

浙江湖州南浔经济建设开发有限公司

2019 年公司债券信用评级报告



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：

浙江湖州南浔经济建设开发有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【12】号 01

分析师

姓名：
杨培峰 张伟亚

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 1 月 11 日

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：3.80 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：湖州市南浔区国有资产投资控股有限责任公司

债券偿还方式：单利按年计息，同时设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第 3-7 年末，每年偿还本金总额的 20%

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”）对浙江湖州南浔经济建设开发有限公司（以下简称“南浔经开公司”或“公司”）本次拟发行总额 3.80 亿元 2019 年公司债券¹（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，公司业务在区域内具有垄断性且业务持续性较好，得到了股东和当地政府的大力支持，第三方保证担保有助于保障本期债券的安全性。同时我们也关注到了公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力，且存在一定的代偿风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年来，浙江南浔经济开发区地方经济持续增长，2015-2017 年分别实现地区生产总值 91.30 亿元、97.60 亿元、106.50 亿元，同比增速分别为 8.0%、6.9%、9.2%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务在区域内具有垄断性且业务持续性较好。公司主要从事浙江南浔经济开发区内基础设施建设投资建设业务，主要业务在区域内具有垄断性。截至 2017 年公司主要在建项目计划总投资 47.56 亿元，其中有 32.28 亿元的建设项目与湖州市

¹ 浙江湖州南浔经济建设开发有限公司 2018 年公司债券（第一期）已发行 8.00 亿元

南浔新城投资发展公司（以下简称“新城投资”）签订有代建协议，公司在建项目规模较大，业务可持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**股东在资产注入等方面给予了公司一定支持，近三年注入土地及货币资产合计 6.24 亿元，且公司近三年分别获得了当地政府 1.14 亿元、1.21 亿元、1.36 亿元的补贴收入，公司获得外部支持力度较大。
- **第三方保证担保有利于保障本期债券的安全性。**湖州市南浔区国有资产投资控股有限责任公司（以下简称“南浔国资”）为本期债券提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经中证鹏元评定，南浔国资 2018 年主体长期信用等级为 AA，其为本期债券提供的保证担保有利于保障本期债券的安全性。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**公司 2017 年末应收账款和其他应收款合计占期末总资产的 24.63%，存货占期末总资产的 66.26%。公司应收账款主要系应收工程款，其他应收款主要系往来款，相关款项回收期不确定，存货系项目建设形成的投资及土地资产，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 23.45 亿元，尚需投入资金规模较大，加之公司 2018 年、2019 年到期有息债务规模较大，且目前融资政策偏紧，公司面临较大的资金压力。
- **公司存在一定代偿风险。**截至 2017 年底，公司对外担保余额为 18.88 亿元，为 2017 年末所有者权益的 40.49%，对外担保规模较大，需关注公司面临的代偿风险。

发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	877,922.62	751,787.00	678,695.42
所有者权益（万元）	466,297.25	398,996.14	384,044.70
有息债务（万元）	203,494.59	237,116.09	195,217.42
资产负债率	46.89%	46.93%	43.41%
流动比率	2.82	3.11	3.73
营业收入（万元）	112,004.75	58,674.30	55,807.95
利润总额（万元）	21,394.90	14,328.40	14,130.53
综合毛利率	10.50%	10.20%	11.18%

EBITDA (万元)	22,732.24	15,063.84	14,255.25
EBITDA 利息保障倍数	1.82	1.16	1.29
经营活动现金流净额 (万元)	83,503.28	-90,921.55	-1,065.05

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标：

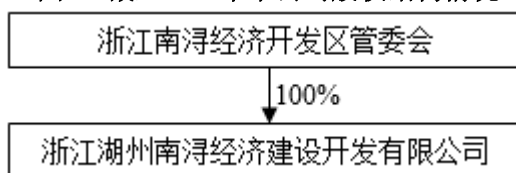
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	4,033,252.09	3,021,228.36	2,498,144.08
所有者权益 (万元)	1,335,417.79	1,041,285.09	874,890.82
资产负债率	66.89%	65.53%	64.89%
营业收入 (万元)	171,156.94	252,032.47	184,936.13
利润总额 (万元)	16.00%	11.89%	15.76%
经营活动现金流净额 (万元)	-508,210.78	-167,273.09	-209,420.92

资料来源：南浔国资2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于1997年4月，由浙江南浔经济开发区管理委员会（以下简称“南浔经开区管委会”）出资设立，初始注册资本为0.05亿元。此后历经数次增资，2006年9月公司注册资本增加至1.00亿元，2011年6月进一步增至5.00亿元，每次增资均由南浔经开区管委会全额出资。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，南浔经开区管委会为公司控股股东和实际控制人。

图1 截至2018年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

公司主要从事浙江南浔经济开发区（以下简称“南浔经开区”）内的基础设施投资建设业务及土地开发整理业务。截至2017年末，公司纳入合并范围的一级子公司共4家，具体情况见下表。

表1 截至2017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
湖州临沪工业区建设发展有限公司	8,000	62.50	基础设施投资及建设施工材料零售
湖州春语建设有限公司	6,000	100.00	基础设施投资及绿化服务
浙江南浔经济开发区江蒋漾公园管理有限公司	4,500	88.89	会务服务及公园管理
湖州南浔经济开发区生产力促进中心有限公司	350	100.00	为企业提供科技、技术、经济信息及人才引进

注：2018年6月，公司将持有的浙江南浔经济开发区江蒋漾公园管理有限公司股权转让给湖州南浔新城投资发展集团有限公司

资料来源：公司2015-2017年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为87.79亿元，所有者权益为46.63亿元，资产负债率为46.89%；2017年度，公司实现营业收入11.20亿元，利润总额2.14亿元，经营活动现金净流入8.35亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年浙江湖州南浔经济建设开发有限公司公司债券；

发行总额：3.80亿元；

债券期限和利率：7年，固定利率，单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

还本付息方式：每年付息1次，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金；

增信方式：本期债券由湖州市南浔区国有资产投资控股有限责任公司（以下简称“南浔国资”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为3.80亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
南浔经济开发区阳安片区安置房项目	15.27	2.80	18.34%
补充营运资金	-	1.00	-
合计	-	3.80	-

注：浙江湖州南浔经济建设开发有限公司2018年公司债券（第一期）共募集8.00亿元，其中6.2亿元用于南浔经济开发区阳安片区安置房项目，1.8亿元用于补充营运资金。

