

信用等级公告

联合〔2020〕1874号

联合资信评估有限公司通过对德清县恒达建设发展有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持德清县恒达建设发展有限公司主体长期信用等级为AA，维持“20德清债01/20德清01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



德清县恒达建设发展有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项 目	本次 级别	评级展望	上次 级别	评级展望
德清县恒达建设 发展有限公司	AA	稳定	AA	稳定
重庆兴农融资担 保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 德清债 01/20 德清 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 德清债 01/20 德清 01	7.60 亿元	7.60 亿元	2027/01/16

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券;上述债券附提前偿还条款,到期兑付日为最后一次还本付息日

评级时间:2020 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点:

德清县恒达建设发展有限公司(以下简称“公司”)是湖州市德清县重要的基础设施建设主体,负责德清县主要城区的土地一级开发和基础设施建设工作。跟踪期内,德清县经济稳步增长,公司在区域内具有一定的业务专营优势,营业收入规模大幅增加,持续获得大力的外部支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司存货和其他应收款对资金占用仍大,债务负担有所加重以及公司未来土地出让业务收入受市场及政府土地出让规划影响较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。随着德清县的持续发展以及公司土地整理项目的持续推进,公司未来有望保持稳步发展。

“20 德清债 01/20 德清 01”由重庆兴农融资担保集团有限公司(以下简称“兴农担保”)提供不可撤销的连带责任保证担保;经联合资信评定,兴农担保主体长期信用等级为 AAA,担保实力极强,有效提升了“20 德清债 01/20 德清 01”本息偿还的安全性。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,维持“20 德清债 01/20 德清 01”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,公司外部发展环境良好。2019 年,德清县经济继续增长,实现地区生产总值 537 亿元,比上年增长 8.3%(按可比价计算)。产业结构不断优化,固定资产投资保持增长。
2. 继续保持一定业务专营优势。公司作为德清县重要的土地一级开发和基础设施建设主体,在特定区域具有一定的业务专营优势。
3. 跟踪期内,公司持续获得大力的外部支持。2019 年,公司及子公司收到与收益相关的政府补助 2.36 亿元,公司收到财政拨款 4.89 亿元,同期,德清县财政局将价值 7.13 亿元土地资产无偿划入公司。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：喻宙宏 张 铖 贾思然

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **土地出让存在不确定性。**公司整理土地的出让受市场和政府土地出让规划影响较大，未来土地出让及土地整理业务收入的确认存在不确定性。
2. **公司存货和其他应收款占比高，对资金占用仍大，资产流动性偏弱。**公司存货和其他应收款规模大，截至 2019 年底，分别占资产总额的 26.67%和 43.63%，对资金占用仍大。
3. **跟踪期内，公司债务负担有所加重，短期偿债压力增幅明显。**截至 2019 年底，公司短期债务为 29.75 亿元，较上年底增加 14.14 亿元，公司非受限现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.58 倍，较 2018 年底的 0.84 倍下降明显。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	21.28	19.87	21.01
资产总额(亿元)	111.54	154.02	204.26
所有者权益(亿元)	46.17	60.52	76.04
短期债务(亿元)	4.10	15.61	29.75
长期债务(亿元)	54.27	71.01	89.49
全部债务(亿元)	58.36	86.62	119.24
营业收入(亿元)	4.96	4.88	9.46
利润总额(亿元)	2.17	0.99	1.28
EBITDA(亿元)	2.21	1.56	3.01
经营性净现金流(亿元)	-20.80	-32.38	-17.61
营业利润率(%)	43.70	13.87	7.42
净资产收益率(%)	4.65	1.56	1.61
资产负债率(%)	58.60	60.71	62.77
全部债务资本化比率(%)	55.83	58.87	61.06
流动比率(%)	934.62	650.06	466.04
现金短期债务比(倍)	4.08	0.84	0.58
经营现金流动负债比(%)	-190.77	-152.05	-47.24
全部债务/EBITDA(倍)	26.41	55.55	39.64
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	0.42	0.60
公司本部（母公司）			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	42.38	60.59	91.23
所有者权益(亿元)	38.60	46.51	59.08
全部债务(亿元)	3.10	8.35	27.46
营业收入(亿元)	3.30	1.88	3.21
利润总额(亿元)	1.96	0.91	2.17
资产负债率(%)	8.91	23.24	35.24
全部债务资本化比率(%)	7.43	15.22	31.73
流动比率(%)	631.55	534.96	904.41
经营现金流动负债比(%)	268.09	-145.42	-203.76

注：2017 年财务数据为 2018 年年报期初数

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 德清债 01/20 德清 01	AAA	AA	稳定	2020/01/03	喻宙宏 张铖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

德清县恒达建设发展有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于德清县恒达建设发展有限公司（以下简称“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，德清县建设发展集团有限公司（以下简称“德清建发”）持有公司100%股权，德清县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“德清县国资办”）为公司实际控制人。截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，经营范围新增停车场服务。截至2019年底，公司内部设财务融资部、资产运营部、工程部、人力资源部、办公室和综合部6个职能部门；公司合并范围内共15家子公司。

截至2019年底，公司合并资产总额204.26亿元，所有者权益76.04亿元（其中少数股东权益3.01亿元）；2019年，公司实现营业收入9.46亿元，利润总额1.28亿元。

公司注册地址：浙江省德清县武康街道永安街118号。法定代表人：倪琰学。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年5月底，联合资信所评债券“20德清债01/20德清01”尚未到付息日，募集资金中用于募投项目建设的4.68亿元已按规定用途使用完毕，用于补充营运资金的2.92亿元还剩余20.00万元未使用。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 德清债 01/20 德清 01	7.60	7.60	2020/01/16	7 年

注：上述债券设置提前偿还条款

资料来源：联合资信整理

“20德清债01/20德清01”募投项目德清县康乾新区安置小区一期新建工程项目计划总投资13.76亿元，截至2019年底已投资5.83亿元。截至2020年5月底，募投项目地下室主体浇筑已完成，主楼部分主体结构完成85%，砌体结构完成30%，项目建设进度与预期基本一致。

四、行业及区域环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规

模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公

司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权

类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2

月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境

表 2 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、绿色低碳、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区

城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 水务行业

水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。水资源在日常生产、生活中不可或缺，水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低，属于弱周期性行业，且由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。水务行业产业链主要涉及原水获取、自来水生产、供应和污水处理和再生利用等环节，受区域水资源禀赋、水务政策影响较大。近年来，随着我国城市化进程推进，一系列节水和

环保治污政策出台，为水务行业进一步发展释放空间。

（1）区域水资源禀赋

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源禀赋较南方大部分地区有所欠缺，原水获取受到一定挑战，南水北调成为缓解我国区域水资源短缺的重要方式

我国水资源主要来源于地表水，地表水占水资源总量的 95.85%。由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三分之一。受制于我国南北地理环境和气候差异因素，全国约五分之四的水资源集中分布在长江流域及以南地区，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。其中，部分省份人均水资源量不足 1000 立方米/人，人均水资源量匮乏。

表 3 我国人均水资源量匮乏区域分布

省份/直辖市	人均水资源量 单位：(立方米/人)
天津	112.9
上海	159.9
北京	164.2
宁夏	214.6
河北	217.7
山西	328.6
山东	342.4
河南	354.6
江苏	470.6
辽宁	539.4
陕西	964.8

