
| 农丰源股份有限公司        | 15,000.00         | 2021年9月  | 否      |
| 长兴县人民医院          | 3,500.00          | 2020年12月 | 否      |
| 浙江长兴永盛水利建设开发有限公司 | 5,300.00          | 2020年6月  | 否      |
| 浙江长兴龙新建设发展有限公司   | 26,350.00         | 2028年1月  | 否      |
| 浙江长兴龙新建设发展有限公司   | 7,000.00          | 2021年8月  | 否      |
| 长兴县太湖高级中学        | 14,500.00         | 2024年12月 | 否      |
| 长兴恒途实业有限公司       | 8,400.00          | 2021年12月 | 否      |
| 长兴鸿创物资贸易有限公司     | 950.00            | 2020年4月  | 否      |
| 长兴吴山益农村镇建设有限公司   | 2,000.00          | 2020年12月 | 否      |
| 长兴农园新景文化旅游发展有限公司 | 950.00            | 2020年6月  | 否      |
| 长兴农园新景文化旅游发展有限公司 | 950.00            | 2020年10月 | 否      |
| 长兴清泉水务有限公司       | 1,500.00          | 2020年9月  | 否      |
| 长兴鑫能建设开发有限公司     | 12,500.00         | 2021年6月  | 否      |
| 长兴永茗建设发展有限公司     | 13,000.00         | 2021年4月  | 否      |
| 长兴恒途实业有限公司       | 10,000.00         | 2020年3月  | 否      |
| 长兴金鼎建设开发有限公司     | 2,000.00          | 2020年10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      |
| <b>合计</b>        | <b>128,500.00</b> | -        | -      |

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

## 八、评级结论

2019年，长兴县经济实力持续增强；公司作为长兴县重要的基础设施投融资主体之一，业务持续性仍较好；公司获得的外部支持力度仍较大。此外，长兴交投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。

同时值得关注的是，2019年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资约23.58亿元，面临较大的资金压力；公司资产中存货、其他应收款占比较大，资产整体流动性仍较弱；有息债务规模持续增长，债务偿付压力进一步加大；公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

## 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）   | 2019年        | 2018年        | 2017年        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金          | 123,994.88   | 25,111.01    | 77,398.50    |
| 其他应收款         | 96,488.16    | 99,224.13    | 216,019.23   |
| 存货            | 990,944.97   | 958,848.36   | 872,337.89   |
| 流动资产合计        | 1,216,072.17 | 1,083,348.70 | 1,165,755.63 |
| 投资性房地产        | 92,775.67    | 91,116.92    | 0.00         |
| 非流动资产合计       | 187,865.76   | 166,870.48   | 67,791.75    |
| 资产总计          | 1,403,937.93 | 1,250,219.18 | 1,233,547.38 |
| 短期借款          | 59,915.89    | 0.00         | 9,900.00     |
| 预收款项          | 18,886.90    | 13,379.46    | 12,217.12    |
| 其他应付款         | 154,788.47   | 84,997.99    | 45,849.27    |
| 一年内到期的非流动负债   | 137,535.30   | 98,074.55    | 72,038.40    |
| 流动负债合计        | 382,956.62   | 201,582.83   | 147,464.59   |
| 长期借款          | 67,050.00    | 116,891.30   | 214,013.05   |
| 应付债券          | 296,854.11   | 277,948.53   | 277,785.83   |
| 长期应付款         | 38,866.87    | 57,250.93    | 75,350.93    |
| 非流动负债合计       | 410,433.57   | 467,354.67   | 567,149.81   |
| 负债合计          | 793,390.19   | 668,937.49   | 714,614.40   |
| 有息债务          | 562,062.29   | 501,637.38   | 573,737.28   |
| 所有者权益         | 610,547.75   | 581,281.68   | 518,932.98   |
| 营业收入          | 64,105.92    | 85,884.81    | 102,165.69   |
| 营业利润          | 19,662.88    | 24,542.32    | 12,387.22    |
| 利润总额          | 19,622.68    | 24,475.83    | 12,297.07    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 95,349.65    | 52,711.05    | -26,288.43   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -20,628.28   | -1,510.32    | 5,158.39     |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -40,537.51   | -69,838.23   | 16,312.93    |
| 财务指标          | 2019年        | 2018年        | 2017年        |
| 综合毛利率         | 18.06%       | 27.30%       | 43.67%       |
| 收现比           | 1.13         | 1.05         | 1.12         |
| 产权比率          | 129.95%      | 115.08%      | 137.71%      |
| 资产负债率         | 56.51%       | 53.51%       | 57.93%       |
| 现金短期债务比       | 0.65         | 0.26         | 0.94         |
| EBITDA（万元）    | 28,917.89    | 35,143.36    | 57,204.76    |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.73         | 2.02         | 1.36         |
| 有息债务/EBITDA   | 19.44        | 14.27        | 10.03        |

注：EBITDA 利息保障倍数中利息支出未包含政府贴息金额；

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019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         |
| 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

### 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           | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                               |
| 产权比率          | $\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$  |
| 资产负债率         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$   |
| 现金短期债务比       | $\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$   |
| 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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                          |
| 现金类资产         | $\text{货币资金} + \text{应收票据}$  |
| 有息债务          | $\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债}$  |

## 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。 |