资料来源：公司提供

（一）项目概况

南浔经济开发区阳安片区安置房项目位于南浔经开区内的南浔城西分区CD-50号、CD-57号地块，用地范围北至中心街，东至直港路，南至新安路，西至风顺路。项目总用地面积234,484平方米(约351.73亩)，总建筑面积376,160平方米，其中住宅建筑面积290,945平方米，配套公建建筑面积61,318平方米，地下室建筑面积23,897平方米，住宅总户数为2,362户，项目估算总投资152,742万元，所需建设资金由公司自行筹集或者申请融资解决。

本项目已取得的批文情况见下表。

表3 本期债券募投项目取得的批文情况

文件名称	文件号	发文单位	发文时间
《建设项目选址意见书》	选字第 330503201500013 号	湖州市规划局	2015.11.12
《湖州市国土资源局南浔区分局关于湖州南浔经济开发区阳安片区安置房建设工程项目用地的预审意见》	浔土预字[2015]25 号	湖州市国土资源局南浔区分局	2015.11.18
《南浔区重大决策社会稳定风险评估联系函》	浔维稳办[2015]函第 6 号	中共南浔区委维护稳定工作领导小组办公室	2015.11.20
《湖州市南浔区环境保护局关于	浔环管[2015]239 号	湖州市南浔区环境保	2015.12.03

浙江湖州南浔经济建设开发有限公司南浔经济开发区阳安片区安置房项目环境影响报告表的批复意见》		护局	
《湖州市南浔区发展和改革委员会关于南浔经济开发区阳安片区安置房项目可行性研究报告的批复函》	浔发改投资[2015]144号	南浔区发展和改革委员会	2015.12.14
《节能审查意见书》	浙建节3305012015122240号	湖州市南浔区住房和城乡建设局	2015.12.22

资料来源：公司提供

本项目计划建设工期为36个月，项目于2015年12月正式开工建设，预计2018年12月竣工。截至2018年3月末已投资金额为4.50亿元，占总投资金额比例为29.47%。

（二）项目经济效益分析

本项目建成后由企业自行运营，本项目收入来源主要为房屋销售收入，包括住宅、车位车库、商铺对外销售。项目建设完工后，建成住宅面积242,992平方米，车位460个，车库870个，商铺面积46,695平方米。根据浙江宏业工程咨询有限公司出具的《南浔经济开发区阳安片区安置房项目可行性研究报告》，项目住宅多层叠屋价格按5,950元/平方米、面积186,008平方米，多层叠屋预计收入110,674.76万元；高层按5,350元/平方米估算，面积56,984平方米，高层预计收入30,486.44万元，住宅总计预计收入为141,161.20万元；车库按9.5万元/个估算，共计870个，预计收入8,265.00万元；商铺按10,000元/平方米估算、出售部分面积为36,695.00平方米，预计收入为36,695.00万元；商铺租赁部分按0.5元/平方米·天估算，租赁部分面积为10,000.00平方米，预计收入为900.00万元，车位出租按300元/月估算，车位460个，预计收入为828.00万元。通过住宅、车位车库、商铺销售以及租赁收入，本期债券募集资金项目可实现销售收入187,849.20万元，可以一定程度上覆盖本期债券的本息。

表4 本期债券募投项目收益情况测算（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	合计
收入合计	60,116.08	69,289.83	39,404.59	9,519.35	9,519.35	187,849.20
销售收入	59,770.48	68,944.23	39,058.99	9,173.75	9,173.75	186,121.20
--住宅	56,464.48	56,464.48	28,232.24	-	-	141,161.20
--车库	3,306.00	3,306.00	1,653.00	-	-	8,265.00
--商铺	-	9,173.75	9,173.75	9,173.75	9,173.75	36,695.00
出租收入	345.60	345.60	345.60	345.60	345.60	1,728.00
--车位出租	165.60	165.60	165.60	165.60	165.60	828.00
--商铺出租	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00	900.00
运营成本及费用	6,007.82	3,628.04	312.47	73.39	73.39	10,095.11

营业税金及附加	5,159.61	5,948.56	3,378.43	808.30	808.30	16,103.19
所得税	-	-	-	67.81	2,159.42	2,227.23
净收益	48,948.65	59,713.24	35,713.69	8,569.85	6,478.25	159,423.68

资料来源：《南浔经济开发区阳安片区安置房项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

近年来，全球经济整体呈现逐步复苏的态势，为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进，我国经济社会有望持续健康发展

近年来，全球经济终于基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地，有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，已创纪录地连续六个季度未出现衰退，释放收紧货币政策信号。新兴经济体整体复苏加快，但仍有所分化，印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高速增长光环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持在合理区间、实现稳中向好的态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2017 年实现 2011 年以来首次 GDP 增速回升。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。消费保持稳健增长，消费升级态势明显。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。实体经济表现良好，2015-2017 年，全国规模以上工业增加值同比分别增

长 6.1%、6.0% 和 6.6%，增速稳中有升。“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国率先大幅减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年，在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

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，推动城投公司深化改革。2017 年，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

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。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 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，政策层一定程度上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，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，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，以下简称“50号文”），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任何形式的担保，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，以下简称“87号文”），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。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、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。

表5 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
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3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
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动，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、规范政府和与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5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开

2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式,扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
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)	国家发改委、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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

从宏观需求来看,国内宏观经济下行压力仍然存在,固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素,其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一,外部运营环境总体较好,短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范,未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱,城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看,城投公司举债机制将日益规范化,地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大,去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

(二) 区域环境

近年湖州市经济保持增长,但增速有所放缓,固定资产投资保持较快增长

湖州市地处浙江省北部,地处长三角中心区域,是沪、杭、宁三大城市的共同腹地,是连接长三角南北两翼和东中部地区的节点城市。全市辖吴兴、南浔两区和德清、长兴、安吉三县,面积5,818平方公里,截至2017年末户籍人口266.14万人。

近年来湖州市经济保持较快发展,2015-2017年湖州市分别实现地区生产总值2,084.3亿元、2,243.1亿元、2,476.1亿元,按可比价计算,增长率分别为8.3%、7.5%和8.5%。湖州市第二产业、第三产业占比较高,且第三产业近年发展较快,三次产业的比重由2015年的5.9:49.3:44.9调整为5.1:47.4:47.5。2017年,按户籍人口计算,湖州市人均GDP为8.30万元,是全国同期水平的1.39倍。

从工业运行来看,2015-2017年湖州市工业增加值分别为926.2亿元、955.7亿元和

1,059.7亿元，按可比价计算的增长率分别为6.3%、6.5%和8.3%，工业增加值持续增长。从重点产业看，高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业分别增长10.4%、9.5%、14.5%，重点产业发展良好。