注：列示区域为人均水资源量不足1000立方米/人的省份或直辖市
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

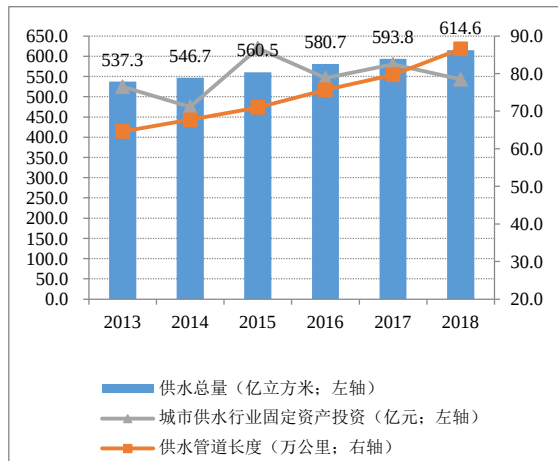
南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

(2) 供水行业分析

城市化进程推动我国城市供水能力和供水总量逐年增长；城市用水普及率较高。城市供水行业固定资产投资规模稳中小幅波动。整体看，我国城市供水行业进入平稳发展状态

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2018 年城市用水人口增至 5.03 亿人，同比增长 4.16%。同期，城市供水能力达 3.12 亿立方米/日，较 2017 年增长 2.42%，仍保持平稳增长。2018 年，我国城市供水总量达 614.6 亿立方米，较 2017 年增长 3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为 39.3%，生产运营用水占比 26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018 年，我国城市供水管道长度 86.51 万公里，较 2017 年增长 8.49%；城市用水普及率进一步上升至 98.36%。2018 年，城市供水行业固定资产投资 543.0 亿元，较 2017 年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

图 1 我国城市供水能力和固定资产投资情况



资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

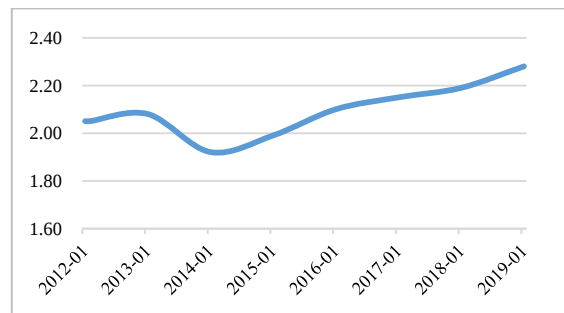
近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势，2019年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，城市供水价格仍有进一步上调空间

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会

的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。其中，居民生活用水水价整体最低，生产经营用水水价次之，特种行业用水水价最高。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

2019 年，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.28 元/立方米，较 2018 年增加 0.09 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

图 2 重点城市居民生活用水平均水价变动情况
(单位:元/立方米)



注：选取样本为省会城市和计划单列市居民生活用水第一阶梯水价，居民生活用水水价不包含污水处理费、水价附加等

资料来源：wind，联合资信整理

2019 年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所调升，调整幅度在 0.2 元/立方米~0.5 元/立方米不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

表 4 截至 2019 年底全国重点城市居民自来水价格
(单位:元/立方米)

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	石家庄	4.28	19	大连	2.30
2	天津	4.00	20	乌鲁木齐	2.25
3	北京	3.64	21	厦门	2.20
4	长春	3.60	22	成都	2.08
5	郑州	3.45	23	南昌	2.03
6	济南	3.20	24	广州	1.98
7	西安	2.85	25	长沙	1.93

8	深圳	2.67	26	上海	1.92
9	青岛	2.50	27	杭州	1.90
10	重庆	2.50	28	贵阳	1.82
11	昆明	2.45	29	合肥	1.78
12	呼和浩特	2.45	30	西宁	1.76
13	宁波	2.40	31	兰州	1.75
14	哈尔滨	2.40	32	海口	1.75
15	太原	2.40	33	南京	1.62
16	银川	2.40	34	南宁	1.55
17	福州	2.40	35	拉萨	1.54
18	沈阳	2.35	36	武汉	1.37

注：该表自来水单价为第一阶梯水价，且不含污水处理费的居民用水价格；福州市水价为2020年1月新调整水价
资料来源：各城市水务局、中国管网、联合资信整理

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在2020年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，我国城市供水水价仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

（3）污水处理行业分析

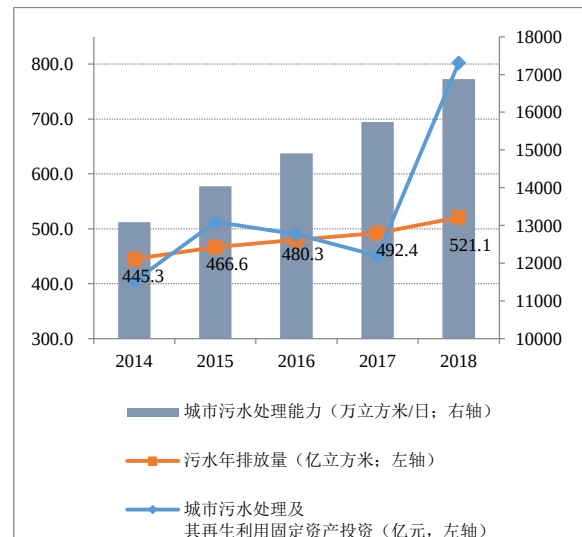
近年来，随着城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期

污水处理分为工业废水处理和生活污水两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的60%以上。2018年，全国城市污水排放量521.1亿立方米，较2017年增长5.84%。同期，全国城市污水处理能力1.69亿立方米/日，较2017年增长7.23%，显著高于同期城市供水能力增速。2018年，全国城市污水处理率增至95.49%，同比增长0.95个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为802.6亿元，同比增长78.04%。2016—2018年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计

1743.3亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资387.2亿元¹，较我国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资5600亿元目标尚有较大空间。

2019年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城市污水排放量未来或将显著增长。随着污水处理及再生利用设施投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期。

图3 近年来，我国城市污水处理变动情况



资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

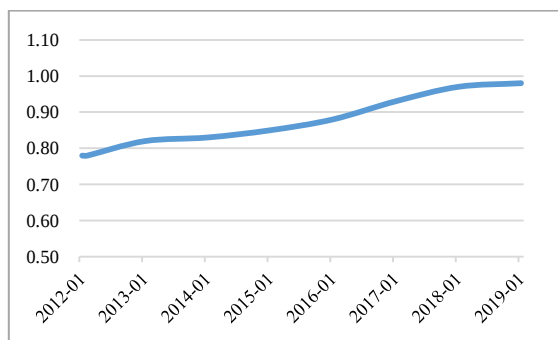
污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨，非居民不低于1.40元/

¹污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内

吨。近年来，根据我国重点城市居民生活污水处理平均价格走势来看，居民生活污水处理平均价格虽持续上升，但仍低于 1.00 元/吨，该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于 0.50 元/吨~0.90 元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准 0.95 元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

图 4 重点城市居民生活污水处理均价变动情况
(单位: 元/吨)



注：选取样本为 36 个大中城市居民生活污水处理平均价格
资料来源：wind，联合资信整理

表 5 截至 2019 年底全国重点城市居民污水处理费
(单位: 元/吨)

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.70	19	西安	0.95
2	南京	1.42	20	石家庄	0.95
3	北京	1.36	21	哈尔滨	0.95
4	南宁	1.14	22	大连	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95
6	杭州	1.00	24	福州	0.95
7	贵阳	1.00	25	乌鲁木齐	0.95
8	青岛	1.00	26	广州	0.95
9	济南	1.00	27	合肥	0.95

10	重庆	1.00	28	成都	0.95
11	昆明	1.00	29	天津	0.95
12	宁波	1.00	30	南昌	0.95
13	厦门	1.00	31	呼和浩特	0.95
14	西宁	0.95	32	沈阳	0.95
15	兰州	0.95	33	深圳	0.90
16	长沙	0.95	34	拉萨	0.80
17	长春	0.95	35	海口	0.80
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

注：该表污水处理费为居民生活污水处理收费，若有阶梯污水处理费的收费标准，表中数据为第一阶梯污水处理费

资料来源：各城市水务局、中国水网

(4) 行业政策

水务行业是典型的公用事业，为确保水务行业健康和可持续发展，国家有关部门制定了一系列政策和规划为其健康发展提供了保障。2019 年以来，国家发改委、水利部等在节水和污水处理方面新出台文件，要求控制用水总量，提高用水效率，到 2020 年，全国用水总量控制在 6700 亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在 10%以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平；2018 年，我国公共供水管网漏损率达 14.62%，较 2020 年目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。污水方面，随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021 年）的通知》等文件陆续出台，要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村，城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理，为水务行业发展提供扩容空间。

表 6 水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《水利改革发展“十三五”规划》（2016 年 12 月）	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资〔2016〕2849 号）	国家发改委、住建部
3	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《重点流域水污染防治规划（2016—2020 年）》（环水体〔2017〕142 号）	环境保护部
5	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（环水体〔2017〕18 号）	环境保护部、财政部

6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社〔2017〕119号）	科技部、环境保护部、住建部、林业局、气象局
7	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正（2017年6月27日）	全国人大常委会
8	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》（财建〔2017〕455号）	财政部
9	《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资〔2017〕128号）	国家发改委、水利部、住建部
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143号）	住建部
11	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案》（环厅〔2018〕70号）	生态环境部
12	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》（建城〔2018〕104号）	住建部、生态环境部
13	《排污许可证申请与核发技术规范水处理（试行）》（HJ 978-2018）	生态环境部
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695号	国家发改委、水利部
15	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）的通知	国家住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业中地方国有水务企业最为普遍；受资金和技术实力较强的央属水务企业异地扩张影响，未来水务行业跨区域竞争将有所加剧；但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断或行业龙头趋势

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，国有地方水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少。由于水务行业涉及国计民生，民营水务企业所占市场份额较小，主要集中在污水处理领域。伴随经济发达的城市水务行业进入成熟期，需求增长放缓，相关配套设施还不健全的区县城市及乡镇地区成为主要渗透目标。行业地位突出、技术水平较好的水务企业逐步进行异地扩张。

未来受资金和技术实力较强的水务企业异地扩张影响，水务行业竞争将有所加剧，但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策影响，未来，我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化改革，但同时增加了水务企业的投资和回款压力

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台，我国供水行业在老旧供水管网提标改造，提升供水效率方面尚有一定空间，污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间，预期未来我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。在建设资金配置方面，财政部、住建部等多次提出，鼓励政府参与的污水处理项目实施PPP模式，鼓励社会资金参与水务设施建设，水务行业投资模式逐步向多元化转变，社会资本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革。在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过PPP模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

3. 区域经济概况

公司位于湖州市德清县，主要承担德清县城东区域和康乾新区区域内的基础设施建设、土地整理业务。公司的经营、投资及融资与德清县经济发展密切相关。

跟踪期内，德清县经济持续增长，固定资产投资增速较快，公司外部发展环境良好。

根据《2019年德清县国民经济和社会发展统计公报》，2019年全县生产总值（GDP）537.0亿元，比上年增长8.3%（按可比价计算）。其中，第一产业增加值23.4亿元，比上年增长2.9%；第二产业增加值310.2亿元，比上年增长7.9%；第三产业增加值203.4亿元，比上年增长9.8%。按户籍人口计算，全县人均生产总值为121291元，比上年增长8.1%，按年平均汇率1:6.8985计算达到17582美元。三次产业增加值比例为4.4:57.7:37.9。2019年，全县累计实现固定资产投资额比上年增长14.3%。其中，工业投资比上年增长30.0%；基础设施投资比上年增长48.2%。三次产业投资结构由去年的0.6:27.9:71.5调整为0.2:31.6:68.2。分产业看，第一产业投资比上年下降65.7%，第二产业比上年增长29.5%，第三产业投资比上年增长9.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，德清建发是公司的唯一股东，德清县国资办为公司实际控制人。截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元。

2. 外部支持

跟踪期内，德清县财政收入持续增长，财政实力较强，财政自给能力尚可；公司持续获得大力的外部支持。

2019年，德清县一般公共预算收入（地

方财政收入）656609万元，较上年增长11%。2019年一般公共预算支出836558万元，较上年增长24.5%，增幅较高主要原因是加大预算稳定调节基金及政府性基金统筹力度。2019年，德清县财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为78.49%，财政自给能力尚可。

2019年，公司及子公司收到与收益相关的政府补助2.36亿元（计入“其他收益”科目），其中公司本级收到2.06亿元，用于城东新区区域内运营维护等公用事业运营支出；公司水务子公司收到0.30亿元，用于水务运营公用事业运营支出、城镇污水处理基础设施建设、供水管网建设等。2020年1—3月，公司城投子公司收到与收益相关的政府补助0.50亿元。

2019年7月和2019年12月，公司股东德清建发分别将德清县建设发展集团停车场管理有限公司（以下简称“停车场管理公司”）和德清县水务有限公司（以下简称“德清水务”）100%股权无偿划转至公司，公司据以增加资本溢价5.14亿元，计入“资本公积”。截至2019年底，德清水务资产总额21.45亿元，所有者权益-1.22亿元，负债总额22.66亿元；2019年，德清水务实现营业收入2.13亿元，净利润-0.93亿元。截至2019年底，停车场管理公司资产总额2.06亿元，所有者权益2.04亿元，负债总额180.31万元；2019年，停车场管理公司实现营业收入43.30万元，净利润448.16万元。

2019年，公司及子公司收到财政拨款4.89亿元，据以增加资本公积4.67亿元（差异系收到财政局拨款的子公司非公司全资子公司，公司按持股比例增加资本公积）。同期，德清县财政局将价值6.54亿元的3处资产无偿划入公司，据以增加资本公积7.13亿元（两者差异系划入资产产生的待抵扣进项税），划入的资产计入“固定资产”科目，其中1处资产计划自用，2处将出租产生租金收益。同期，德清县财政局将价值0.89亿元土地资产无偿划入公司，计入“资本公积”。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增不良或关注类信贷记录，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10330521000979908），截至2020年6月22日，公司无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至2020年6月21日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生变化，未对公司经营产生重大影响。