2015-2017年湖州市分别实现固定资产投资1,402.6亿元、1,592.2亿元、1,731.0亿元，固定资产投资增速持续保持在13%左右，增长较快。湖州市社会消费平稳增长，2015-2017年社会消费品零售总额增长率保持在10%以上，外贸发展良好，2017年进出口总额778.0亿元，同比增长14.5%，增速显著高于2015年、2016年，主要系机电产品增长较快所致。

表6 湖州市 2015-2017 年主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	2,476.1	8.5%	2,243.1	7.5%	2,084.3	8.3%
第一产业增加值	127.3	2.2%	127.8	2.4%	122.4	1.7%
第二产业增加值	1,173.7	7.8%	1,058.1	6.1%	1,026.7	6.5%
第三产业增加值	1,175.1	10.0%	1,057.2	9.6%	935.1	11.9%
工业增加值	1,059.7	8.3%	955.7	6.5%	926.2	6.3%
全年固定资产投资	1,731.0	13.7%	1,592.2	13.5%	1,402.6	12.9%
社会消费品零售总额	-	11.2%	1,068.9	11.8%	963.9	10.6%
进出口总额	778.0	14.5%	679.9	6.9%	666.24	2.7%
存款余额	4,045.3	13.9%	3,552.4	15.0%	3,089.7	9.8%
贷款余额	3,281.0	19.0%	2,757.6	8.8%	2,535.0	7.3%
人均 GDP（元）	82,952		84,875		79,025	
人均 GDP/全国人均 GDP	139.04%		157.23%		160.13%	

资料来源：《2017 年湖州市国民经济和社会发展统计公报》，中证鹏元地区经济财政数据库

2017年湖州市实现公共财政收入237.43亿元，同比增长15.2%，其中税收收入202.45亿元，占公共财政收入比重为85.27%；实现政府性基金收入377.85亿元，同比增长184.8%；2017年湖州市公共财政支出为325.02亿元，同比增长12.6%，财政自给率为73.05%。

近年南浔区经济持续增长，第三产业比重有所提高，固定资产投资增速持续增长，对区域经济拉动效用较大，为公司发展提供良好基础

南浔区是2003年1月经国务院批准新建立的湖州市辖区，下辖9个镇和1个省级经济开发区，截至2016年末南浔区户籍总人口49.05万人，区域面积为702平方公里。南浔区位于长三角腹地，区位优势独特，是湖州市接轨上海的前沿阵地，318国道和湖盐公路贯通全境，京杭大运河、长湖申航道和湖嘉申航道穿境而过，距离上海、苏州、杭州等大城市均为100公里左右。南浔历史文化底蕴深厚，南浔古镇被评为“中国历史文化名镇”和“中国十大魅力名镇”。

全区经济社会快速发展，城乡建设协调推进。全区已形成了新型纺织、木业、电磁线、电梯四大制造中心和电机、不锈钢、电子信息、生物医药、环保、汽摩配六大优势产业。其中，特种电磁线生产基地被命名为省级高新技术特色产业基地。南浔木业被列入浙江省区域支柱产业重大科技攻关试点区和浙江省木业商标品牌基地，并获得了“中国实木地板之都”的荣誉称号。

近年南浔区经济持续增长，2015-2017年南浔区地区生产总值分别为337.88亿元、352.45亿元和384.80亿元，按可比价计算，增长率分别为8.0%、5.1%和8.5%。按户籍人口计算，2017年南浔区人均GDP为78,531元，是全国人均GDP的1.32倍。三次产业结构由2015年的6.7: 57.6: 35.7调整为2017年的6.1: 55.5: 38.4，第三产业比重有所提高，工业依旧处于主导地位。

2015年、2016年，南浔区规模以上工业增加值分别为114.91亿元和120.33亿元，增速分别为6.5%和2.0%，2017年规模以上工业增加值增速显著提升。2017年，全区30个行业大类中有24个行业增加值实现增长。固定资产投资方面，2015-2017年南浔区分别实现固定资产投资182.30亿元、200.90亿元、218.25亿元，增速始终保持在10%以上，对区域经济拉动效用较大。南浔区社会消费品零售总额增长平稳，2015-2017年分别为138.18亿元、152.18亿元、169.27亿元，近三年增速保持在10%-11%的水平附近。近年南浔区加快推进全域旅游模式，2017年南浔区全年实现旅游总收入150.21亿元，同比增长33.4%，全年接待游客1,523.50万人次，南浔古镇旅游度假区成功创建为省级旅游度假区。

表7 南浔区 2015-2017 年主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	384.80	8.5%	352.45	5.1%	337.88	8.0%
第一产业增加值	23.58	1.7%	23.48	2.1%	22.56	2.0%
第二产业增加值	213.38	8.6%	196.04	3.3%	194.63	6.7%
第三产业增加值	147.84	9.6%	132.93	8.4%	120.69	11.9%
规模以上工业增加值	-	9.2%	120.33	2.0%	114.91	6.5%
固定资产投资	218.25	13.5%	200.90	10.2%	182.30	15.6%
社会消费品零售总额	169.27	11.2%	152.18	11.0%	138.18	10.1%
进出口总额	89.52	10.5%	90.67	-0.3%	85.13	2.0%
存款余额	468.08	15.0%	410.37	13.5%	366.89	7.9%
贷款余额	325.34	19.0%	283.96	11.3%	257.23	6.6%
人均 GDP（元）		78,531		72,103		68,908
人均 GDP/全国人均 GDP		131.63%		133.57%		139.63%

注：进出口总额系根据 2015 年、2016 年、2017 年年末人民币兑美元汇率计算得来。

资料来源：《2017年南浔区国民经济和社会发展统计公报》，中证鹏元地区经济财政数据库

2017年南浔区实现公共财政收入28.97亿元，其中税收收入25.72亿元，占公共财政收入比重为88.76%，实现政府性基金收入46.74亿元；2017年南浔区公共财政支出为32.59亿元，财政自给率为88.89%。

南浔经开区经济持续稳定发展，区内工业企业发展良好

南浔经开区成立于1993年，系浙江省人民政府批准设立的省级开发区。南浔经开区现辖面积59平方公里，下辖20个行政村，常住人口近10万人，2016年综合实力进入浙江省省级开发区十强。目前，南浔经开区拥有各类企业900多家，规模以上企业90多家，已形成了以地板、电梯、电机三大主导产业，落户了芬兰通力集团、尚飞集团等知名企业。

南浔经开区经济规模近年持续增长，2015-2017年分别实现地区生产总值91.30亿元、97.60亿元、106.50亿元，同比增速分别为8.0%、6.9%、9.2%。南浔经开区经济以第二产业为主导，2015-2017年第二产业增加值分别为77.22亿元、81.60亿元、87.93亿元，占当地GDP的比重持续在85%以上。南浔经开区固定资产投资规模较大，2017年达55.70亿元，且增速较快。南浔经开区对外贸易波动较大，2017年实现进出口总额26.46亿元，同比增长25.0%，外贸情况较以往显著好转。