跟踪期内，公司高级管理人员中董事长兼总经理及两名副总经理发生变化。截至2020年5月底，公司共有高级管理人员4人，其中董事长兼总经理1人，副董事长兼副总经理1人，董事兼副总经理1人，财务负责人1人。跟踪期内，公司高级管理人员变动系正常人事调整，未对公司经营产生重大影响。

倪琰学先生，1981年生，大学本科学历；曾任北京联华建筑事务有限公司职员，上海申联建筑设计有限公司职员，德清县建设开发有限公司（以下简称“德清建开”）副总经理；现任公司董事长兼总经理。

胡家俊先生，1980年生，大学本科学历；曾任德清县建筑工程质量监督站检测中心职员，德清县建筑工程质量监督站副站长，德清县城市建设发展总公司副总经理；现任公司副

董事长兼副总经理。

沈鑫亮先生，1987年生，大学本科学历；曾任中建五局第三建设有限公司安装分公司职员，德清县城市建设发展总公司工程部经理、副总经理；现任公司董事兼副总经理。

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司新增水务业务板块，营业收入大幅增加；由于水务板块毛利率为负，综合毛利率较上年明显下降。

跟踪期内，公司合并范围内新增子公司6家，公司营业收入构成有所变化。2019年，公司实现营业收入9.46亿元，较2018年的4.88亿元大幅增长，系公司新增水务板块收入的同时建材销售收入、土地开发业务收入大幅增长所致。收入构成上，前三大板块包括土地开发业务（收入占27.42%）、水务板块（收入占22.48%）、建材销售（收入占18.31%）。2019年，公司综合毛利率8.47%，较2018年大幅下降，主要系新增的水务板块业务毛利率为负所致。其中土地开发业务毛利率为16.67%，较2018年有所下降，系2019年公司土地开发业务确认收入方式由土地出让金返还变更为按公司土地开发整理成本的20%作为加成比例与公司结算土地开发整理收益所致；水务板块毛利率为-15.70%，主要系水务公司无下属水厂，购水成本较高，及2019年新增2700万元管网租赁成本所致。

表7 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建材销售	4701.17	9.64	2.68	17320.21	18.31	2.98
土地开发业务	15000.00	30.77	20.77	25937.31	27.42	16.67
委托代建业务	14979.22	30.73	4.63	9673.44	10.23	2.72
水务板块	--	--	--	21267.73	22.48	-15.70
工程服务板块	10067.03	20.65	12.55	12688.37	13.41	18.34
其他	4003.64	8.21	52.76	7701.15	8.14	50.93

合计	48751.06	100.00	15.00	94588.21	100.00	8.47
----	----------	--------	-------	----------	--------	------

注：公司各板块收入总和与营业收入合计存在差异系各板块收入四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 经营分析

(1) 委托代建业务

跟踪期内，公司委托代建业务模式未发生变化，业务收入有所下降。委托代建拟建项目未来投资规模较小，业务持续性有待关注。

公司委托代建工程业务仍主要由公司本部、子公司德清建开和德清县城市投资开发有限公司负责。

跟踪期内，公司委托代建业务模式未发生变化。公司与委托方签订代建协议，自筹资金进行项目建设，代建协议中约定了具体项目代建投资形成的工程款总额，一般在工程建设成本的基础上加成 4%~5%，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收入并支付结算资金，或按照完工进度确认收入。

2019 年，公司确认委托代建收入 9673.44 万元，较上年有所下降，其中德清县智能生态城城市客厅项目确认收入 3625.34 万元，德清县新高级中学新建项目确认收入 6048.10 万元。德清县智能生态城城市客厅项目系公司受湖州莫干山高新集团有限公司（以下简称“高新集团”）委托的代建项目，截至 2019 年底，城市客厅项目已完成建设，目前正在进行项目验收结算。此项目按完工进度确认收入，2019 年此项目确认的收入尚未收到回款，计入“应收账款”科目。德清县新高级中学新建项目系公司受德清县教育发展有限公司委托的代建项目，此项目按完工进度确认收入，2019 年此项目确认的收入公司已全部收到回款。

截至 2019 年底，公司在建的委托代建项目为德清新高中项目、德清县莫舞路南延工程、下仁公路德清大道至舞阳街东段改建项目和规划五号路项目，上述在建项目总投资 8.06 亿元，已投资 1.03 亿元，其中未结转的代建项目建设成本为 4359.30 万元，计入“存货-开发成本”；拟建项目为体育场路改造提升工程、

百渚巷改造提升工程、新丰路与千秋东街交叉口改造工程和塔山街改造提升工程，总投资 3587.17 万元，上述项目未来投资规模较小，该业务持续性有待关注。

(2) 土地开发业务

跟踪期内，公司土地开发业务模式变更为成本加成模式，业务毛利率小幅下降。公司土地开发业务未来建设支出规模大，面临较大的资金压力；由于土地出让受市场和政府土地出让规划影响较大，联合资信将密切关注公司土地整理业务收入确认及回款情况。

跟踪期内，公司土地开发业务模式发生变化。2018 年及以前，公司的土地整理业务模式为：公司土地整理所需的资金一般由公司自行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、规费以及德清县人民政府和德清县国土资源局的工作经费，剩余部分均归公司所有。土地出让金返还一般在德清县人民政府收到全部地价款后 7 日之内划入公司专用账户。公司一般在土地出让金返还后，将返还的土地出让金确认为土地开发收入。2019 年，公司及子公司德清建开与德清县人民政府、德清县自然资源和规划局重新签订了合作开发土地协议。根据协议，公司及子公司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，土地开发过程中，公司负责开展土地整理及配套基建工作，并负责筹措土地开发整理工作所需的各项资金。公司土地一级开发工作完成达到出让条件后，分块移交给德清县自然资源和规划局，德清县人民政府按公司土地开发整理成本的基础上加成 20% 与公司结算土地开发整理收益，公司将应收的相关款项全额确认土地开发整理收入。

公司土地开发业务中土地平整费用和工程建设等支出均记入“存货”科目，按公司土地开发整理成本的 20%作为加成比例确认土地开发收入。2019 年，公司整理并完成出让土地 155.95 亩，共确认收入 2.59 亿元，同比大幅增加，主要系 2019 年公司整理并完成出让土地面积较上年大幅增加所致，2019 年公司土地开发业务确认的收入已全部实际收到回款；毛利率方面，由于公司土地开发业务确认收入方式变更为按土地开发整理成本的 20%作为加成比例结算土地开发整理收益，2019 年公司该板块毛利率下降至 16.67%。

截至 2019 年底，公司已整理完成但尚未

出让的土地合计 2408.26 亩，上述土地整理成本为 48.72 亿元，计入“存货-开发成本”。2020 - 2022 年公司计划每年出让土地 150 - 200 亩，预计每年土地整理确认收入为 3.00 亿元左右。由于土地出让受市场和政府土地出让规划影响较大，未来武康城东新区和康乾新区区域内的土地出让存在不确定性，联合资信将密切关注公司土地整理业务回款情况。

目前公司土地开发项目情况见表8。截至 2019年底，公司主要在建及拟建项目总投资额为93.65亿元，已投资额为48.72亿元，公司土地开发业务未来建设支出规模大，面临较大的资金压力。

表 8 截至 2019 年底公司土地开发业务在建及拟建项目明细（单位：万元）

项目名称	总投资额	资金来源	已投资额	2020 年投资计划	2021 年投资计划
康乾新区土地开发项目	737704	自筹	338626	20000	20000
武康城东新区土地开发项目	198758	自筹	148546	6500	5000
合计	936462	--	487172	26500	25000

资料来源：公司提供

（3）工程服务业务

跟踪期内，公司工程服务业务收入有所增长，为公司收入提供一定补充。公司工程服务业务再是合同规模较小，业务稳定性及可持续性有待观察。

公司工程服务业务收入包括工程施工、绿化养护、咨询、代办服务、检验、检测和测绘服务收入。公司工程服务业务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。跟踪期内，公司工程服务业务模式未发生变化，为市场化经营模式。

2019 年，公司工程服务业务实现收入 1.27 亿元，业务毛利率为 18.34%，均较 2018 年有所增长，主要系工程量收入增加较大，人员工资及材料款成本增长较少所致。

截至 2019 年底，公司在手工程施工合同规模 7000 万元，在手绿化养护合同规模约为 3000 万元，公司工程服务业务在手合同规模较

小，业务稳定性及可持续性有待观察。

（4）建材销售业务

跟踪期内，公司建材销售业务收入大幅增长，为公司收入规模提供一定补充，毛利率仍较低。

建材销售业务由子公司德清县城市资产经营管理有限公司（以下简称“资产管理公司”）负责，该业务目前主要针对集团体系内项目开展，一方面对项目中所用建材起到品质把控的作用，另一方面，与公司自身项目的施工单位开展贸易，也可以确保货款回款的风险能够控制在安全的范围内。公司的建材贸易以钢材为主，辅以瓷砖、砖、水泥、管材等。在定价方面，在参考市场行情的基础上，根据对不同项目的情况及其施工单位情况的掌握来定价。

2019 年，公司上游供应商前五名采购金额占比由 2018 年的 92%左右继续上升至 96.54%，集中度高，上游供应商主要为杭州热联集团股份有限公司、德清永根钢材有限公司、杭州众贸钢铁有限公司等；公司与上游的结算方式为

货到付款与预付款结合方式；2019年，公司下游客户前五名销售金额占比由97%左右下降至92.02%，集中度高，下游客户主要为浙江高荣琪青建设有限公司、恒德建设有限公司、浙江中荣建设有限公司等；公司与下游客户的结算方式主要为货到付款形式。

2019年，公司建材销售业务实现收入1.73亿元，同比大幅增长268.42%，系公司业务规模大幅增长及新增销售产品种类所致。同期，该业务毛利率为2.98%，与上年变化不大。

(5) 水务业务

跟踪期内，公司新增水务运营板块。由于德清水务购水成本较高及2019年新增2700万元管网租赁费，跟踪期内水务业务毛利率为负。

2019年12月，根据德建发复〔2019〕11号文，公司股东德清建发将所持有的德清水务股权无偿划转至公司名下，公司新增水务运营板块。公司水务运营板块以自来水售水与污水处理为主，辅以水路、水暖管道的销售及安装。德清水务负责自来水售水业务，德清水务子公司德清县恒丰污水处理有限公司负责污水处理业务、德清县兴源市政工程有限公司与德清县水司水暖管道有限公司负责据售水客户的要求提供部分水路、水暖管道的销售及安装服务。2019年，公司水务运营板块共实现营业收入21267.73万元，其中售水收入13771.84万元、污水处理费收入2000.74万元、管道销售及安装收入5495.15万元。公司水务板块毛利率为-15.70%，主要系德清水务无下属水厂，购水成本较高，及2019年新增2700万元管网租赁费所致。2020年，德清水务收到政府公用事业补助资金2700万元，用于公司日常运营。

德清水务负责公司自来水售水业务，在供水水源方面，德清水务向德清县对河口水库购入原水，并由德清环中制水有限公司、德清达阔制水有限公司对原水加工处理，德清水务向德清环中制水有限公司和德清达阔制水有限公司购买清水并对外销售。供水能力方面，截至2019年底，公司实际供水能力为22万吨/

日。供水范围为德清县除莫干山部分山区外的所有地区，覆盖率达到99%。在售水形式上，德清水务根据售水定价标准不同，分为居民售水、工业售水和趸售水三种形式，其中趸售水模式是指向区域内的乡镇水厂以较低的结算价售水。售水定价方面，根据德清县发展和改革委员会与德清县物价局联合发文的《关于印发德清县水价改革方案的通知》（德发必发〔2014〕17号）、德清县人民政府办公室《关于印发德清县2016年水价改革方案的通知》（德政办发〔2016〕155号），到户水价包含污水处理费（生活用水0.85元/吨；服务业用水1.50元/吨；工业及特种用水1.80元/吨）及水源保护补偿资金0.20元/吨。污水处理费目前由德清水务于售水时统一收取，并直接与下属子公司德清县恒丰污水处理有限公司结算。水源保护补偿资金则根据用水情况，德清水务直接上缴至财政。2017年以来，德清水务的售水收费标准未发生调整，具体的水价收费标准如下表所示：

表9 截至2019年底德清县售水收费标准

（单位：元/吨）

用水类别		最终到户价格	其中：污水处理费
居民类	一户一表用户	20吨及以下部分	3.00
		21吨至30吨部分	4.00
		31吨及以上部分	5.00
	居民合表用户及医院、学校		3.50
	物业等其他用户		4.00
非居民类	商贸服务业用水		4.70
	工业用水		5.00
	特种用水		6.80
	与乡镇水厂趸售结算价		1.90

资料来源：公司提供

污水处理能力方面，德清县恒丰污水处理有限公司的日均污水处理能力约6.50万吨。

2019年，公司处理污水2221.00万吨。

2019年，德清水务的供水量为7041.00万

吨，售水量为 5566.75 万吨，其中居民售水量 1397.80 万吨，工业售水量 1392.40 万吨，趸售售水量为 2111.16 万吨。供水产销差率为 20.95%。管网漏损率为 23.91%。

3. 未来发展

公司未来仍将稳步推进当前主营业务，同时优化内部融资模式及内部管理体制。

未来，公司将通过“立足德清资源，做大做强业务”的初级方向，实现公司发展的可持续性。一是紧扣“城市服务商”的核心定位，立足城市经营发展稳步推进当前主营业务，积极主动对接城市基础设施建设项目以及城市资源经营项目。二是融资模式及内部管理体制的突破，优化公司融资模式，以项目预期收益为基础、以自身业务为保障展开多渠道融资模式。采取公司管控、资本运营的管理模式，优化组织架构，适度开放权力，在实现业务和利润目标的前提下，鼓励子公司创新经营方式和模式。