表8 南浔经开区 2015-2017 年主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	106.50	9.2%	97.60	6.9%	91.30	8.0%
第一产业增加值	0.54	-10.0%	0.60	0.0%	0.60	-3.2%
第二产业增加值	87.93	7.76%	81.60	8.48%	77.22	7.0%
第三产业增加值	18.03	17.0%	15.41	14.31%	13.48	16.1%
固定资产投资	55.70	11.6%	50.55	12.3%	45.02	9.9%
规模以上工业增加值	49.75	26.6%	39.31	1.37%	38.78	6.7%
进出口总额	26.46	25.0%	22.48	-5.8%	22.34	11.9%

资料来源：南浔经开区管委会

2017年南浔经开区实现公共财政收入12.75亿元，均为税收收入，实现政府性基金收入9.86亿元；2017年南浔经开区公共财政支出为12.01亿元，财政自给率为106.16%。

五、公司治理与管理

公司已按照《中华人民共和国公司法》等有关法律、法规的要求设置了相应的公司治理架构，目前公司设立有董事会、监事会、经理层，不设股东会，由出资人行使股东会职责。股东主要决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事会、修改公司章程等重大事

项。公司董事会主要进行重大经营管理决策等事项，董事会成员共5人，董事每届任期为3年。公司监事会共有成员5人，监事由股东进行委派，每届任期为3年，期满可连任。公司设总经理，由董事会任免，总经理主要负责公司的日常经营管理工作。公司高级管理人员任职合法合规，公务人员在公司兼职均获得相关部门的批准，且兼职公务人员不在公司领薪。

在公司管理方面，公司实行董事领导下的总经理负责制，总经理负责领导办公室、人力资源部、财务融资部、工程部4个职能部门，各部门分工明确。同时，公司针对现金管理、关联交易、对外担保、对外投资等事项制定了必要的管理制度。

六、经营与竞争

公司主要从事南浔经开区内的基础设施建设投资业务，业务收入主要来自相关项目结算收入，此外还有少量的测绘服务收入。2015-2017年，公司主营业务收入规模分别为5.58亿元、5.87亿元、11.20亿元，2017年主营业务收入规模大幅增加主要系当期转让两块土地新增5.57亿元的收入。业务盈利方面，公司2015-2017年主营业务毛利率分别为11.18%、10.20%、10.49%，主营业务毛利率有所下降。

表9 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	55,112.51	9.32%	57,470.34	9.35%	54,452.56	10.17%
测绘服务	1,189.42	35.46%	1,203.96	50.56%	1,355.39	51.98%
土地转让及土地开发收入	55,690.62	11.11%	-	-	-	-
合计	111,992.55	10.49%	58,674.30	10.20%	55,807.95	11.18%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

作为南浔经开区内基础设施代建主体，公司基础设施建设业务保障程度较好，考虑在建项目尚需较大规模投资，公司面临较大的建设支出压力

公司是南浔经开区内基础设施建设重要主体，承担了区内的道路、桥梁、农房征迁等项目的建设任务。公司负责建设的基础设施项目主要来自新城投资，新城投资系南浔经开区管委会100%控制的企业，公司就具体的基础设施项目与新城投资签订委托代建协议。根据委托代建协议，公司负责相关基础设施建设项目的投融资工作，并对项目的后期建设进度、质量负责，待项目建设完工移交后，由新城投资按项目实际投资额加计10%的项目收益与公司进行结算，但实际结算中少量道路建设项目及绿化项目未严格按照项目实际投资金额的110%进行计算。

近年来，公司完成众多道路工程、桥梁工程及绿化工程项目建设，2015-2017年分别确认基础设施建设收入5.45亿元、5.75亿元、5.51亿元，收入规模比较稳定。但从业务毛利率方面看，由于少量道路建设项目及绿化项目未严格按照项目投资总额的110%进行结算，故2015-2017年公司基础设施建设业务毛利率分别为10.17%、9.35%、9.32%，呈现小幅的波动。

表10 2015-2017年公司基础设施建设业务收入明细（单位：万元）

时间	项目名称	项目结算收入	项目结算成本
2017年	应界桥改建工程	18,315.54	16,650.49
	南林圩区整治工程	15,388.79	13,989.81
	向阳路桥工程	11,443.37	10,403.07
	东翔路道路工程	8,478.55	7,707.77
	绿化工程及服务	1,486.26	1,225.65
	合计	55,112.51	49,976.79
2016年	华侨投资区-桥梁（曙光桥、河义桥、西河桥）	8,912.37	8,102.15
	华侨投资区-道路（1#-3#、12#、13#）	7,891.75	7,174.32
	科技园区-道路（浔北主干道、综园路）	6,610.57	6,102.52
	适园路延伸段 1#2#3#桥	6,578.90	5,980.82
	科技园区-道路（浔北、东翔路）	5,173.71	4,703.38
	科园路道路工程	4,966.23	4,514.75
	科技园区-道路（章家湾路、北部园区）	4,466.70	4,060.64
	雪宝路道路工程	4,407.08	4,006.43
	新荡路道路工程	3,714.31	3,376.65
	虹阳路道路工程	3,290.66	2,991.51
	绿化工程	1,215.91	871.36
	其他零星工程	242.15	211.63
	合计	57,470.34	52,096.16
	2015年	农民新村道路建设工程	34,660.59
沈塘路道路建设工程		8,663.27	7,796.94
和兴大桥桥梁建设工程		4,391.83	3,952.65
联谊路道路建设工程		2,987.07	2,688.36
适园路道路建设工程		2,788.46	2,509.62
其他零星工程		961.34	738.58
合计		54,452.56	48,915.49

资料来源：公司提供

从基础设施建设业务存量规模看，截至2017年末公司主要在建基础设施建设项目计划

总投资47.56亿元，实际已投资26.78亿元，除阳安片区安置房项目建成后由公司自行租售，其他项目均与新城投资签订有委托代建协议，公司基础设施建设收入保障程度较好。但主要在建项目尚需投资23.45亿元，考虑到近两年需偿还有息债务规模较大，公司面临较大的建设支出压力。