八、财务分析

公司提供了2019年度财务报告，荣诚会计

师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2019年，公司股东将停车场管理公司和德清水务100%股权无偿划转至公司，公司据以增加2家一级子公司和3家二级子公司（为德清水务一级子公司），同期，公司新设子公司金睿达投资管理有限公司。2019年，公司合并范围内共新增6家子公司，截至2019年底，公司合并范围共15家子公司。跟踪期内，公司合并范围新增子公司规模较大，对固定资产、短期借款、一年内到期非流动负债、营业收入等科目影响较大，公司财务数据可比性一般。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅增长；仍以流动资产为主，其中其他应收款和存货对资金占用仍大，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 204.26 亿元，较上年底增长 32.62%，主要系应收账款、其他应收款、存货和固定资产增长所致。其中流动资产占 85.03%，较 2018 年底有所下降，公司资产结构仍以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.87	12.90	21.01	10.28
应收账款	0.20	0.13	1.24	0.61
其他应收款	74.13	48.25	89.12	43.63
存货	39.94	25.93	54.49	26.67
流动资产	138.45	89.89	173.69	85.03
投资性房地产	3.75	2.43	6.12	2.99
固定资产	11.50	7.47	21.60	10.57
非流动资产	15.57	10.11	30.57	14.97
资产总额	154.02	100.00	204.26	100.00

资料来源：根据公司审计报告数据整理

截至2019年底，公司流动资产173.69亿元，较上年底增长25.46%。公司货币资金21.01亿元，较上年底增长5.70%，以银行存款为主，其中受限资金4.79亿元，主要为用于借款质押的定

期存单。公司应收账款1.24亿元，较上年底增长534.47%，其中应收高新集团项目款增加至0.40亿元，为城市客厅项目应收回款，项目所确认收入与应收账款差额为销项税；应收恒德

建设有限公司由2018年0.10亿元增长至0.22亿元，应收账款中前五名欠款单位金额（原值）合计0.81亿元，占比52.83%，应收账款集中度一般；从账龄看，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额中，1年以内的占83.49%、1-3年的占3.97%、3年以上的占12.55%，应收账款按账龄分析法计提坏账准备0.25亿元。公司其他应收款89.12亿元，同比增长20.21%，主要为与德清县政府部门下属公司的往来款，其中前五名往来单位金额合计66.75亿元，占比71.79%，其他应收款集中度较高；公司按账龄分析法计提坏账0.35亿元，预计无法收回计提比例为100%的期末单项金额不重大但单独计提坏账准备的其他应收款计提坏账0.10亿元，合计计提坏账0.45亿元，计提比例低。

表 11 截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况

单位名称	款项性质	金额（万元）
德清县城市建设发展总公司	往来款	251067.51
德清县教育发展有限公司	往来款	119624.53
德清县新农村建设投资有限公司	往来款	115000.00
德清县林业发展有限公司	往来款	91000.00
德清县千秋物业管理有限公司	往来款	90800.00
合计	--	667492.03

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司存货54.49亿元，较上年底增长36.43%，主要系土地开发项目投入增长使得“存货-开发成本”由2018年39.88亿元增长至53.66亿元所致；公司存货未计提跌价准备。

截至2019年底，公司非流动资产30.57亿元，较上年底增加15.00亿元。公司投资性房地产

6.12亿元，较上年底增长63.23%，系2019年公司补缴于2018年由“固定资产”转入“投资性房地产”的政府划拨土地的土地出让金差额所致。固定资产21.60亿元，较上年底增长87.73%，增长主要为2019年公司收到财政局无偿划拨的价值6.54亿元的3处资产，及由于水务子公司划入公司新增3.09亿元水务专用设备所致。

截至2019年底，公司受限资产合计13.64亿元，占期末资产总额的6.68%，受限规模一般。其中货币资金4.79亿元、存货7.03亿元、投资性房地产1.75亿元、固定资产689.62万元、无形资产15.20万元。

2. 资本结构

跟踪期内，受划入子公司影响，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比有所下降，所有者权益稳定性好。

截至 2019 年底，公司所有者权益 76.04 亿元（其中少数股东权益 3.01 亿元），较上年底增长 25.65%，系 2019 年公司资本公积增加所致。构成方面，2019 年实收资本占 19.73%、资本公积占 70.01%、未分配利润占 5.06%，所有者权益稳定性好。

截至2019年底，公司实收资本15.00亿元，较2018年底保持稳定；资本公积53.24亿元，较2018年增加17.83亿元，为公司及子公司收到财政局拨款及资产、土地资产划拨使公司其他资本公积增加12.69亿元，以及2019年公司划入5家子公司，资本公积据以增长5.14亿元。公司未分配利润3.85亿元，较2018年底减少2.73亿元，主要系2019年水务公司未分配利润为负所致。

表12 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	15.00	24.79	15.00	19.73
资本公积	35.41	58.51	53.24	70.01
未分配利润	6.58	10.87	3.85	5.06
所有者权益合计	60.52	100.00	76.04	100.00

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司债务负担有所加重，债务结构以长期债务为主；公司短债压力增幅明显。未来三年面临一定集中偿付压力。

截至2019年底，公司负债总额128.22亿元，

较上年底增长37.14%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债和应付债券快速增长所致。公司负债仍以非流动负债为主，占比70.93%。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.38	0.41	5.07	3.95
应付账款	1.11	1.19	1.43	1.11
其他应付款	4.11	4.40	4.81	3.75
一年内到期的非流动负债	15.23	16.29	24.68	19.25
流动负债	21.30	22.78	37.27	29.07
长期借款	71.01	75.95	71.74	55.95
应付债券	--	--	17.75	13.84
非流动负债	72.20	77.22	90.95	70.93
负债总额	93.50	100.00	128.22	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司流动负债37.27亿元，较上年底增长75.00%，系公司短期借款和一年内到期的非流动负债大幅增加所致。公司短期借款5.07亿元，较2018年底增加4.69亿元，主要为保证借款。公司应付账款1.43亿元，较上年底增长28.02%，主要为应付工程款和货款。其他应付款4.81亿元，较上年底增长17.02%，主要为与其他单位的往来款。一年内到期的非流动负债24.68亿元，较上年底增长62.04%，主要系新增一年内到期的长期借款8.54亿元及由于子公司划入新增的一年内到期的应付债券0.91亿元转入所致。整体看，公司短债压力明显增大。

截至2019年底，公司非流动负债90.95亿元，较上年底增长25.97%。公司长期借款71.74亿元，较上年底增长1.03%，其中保证借款30.34亿元、质押借款10.97亿元、质押和保证借款19.15亿元。截至2019年底，公司新增应付债券17.75亿元，由公司2019年发行的企业债“19德清01”6.97亿元、私募债“19恒达01”7.45亿元和由于德清水务划入新增的供水收费权资产支持专项计划3.33亿元构成。

截至2019年底，公司全部债务119.24亿元，较上年底增长37.66%。其中短期债务29.75亿元（占比24.95%），长期债务89.49亿元（占比75.05%），短期债务占比较2018年底有所增加。2020—2022年，公司分别需要偿还到期有息债务29.75亿元、25.21亿元和16.50亿元，未来三年公司面临一定集中偿付压力。截至2019年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率由2018年底的60.71%、53.99%和58.87%分别上升至62.77%、54.06%和61.06%。跟踪期内，公司债务负担有所加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，期间费用控制能力有所下降，利润对政府补贴依赖性依然很强，整体盈利能力依然偏弱。

公司营业收入主要包括土地开发业务、水务板块业务、建材销售业务、工程服务业务、委托代建业务和其他业务。2019年，公司实现营业收入9.46亿元，同比大幅增长94.02%，系土地开发业务和建材销售收入大幅增加以及划入德清水务所致。公司营业成本8.66亿元，

同比大幅增长108.91%。公司营业利润率由2018年的13.87%下降至7.42%。

2019年，公司期间费用1.60亿元，同比大幅增长225.89%。期间费用中财务费用由2018年的-298.46万元大幅增长至5630.71万元；销售费用由2018年的10.26万元大幅增长至710.72万元；管理费用由2018年的5202.08万元大幅增长至9672.32万元。公司期间费用率由2018年的10.08%上升至16.93%，公司期间费用控制能力有所下降。

2019年，公司其他收益2.36亿元，主要为政府补贴，较2018年的1.45亿元政府补贴有所增加。利润总额1.28亿元，同比增长29.26%。公司利润对政府补助的依赖性依然很强。

2019年，公司总资本收益率0.96%，较上年略有下降，净资产收益率1.61%，较上年略有上升。公司整体盈利能力依然偏弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营现金流持续大额净流出，业务收现质量仍较好；投资活动现金流量持续净流出；筹资活动现金流保持大幅净流入。

经营活动现方面，2019年，公司经营活动现金流入36.97亿元，同比快速增长105.99%，主要为收到其他与经营活动有关的现金。2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金9.12亿元，同比增长74.87%；公司收到其他与经营活动有关的现金27.86亿元，同比增长121.22%，主要为收到的往来款。2019年，公司经营活动现金流出54.58亿元，同比增长8.44%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金。2019年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为17.19亿元，同比下降6.25%，主要为项目建设支出；支付其他与经营活动有关的现金36.55亿元，同比增长15.17%，主要为与其他单位的往来款。2019年，公司经营活动现金流量净额-17.61亿元，经营性现金流持续大额净流出。2019年公司现金收入比由

2018年的106.93%下降至96.38%，收入实现质量仍好，有小幅下降。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入7.00亿元，较上年大幅增加，主要系收回投资收到的现金增加7.00亿元；公司收回投资收到的现金主要为收回的委托贷款。同期，公司投资活动现金流出12.44亿元，同比增长134.68%，主要系投资支付的现金大幅增长所致。2019年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金2.92亿元，主要为2019年补缴的投资性房地产土地出让金差额。投资支付的现金9.52亿元，主要为委托贷款。投资活动现金流量持续净流出，为-5.43亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入量59.18亿元，其中取得借款收到的现金48.63亿元，同比增长28.54%；收到其它与筹资活动有关的现金10.35亿元，同比下降14.81%，主要为收到德清县财政局拨款和受限资金解除受限。公司筹资活动现金流出36.19亿元，较上年大幅增长，主要为还本付息支付的资金。2019年，公司偿还债务支付的现金28.32亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金5.04亿元；筹资活动现金流量净额22.99亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力弱，考虑到公司持续获得大力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率较上年底分别下降至466.04%和319.85%，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.71倍，剔除受限资金后降为0.55倍，覆盖程度较低。2019年，公司经营现金流流动负债比为-47.24%，对公司流动负债无保障能力。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2019年，公司EBITDA为3.01亿元，同比增长92.92%，其中利润总额1.28亿元、折旧摊销1.09亿元、费用化利息支出0.64亿元，利润总额占比42.39%，EBITDA

质量一般。公司全部债务/EBITDA为39.64倍，较上年有所下降，公司长期偿债能力弱。

截至2020年3月底，公司获得银行授信额度111.30亿元，已使用授信额度90.70亿元，剩余额度为19.60亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年3月底，公司对外担保余额5350万元，担保规模较小，被担保单位为德清联创科技新城建设有限公司，系德清县国有控股企业，处于正常经营状态，公司或有负债风险较低。

6. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司所有者权益占合并口径比例较高，营业收入占合并口径比重较低，利润总额对政府补助依赖很高。母公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好；负债以非流动负债为主，债务负担适宜。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额91.23亿元，较上年底增长50.58%，主要系其他应收款、存货和固定资产快速增长所致。其中流动资产占53.43%、非流动资产占46.57%。母公司资产总额占合并口径资产总额的44.67%，占比一般。

截至2019年底，母公司所有者权益合计59.08亿元，较上年底增长27.03%。母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，占合并口径所有者权益的77.70%，占比较高，母公司所有者权益稳定性好。

截至2019年底，母公司负债合计32.15亿元，较上年底增长128.39%，主要系公司长期借款及应付债券大幅增加所致。其中流动负债占16.76%、非流动负债占83.24%，公司以非流动负债为主。母公司负债占合并口径负债的25.08%，占比低。截至2019年底，母公司资产负债率、长期债务资本化利率和全部债务资本化比率分别为35.24%、30.36%和31.73%，较上年底均有所增加，跟踪期内，母公司债务负担有所加重但整体水平适宜。

2019年，母公司实现营业收入3.21亿元，同比增长71.05%，主要是母公司确认的土地开发业务收入，母公司收入占合并口径营业收入33.94%，占比较低；母公司利润总额为2.17亿元，同比增长138.54%，主要系其他收益由2018年的0.80亿元大幅增加至2.06亿元所致，为政府对公司本级的政府补助收入，母公司占合并口径利润总额的169.80%，主要系子公司德清水务亏损所致。

九、存续债券偿还能力分析

公司无一年内到期的应付债券，2022年达到兑付峰值，经营活动现金流入量对存续债券待偿峰值保障能力强。

截至2020年5月底，公司存续债券余额22.10亿元，公司无未来一年内到期的应付债券，2022年将达到存续债券待偿峰值8.90亿元（考虑到公司将于2022年对存续公司债“19恒达01”提前行权）。

截至2019年底，公司现金类资产21.01亿元；2019年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为36.97亿元、-17.61亿元和3.01亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，经营活动现金流入量对存续债券待偿峰值保障能力强。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	金 额
未来一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	8.90
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.15
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.97
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.34