表11 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要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	尚需投资
阳安片区安置房项目	152,742.00	41,000.00	111,742.00
马腰村拆迁项目	45,000.00	14,989.88	30,010.12
新安村拆迁项目	35,000.00	49,989.97	-
东迁村拆迁项目	32,800.00	43,373.55	-
浔北村拆迁项目	27,500.00	23,663.32	3,836.68
江蒋漾村拆迁项目	26,400.00	25,276.25	1,123.75
直港巷村拆迁项目	26,000.00	6,333.65	19,666.35
同心村拆迁项目	18,000.00	2,165.46	15,834.54
318 改线工程拆迁项目	14,200.00	13,695.32	504.68
马嘶村拆迁项目	14,000.00	9,673.16	4,326.84
申苏浙皖至练杭高速公路连接线工程提升改造工程	10,712.00	1,959.67	8,752.33
常增桥建设工程	6,600.00	4,950.22	1,649.78
金三角桥建设工程\芦荡桥建设工程\雪宝桥建设工程\众安桥建设工程\北水港桥建设工程	6,500.00	2,347.51	4,152.49
西长兴港路道路工程\东双线公路道路工程	6,000.00	644.99	5,355.01
富民路道路工程	5,800.00	4,840.79	959.21
西城路路桥建设工程	5,500.00	5,618.62	-
南浔新桥建设工程\九龙桥建设工程\沈家墩桥建设工程\直港桥建设工程\香山桥建设工程	5,000.00	1,258.45	3,741.55
洋南 21#地块 110KV 桥南桥林线 17#-19#塔段迁改工程	3,500.00	829.25	2,670.75
梅月路道路工程	2,700.00	678.49	2,021.51
荻唐改造工程	2,600.00	333.43	2,266.57
南浔塘北片污水管网工程	2,390.00	1,356.13	1,033.87
大众路道路工程	2,350.00	259.83	2,090.17
振浔路道路工程	2,350.00	319.96	2,030.04
外环北路（南浔大道-胜利路段）道路工程	2,350.00	3,372.09	-
马腰村三高连接线	2,050.00	1,212.00	838.00
西城路道路工程	2,000.00	1,384.45	615.55
强园路道路工程	2,000.00	358.03	1,641.97
新城路道路工程	1,850.00	509.46	1,340.54
江蒋漾路（年丰路-新荡路）工程	1,850.00	1,144.79	705.21
富华路道路工程	1,700.00	599.00	1,101.00

万顺桥建设工程	1,700.00	546.46	1,153.54
振华路道路工程	1,600.00	435.98	1,164.02
嘉业路道路工程	1,500.00	496.27	1,003.73
至尊·湖滨广场城市道路工程	1,230.00	221.62	1,008.38
沈家港路（向阳路-联谊路段）工程	1,000.00	1,017.04	-
农村生活污水处理工程项目	650.00	462.12	187.88
强华路（迁中路-迁西路路段）	350.00	397.84	-
外环西路（兴迁路-强园路）道路工程	100.00	96.31	3.69
合计	475,574.00	267,811.36	234,531.75

注：因新安村拆迁项目、东迁村拆迁项目、西城路路桥建设工程、外环北路（南浔大道-胜利路段）道路工程、沈家港路（向阳路-联谊路段）工程、强华路（迁中路-迁西路路段）项目实际投资金额超过计划投资总额，故在计算尚需投资规模时未统计上述项目的尚需投资数据。

资料来源：公司提供

此外，根据南浔经开区管委会土地供应计划，2017年公司向南浔经开区管委会转让了两块土地，两块土地系公司通过挂牌出让方式取得，土地面积合计为16.68万平方米，当期确认土地转让及土地开发收入5.57亿元。截至2017年末公司持有土地2,231.46亩（约合148.76万平方米），账面价值为29.40亿元，但考虑到土地转让并非经常性业务，且每年可以转让的数量受土地市场行情影响较大，该项业务收入的稳定性较弱，难以为公司提供稳定的收入和现金来源。

近年来公司持续收到股东较大规模的资产注入，资本实力和盈利规模得以提升

作为南浔经开区管委会100%控制的企业，为支持公司的可持续发展，股东南浔经开区管委会持续向公司提供了较大规模的外部支持。2015-2017年，通过资产注入的方式累计向公司注入土地、货币资金合计6.24亿元，通过补助的形式累计向公司提供补助3.70亿元，显著提升了公司的资本实力和盈利水平。

表12 2015-2017年近年来公司获得的主要外部支持情况（单位：万元）

类别	年份	文件号	支持方	资产类型	金额
资产注入	2017年	-	南浔经开区管委会	土地	61,240.23
	2016年	浙浔管【2016】80号	南浔经开区管委会	货币	1,200.00
政府补助	2017年	浙浔管【2017】124号	南浔经开区管委会	货币	13,500.00
	2016年	浙浔管【2016】6号	南浔经开区管委会	货币	11,070.00
	2015年	浙浔管【2015】6号	南浔经开区管委会	货币	10,384.00
合计		-	-	-	97,394.23

资料来源：公司提供

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中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2017年末，公司纳入合并范围的一级子公司共4家，近三年合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模近年持续增长，整体资产流动性较弱

随着公司建设项目持续投入及股东资产注入，公司资产规模近年持续增长，2017年末增至87.79亿元，年复合增长率达13.73%。公司资产结构近年保持稳定，流动资产占总资产比重持续在95%以上，2017年末为98.84%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货。货币资金2017年末余额为6.97亿元，占期末资产总额的7.94%，货币资金余额较大，其中有4.20亿元系质押存单和结构性存款，使用受限，受限比例达60.27%，货币资金受限规模较大。应收账款主要系应收区内国有公司的项目工程款，2017年末账面价值为5.01亿元，其中应收新城投资、湖州南浔城建投资发展有限公司、湖州南浔城西新农村建设发展有限公司（以下简称“南浔城西新农村公司”）的款项合计占应收账款期末余额的94.77%，考虑到主要欠款对象系区内国有企业，应收账款回收风险较小。其他应收款主要系往来款，近年规模持续增长，2017年末账面价值为16.61亿元，其他应收款前五大欠款对象为新城投资、浙江南浔古镇旅游发展有限公司、南浔经开区管委会、湖州南浔城南新农村建设投资有限公司、湖州南盛仓储贸易有限公司，欠款金额合计占其他应收款期末余额的98.23%，前五大欠款对象均为国有企业，相关款项回收较有保障。考虑到应收账款和其他应收款合计占公司期末总资产的24.63%，对公司资源形成较大规模占用，需关注相关款项回收快慢对公司资金周转产生的影响。公司存货包括工程施工形成的投资及待开发土地资产，2017年末合计为58.17亿元。其中，工程施工形成的投资为28.77亿元，相关项目均签订有代建协议；待开发土地主要城镇住宅用地，合计面积为2,231.46亩（约合148.76万平方米），账面价值为29.40亿元，其中已抵押部分账面价值1.34亿元，且尚有6.75亿元土地尚未取得土地权证。