资料来源：联合资信整理

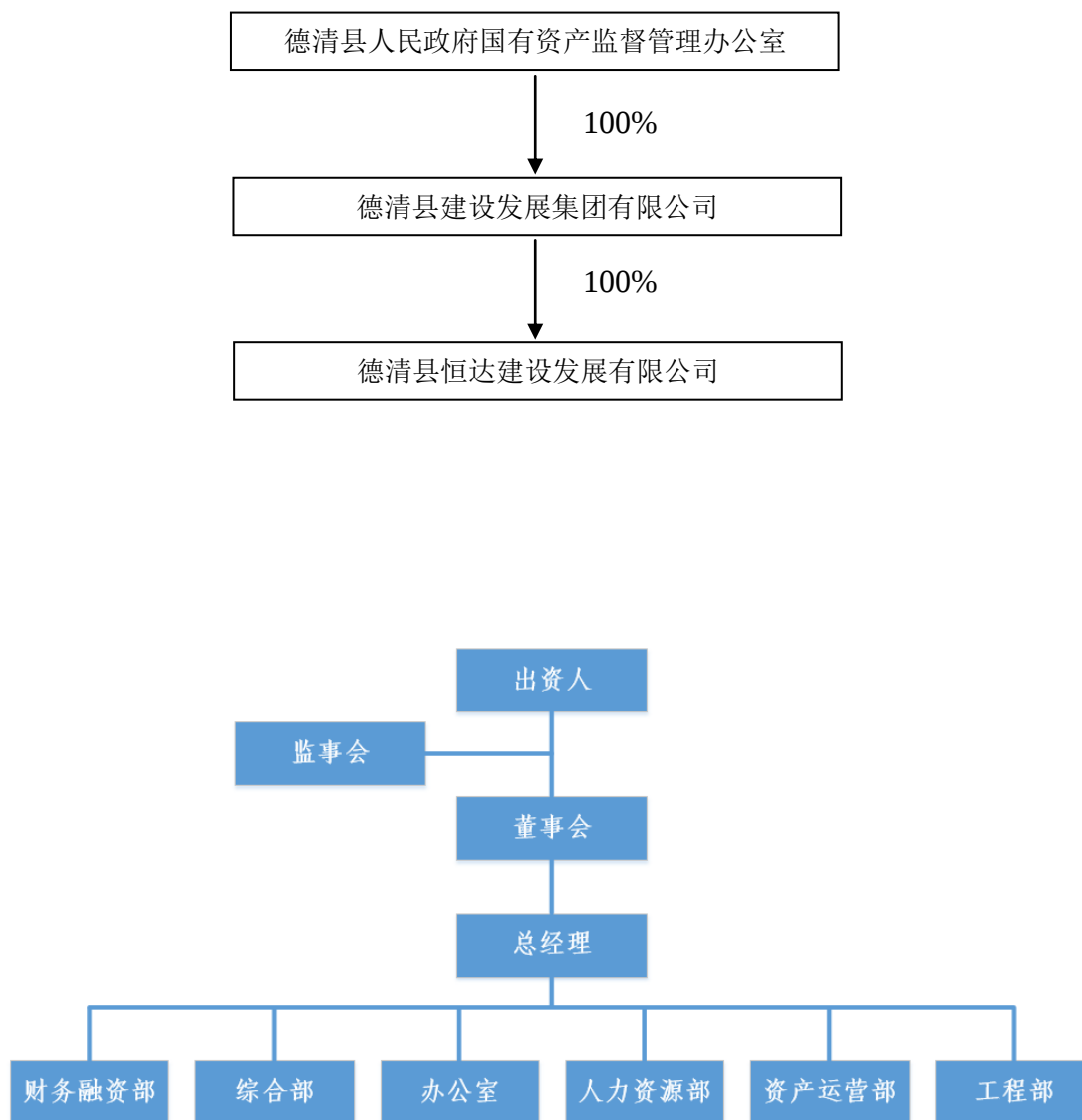
此外，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）对“20德清债01/20德清01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴农担保成立于2011年8月，是全

国第一家主司农村产权抵押融资的政策性担保公司。截至2019年9月底，兴农担保实收资本52.20亿元，兴农担保实际控制人为重庆市国资委。经联合资信2019年11月26日评定，兴农担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了兴农担保的担保代偿能力极强，风险极低。其担保有效增强了“20德清债01/20德清01”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“20德清01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构和组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司全称	子公司类型	注册资本 (万元)	所属行业	持股比例 (%)	
					直接	间接
1	德清县建设开发有限公司	控股子公司	60600.00	租赁和商务服务业	82.51	--
2	德清县建安建设工程检测有限公司	全资子公司	500.00	科学研究和技术服务业	100.00	--
3	德清县德城园林绿化工程服务有限公司	全资子公司	15000.00	水利、环境和公共设施管理业	100.00	--
4	德清县市政工程有限公司	全资子公司	9509.39	建筑业	100.00	--
5	德清县城市投资开发有限公司	全资子公司	50000.00	租赁和商务服务业	100.00	--
6	德清县众汇房产经纪有限公司	全资子公司	10.00	房产经纪服务	100.00	--
7	德清县春晖房地产开发有限公司	全资子公司	1180.00	房产服务	100.00	--
8	德清县城市资产经营管理有限公司	全资子公司	30000.00	资产管理、投资管理	100.00	--
9	德清县市场经营管理有限公司	全资子公司	100.00	市场经营管理市场开发建设	100.00	--
10	德清县金睿达投资管理有限公司	控股子公司	72000	资产投资管理	51.39	--
11	德清县建设发展集团停车场管理有限公司	全资子公司	20000	停车场及相关设施建设运营	100.00	--
12	德清县水务有限公司	全资子公司	3600	供水生产及供应	100.00	--
13	德清县水司水暖管道有限公司	全资子公司	800	水暖管道销售	--	100.00
14	德清县兴源市政工程有限公司	全资子公司	500	市政建设	--	100.00
15	德清县恒丰污水处理有限公司	全资子公司	300	污水处理	--	100.00

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	21.28	19.87	21.01
资产总额(亿元)	111.54	154.02	204.26
所有者权益(亿元)	46.17	60.52	76.04
短期债务(亿元)	4.10	15.61	29.75
长期债务(亿元)	54.27	71.01	89.49
全部债务(亿元)	58.36	86.62	119.24
营业收入(亿元)	4.96	4.88	9.46
利润总额(亿元)	2.17	0.99	1.28
EBITDA(亿元)	2.21	1.56	3.01
经营性净现金流(亿元)	-20.80	-32.38	-17.61
财务指标			
销售债权周转次数(次)	38.10	34.73	13.13
存货周转次数(次)	0.15	0.13	0.18
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.05
现金收入比(%)	97.49	106.93	96.38
营业利润率(%)	43.70	13.87	7.42
总资本收益率(%)	2.06	0.66	0.96
净资产收益率(%)	4.65	1.56	1.61
长期债务资本化比率(%)	54.03	53.99	54.06
全部债务资本化比率(%)	55.83	58.87	61.06
资产负债率(%)	58.60	60.71	62.77
流动比率(%)	934.62	650.06	466.04
速动比率(%)	712.27	462.54	319.85
现金短期债务比(倍)	4.08	0.84	0.58
经营现金流动负债比(%)	-190.77	-152.05	-47.24
全部债务/EBITDA(倍)	26.41	55.55	39.64
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	0.42	0.60

注：2017 年财务数据为 2018 年年报期初数

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.38	3.53	6.69
资产总额(亿元)	42.38	60.59	91.23
所有者权益(亿元)	38.60	46.51	59.08
短期债务(亿元)	2.35	0.62	1.70
长期债务(亿元)	0.75	7.73	25.76
全部债务(亿元)	3.10	8.35	27.46
营业收入(亿元)	3.30	1.88	3.21
利润总额(亿元)	1.96	0.91	2.17
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	8.11	-7.78	-10.98
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	2229.05	3812.71
存货周转次数(次)	0.52	0.23	0.23
总资产周转次数(次)	0.09	0.04	0.04
现金收入比(%)	100.00	101.92	101.02
营业利润率(%)	59.77	24.24	21.23
总资本收益率(%)	4.72	1.70	2.50
净资产收益率(%)	5.08	1.95	3.67
长期债务资本化比率(%)	1.91	14.25	30.36
全部债务资本化比率(%)	7.43	15.22	31.73
资产负债率(%)	8.91	23.24	35.24
流动比率(%)	631.55	534.96	904.41
速动比率(%)	550.63	361.31	679.04
现金短期债务比(倍)	3.99	5.67	3.94
经营现金流动负债比(%)	268.09	-145.42	-203.76
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

注：2017 年财务数据为 2018 年年报期初数

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变