公司非流动资产主要为固定资产。固定资产主要系办公用房屋，2017年末账面价值为0.96亿元，因2017年购买了商铺，固定资产期末余额较以往显著增加。

总体来看，公司资产规模近年持续增长，且整体受限规模并不大，但考虑到应收账款及其他应收款合计规模持续增长，且存货占比较高，公司整体资产流动性较弱。

表13 2015-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	69,686.05	7.94%	72,925.24	9.70%	44,647.12	6.58%
应收账款	50,130.29	5.71%	55,338.18	7.36%	49,585.86	7.31%
其他应收款	166,121.57	18.92%	111,400.11	14.82%	83,725.67	12.34%
存货	581,689.23	66.26%	488,224.33	64.94%	489,057.49	72.06%
流动资产合计	867,706.13	98.84%	750,616.73	99.84%	677,525.45	99.83%
固定资产	9,630.98	1.10%	820.17	0.11%	883.47	0.13%
非流动资产合计	10,216.49	1.16%	1,170.27	0.16%	1,169.97	0.17%
资产总计	877,922.62	100.00%	751,787.00	100.00%	678,695.42	100.00%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年收入及利润规模持续增长，且业务保障程度较好，业务盈利能力较为稳定

2015-2016年，公司营业收入主要来自基础设施建设业务收入，2017年公司新增5.57亿元土地转让及土地开发收入，受此影响公司2017年营业收入增至11.20亿元，较2015年、2016年增长了近一倍。截至2017年末，公司在建项目计划总投资47.56亿元，随着建设项目的完工结算，可为公司未来营业收入提供较好保障。

公司盈利方面，因结算的项目毛利率不同，公司综合毛利率2015-2017年分别为11.18%、10.20%、10.50%，综合毛利率小幅波动，但受营业收入增长较快影响，公司2017年营业利润增至2.14亿元（部分是因为会计政策的调整使得2017年度政府补助计入了利润总额），较2015年、2016年显著增长。除了经营业务形成的利润外，公司股东也会给予一定规模的补助，2015-2017年公司股东提供的补助规模分别为1.14亿元、1.21亿元、1.35亿元，显著提升了公司的盈利规模。

总体来看，公司近年收入及利润规模持续增长，且业务保障程度较好，业务盈利能力较为稳定。

表14 2015-2017年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	112,004.75	58,674.30	55,807.95
营业利润	21,397.95	2,259.80	2,741.94
其他收益	13,571.25	0.00	0.00
营业外收入	1.08	12,072.21	11,388.94
利润总额	21,394.90	14,328.40	14,130.53

综合毛利率	10.50%	10.20%	11.18%
-------	--------	--------	--------

注：其他收益系政府基础设施建设补助资金。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流波动较大，而在建项目尚需投资较多，面临较大的资金压力

公司经营活动现金流主要包括经营性业务形成的现金收支及往来款的流入流出。从收现比角度看，公司经营性业务回款情况较好，2017年收现比为1.06，近三年呈现持续上升的走势。但是由于资金往来活动频繁，往来款的净流入规模近年波动较大，从而对公司的经营净现金流造成较大影响，2015-2017年经营活动产生的现金流量净额分别为-0.11亿元、-9.09亿元、8.35亿元，公司的经营活动现金流稳定性较弱。

公司投资活动现金流主要系银行理财产品投资产生，2015-2017年投资活动现金流量净额分别为0.29亿元、0.20亿元、-0.81亿元，2018年投资活动净流出主要系当期购买商铺所致，未来公司无大额固定资产投资支出计划，投资活动现金流出压力不大。由于近年基础设施在建项目较多，建设支出规模较大，外部筹资较多，公司主要通过银行借款和发行债券的方式进行筹资，2015-2017年筹资活动现金流量净额分别为0.29亿元、9.62亿元、-7.51亿元，2017年筹资活动现金大幅净流出主要系当年偿还较多债务所致。截至2017年末，公司在建项目尚需投资23.45亿元，考虑到目前城投公司融资政策偏紧、账面货币资金受限规模较大、近两年到期有息债务规模较大，公司面临较大的资金压力。

表15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	1.06	0.91	0.67
销售商品、提供劳务收到的现金	119,202.25	53,430.15	37,239.75
收到的其他与经营活动有关的现金	538,155.21	291,709.90	423,922.69
经营活动现金流入小计	659,357.46	345,140.05	461,162.44
购买商品、接受劳务支付的现金	82,595.51	81,450.10	60,848.67
支付的其他与经营活动有关的现金	492,248.91	353,385.44	400,465.32
经营活动现金流出小计	575,854.19	436,061.60	462,227.49
经营活动产生的现金流量净额	83,503.28	-90,921.55	-1,065.05
投资活动产生的现金流量净额	-8,127.41	2,034.29	2,935.60
筹资活动产生的现金流量净额	-75,115.06	96,165.38	2,870.57
现金及现金等价物净增加额	260.81	7,278.12	4,741.12

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司近年债务规模增长较快，且有息债务剩余期限不长，短期偿债压力较大

得益于股东资产注入及自身利润积累，公司所有者权益规模持续增加，2017年末增至46.63亿元，较2015年末增长21.42%。债务方面，因在建项目持续投入，公司债务规模持续增长，由2015年末的29.47亿元增至2017年末的41.16亿元，增幅达39.70%。综合影响下，公司产权比率由2015年末的76.72%升至2017年末的88.28%。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	411,625.36	352,790.86	294,650.73
所有者权益	466,297.25	398,996.14	384,044.70
产权比率	88.28%	88.42%	76.72%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构来看，公司负债以流动负债为主，2017年末流动负债占比达74.79%。2017年末，公司有息负债规模为20.35亿元，占总负债的比重为49.44%，较近两年末均有所下降。

公司流动负债主要为短期借款、应付票据、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债。短期借款系银行借款，近年余额波动较大，2017年末为3.00亿元，占总负债的7.29%。应付票据系信用证，期末余额为2.34亿元。应交税费系经营业务产生的应交增值税、营业税、所得税，近年随着业务规模的扩大余额持续增长，2017年末为1.73亿元，应收税费偿付弹性较大。其他应付款主要系往来款，因2017年与南浔城西新农村公司发生较多往来，其他应付款期末余额增至18.41亿元，占负债总额的44.74%，偿还弹性较大。一年内到期的非流动负债主要系短期内将要偿付的借款，期末余额为4.63亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。长期借款2017年末余额为8.40亿元，其中信托借款为3.68亿元，长期借款偿还期限分布在2019年、2020年，剩余期限较短。应付债券系公司在浙江股权交易中心非公开发行私募债，2017年账面余额为1.98亿元，将于2019年11月到期。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	30,000.00	7.29%	66,914.00	18.97%	29,400.00	9.98%
应付票据	23,445.00	5.70%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应交税费	17,304.43	4.20%	13,067.44	3.70%	10,147.15	3.44%
其他应付款	184,147.15	44.74%	96,715.35	27.41%	68,641.90	23.30%
一年内到期的非流	46,280.00	11.24%	58,402.50	16.55%	53,000.00	17.99%

动负债						
流动负债合计	307,855.78	74.79%	240,991.27	68.31%	181,833.31	61.71%
长期借款	84,000.00	20.41%	89,030.00	25.24%	102,817.42	34.89%
应付债券	19,769.59	4.80%	19,769.59	5.60%	10,000.00	3.39%
非流动负债合计	103,769.59	25.21%	111,799.59	31.69%	112,817.42	38.29%
负债合计	411,625.36	100.00%	352,790.86	100.00%	294,650.73	100.00%
有息债务	203,494.59	49.44%	237,116.09	67.21%	195,217.42	66.25%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

从有息债务到期期限分布看，20.35亿元的有息债务中，2018年、2019年、2020年需要偿还的规模分别为9.97亿元、8.49亿元、1.89亿元，有息债务主要集中在近两年偿还，有息债务短期偿还压力较大。

表18 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款	30,000.00	-	-
应付票据	23,445.00	-	-
一年内到期的非流动负债	46,280.00	-	-
长期借款	-	65,100.00	18,900.00
应付债券	-	19,769.59	-
合计	99,725.00	84,869.59	18,900.00

注：应付债券按账面摊余成本计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

财务指标方面，公司2017年末资产负债率为46.89%，整体债务水平一般。由于流动负债近年增长的较快，流动比率和速动比率分别降至2017年末的2.82、0.93，但考虑到公司流动资产主要系应收账款、其他应收款以及流动性较差的存货，流动资产对短期债务的保障程度一般。随着业务规模增长，EBITDA持续增加，2017年EBITDA利息保障倍数升至1.82，且近年持续在1以上，经营活动现金对利息的保障程度较好，但公司有息债务规模较大，2017年末有息债务/EBITDA为8.95，考虑到公司有息债务剩余期限较短，有息债务的本金将更多的依赖后期筹资活动产生的现金流。

表19 2015-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	46.89%	46.93%	43.41%
流动比率	2.82	3.11	3.73
速动比率	0.93	1.09	1.04
EBITDA（万元）	22,732.24	15,063.84	14,255.25
EBITDA 利息保障倍数	1.82	1.16	1.29

有息债务/EBITDA	8.95	15.74	13.69
-------------	------	-------	-------

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目收益是本期债券还本付息资金的主要来源。根据《南浔经济开发区阳安片区安置房项目可行性研究报告》，本期债券募投项目预计可以实现收入18.78亿元，为本期债券的还本付息提供资金来源。但由于募投项目的实际收益规模及收益实现时点受项目施工进度、实际租售规模等因素影响明显，项目收益能否达到预期水平存在一定的不确定性，需关注相关不确定性对债券还本付息资金来源造成的影响。

公司营业收入和经营活动现金流入是本期债券偿债资金的重要保障。2015-2017年公司分别实现营业收入5.58亿元、5.87亿元、11.20亿元，2015-2017年收现比分别为0.67、0.91、1.06，公司业务回款情况持续改善。截至2017年末，公司主要在建项目计划总投资47.56亿元，已投资26.78亿元，为公司未来业务收入提供保障，但值得关注的是，由于基础设施项目建设周期较长，未来工程进度存在一定的波动，加上工程回款受结算方资金安排影响较大，未来现金流情况存在较大的不确定性。

资产变现能够为本期债券本息偿付提供一定保障。截至2017年末，公司持有的已办理好土地证的土地账面价值达22.65亿元，相关土地可以通过转让的方式为公司提供一定规模的现金流入，从而为公司提供经营资金，但需关注土地市场行情的变化对土地转让收入的影响。

（二）本期债券保障措施分析

南浔国资资本实力较强，业务持续性较好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有助于保障本期债券的信用水平

根据南浔国资出具的担保函，南浔国资为本期债券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，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。担保责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

南浔国资成立于2005年1月14日，由湖州市南浔区财政局以货币形式全额出资，注册资本1,000万元人民币。2011年9月28日，南浔国资以资本公积21,000万元转增实收资本，注册资本变更为22,000万元。截至2017年末，南浔国资控股股东和实际控制人均为湖州市

南浔区财政局，持股比例为100.00%。

南浔国资作为南浔区的基础设施建设和投融资主体，主要承担南浔区的土地整理开发、项目建设、旅游服务和污水处理等职能。2017年南浔国资没有产生土地转让及土地开发业务收入，项目建设收入是营业收入的主要来源，2015-2017年南浔国资营业收入分别为184,936.13万元、252,032.47万元和171,156.94万元。毛利率方面，2015-2017年南浔国资综合毛利率分别为15.76%、11.89%和16.00%。

表20 南浔国资营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地转让及土地开发收入	-	-	42,709.83	4.76%	5,259.00	34.69%
项目建设收入	152,568.23	13.87%	192,151.08	12.92%	170,659.90	15.09%
旅游服务收入	8,713.03	57.57%	6,409.09	48.07%	5,353.78	44.64%
房屋租赁收入	552.76	-328.83%	486.77	-317.88%	444.56	-357.54%
污水处理收入	1,977.82	24.22%	1,630.20	21.54%	1,608.93	19.94%
绿化养护收入	-	-	1,510.53	16.91%	538.40	42.08%
管网维护收入	1,135.65	4.76%	1,092.10	4.54%	378.55	4.76%
供水收入	146.92	-39.07%	613.36	-5.37%	310.56	-13.63%
保安服务费	-	-	4,520.15	13.83%	-	-
物业服务	823.41	72.66%	338.19	21.64%	-	-
市场租金收入和市场服务	2,069.86	53.21%	-	-	-	-
商铺买卖	2,201.27	11.28%	-	-	-	-
酒店收入	364.21	71.33%	-	-	-	-
其他收入	603.78	55.04%	571.17	42.49%	382.44	66.19%
合计	171,156.94	16.00%	252,032.47	11.89%	184,936.13	15.76%

资料来源：南浔国资 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，南浔国资总资产为403.33亿元，所有者权益合计为133.54亿元，资产负债率为66.89%；2017年，南浔国资实现营业收入17.12亿元，利润总额为1.70亿元，经营活动现金净流出50.82亿元。

表21 南浔国资 2015-2017 年主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	4,033,252.09	3,021,228.36	2,498,144.08
所有者权益（万元）	1,335,417.79	1,041,285.09	877,027.95
有息债务（万元）	2,363,325.62	1,714,403.24	1,268,510.71
资产负债率	66.89%	65.53%	64.89%
流动比率	4.62	4.18	3.36

速动比率	1.78	1.82	1.21
营业收入（万元）	171,156.94	252,032.47	184,936.13
营业利润（万元）	17,956.98	-18,294.00	-22,380.33
其他收益（万元）	42,401.51	-	-
营业外收入（万元）	299.10	44,147.96	42,094.40
利润总额（万元）	16,967.03	24,490.37	16,084.08
综合毛利率	16.00%	11.89%	15.76%
EBITDA（万元）	46,944.21	78,994.89	70,728.13
EBITDA 利息保障倍数	-	0.64	0.85
经营活动现金流净额（万元）	-508,210.78	-167,273.09	-209,420.92

资料来源：南浔国资 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，南浔国资资本实力有所增强，业务可持续性较好。经中证鹏元综合评定，南浔国资2018年度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有助于保障本期债券的信用水平。

九、或有事项分析

截至2017年12月末，公司对外担保余额为18.88亿元，占公司2017年末所有者权益的40.49%，公司对外担保均系对区内国有企业的担保，相关担保均无反担保措施，公司面临一定的代偿风险。

表22 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保到期日	担保金额	是否有反担保
浙江湖州临杭城镇化建设有限公司	2020.12	20,000.00	无
浙江湖州临杭城镇化建设有限公司	2019.03	6,200.00	无
湖州南浔城市建设发展集团有限公司	2021.11	24,000.00	无
湖州南浔城市建设发展集团有限公司	2018.07	10,000.00	无
湖州市南浔新城投资发展有限公司	2020.04	7,800.00	无
湖州南浔蠡南投资发展有限公司	2022.12	10,000.00	无
湖州南浔新淙建设工程有限公司	2020.06	2,900.00	无
湖州南浔凤凰文化旅游发展有限公司	2020.12	14,000.00	无
湖州南浔城投市政绿化工程有限公司	2018.12	15,000.00	无
湖州南浔城市新区建设投资有限公司	2019.01	7,000.00	无
湖州南浔城南新农村建设投资有限公司	2019.01	8,600.00	无
湖州南浔振浔污水处理有限公司	2018.05	50,000.00	无
湖州南浔振浔污水处理有限公司	2019.02	7,000.00	无
湖州南浔振浔污水处理有限公司	2020.11	6,300.00	无

合计	-	188,800.00	-
----	---	------------	---

资料来源：公司提供

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	69,686.05	72,925.24	44,647.12
应收账款	50,130.29	55,338.18	49,585.86
预付款项	31.47	22,728.87	8,509.31
其他应收款	166,121.57	111,400.11	83,725.67
存货	581,689.23	488,224.33	489,057.49
其他流动资产	47.53	0.00	2,000.00
流动资产合计	867,706.13	750,616.73	677,525.45
可供出售金融资产	200.00	200.00	200.00
固定资产	9,630.98	820.17	883.47
在建工程	33.62	0.00	27.95
无形资产	35.66	51.67	3.65
递延所得税资产	316.23	98.43	54.90
非流动资产合计	10,216.49	1,170.27	1,169.97
资产总计	877,922.62	751,787.00	678,695.42
短期借款	30,000.00	66,914.00	29,400.00
应付票据	23,445.00	0.00	0.00
应付账款	5,460.92	4,763.51	20,452.58
预收款项	11.78	106.01	83.67
应付职工薪酬	275.67	99.48	97.86
应交税费	17,304.43	13,067.44	10,147.15
应付利息	912.82	912.82	0.00
应付股利	18.00	10.15	10.15
其他应付款	184,147.15	96,715.35	68,641.90
一年内到期的非流动负债	46,280.00	58,402.50	53,000.00
流动负债合计	307,855.78	240,991.27	181,833.31
长期借款	84,000.00	89,030.00	102,817.42
应付债券	19,769.59	19,769.59	10,000.00
长期应付款	0.00	3,000.00	0.00
非流动负债合计	103,769.59	111,799.59	112,817.42
负债合计	411,625.36	352,790.86	294,650.73
实收资本	50,000.00	50,000.00	50,000.00
资本公积	293,459.22	245,618.99	244,296.29
盈余公积	8,577.46	6,782.86	5,569.42
未分配利润	113,240.37	95,562.79	83,295.27

归属于母公司所有者权益合计	465,277.05	397,964.63	383,160.99
少数股东权益	1,020.21	1,031.51	883.71
所有者权益合计	466,297.25	398,996.14	384,044.70
负债和所有者权益总计	877,922.62	751,787.00	678,695.42

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	112,004.75	58,674.30	55,807.95
其中：营业收入	112,004.75	58,674.30	55,807.95
二、营业总成本	103,825.58	56,513.36	53,073.65
其中：营业成本	100,247.41	52,691.40	49,566.32
税金及附加	248.90	1,300.51	3,033.99
管理费用	1,788.99	1,446.63	997.43
财务费用	427.19	467.74	-333.68
资产减值损失	1,113.10	607.08	-190.40
投资收益（损失以“-”号填列）	10.00	98.87	7.64
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-362.48	0.00	0.00
其他收益	13,571.25	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	21,397.95	2,259.80	2,741.94
加：营业外收入	1.08	12,072.21	11,388.94
减：营业外支出	4.13	3.62	0.35
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	21,394.90	14,328.40	14,130.53
减：所得税费用	1,916.01	689.65	704.01
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	19,478.88	13,638.75	13,426.52
1.持续经营净利润（净亏损以“-”号填列）	19,478.88	13,638.75	13,426.52
1.少数股东损益	6.70	157.80	196.39
2.归属于母公司股东的净利润	19,472.18	13,480.95	13,230.13
六、综合收益总额	19,478.88	13,638.75	13,426.52
归属于母公司所有者的综合收益总额	19,472.18	13,480.95	13,230.13
归属于少数股东的综合收益总额	6.70	157.80	196.39

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	119,202.25	53,430.15	37,239.75
收到其他与经营活动有关的现金	540,155.21	291,709.90	423,922.69
经营活动现金流入小计	659,357.46	345,140.05	461,162.44
购买商品、接收劳务支付的现金	82,595.51	81,450.10	60,848.67
支付给职工以及为职工支付的现金	816.77	960.45	785.97
支付的各项税费	192.99	265.61	127.54
支付其他与经营活动有关的现金	492,248.91	353,385.44	400,465.32
经营活动现金流出小计	575,854.19	436,061.60	462,227.49
经营活动产生的现金流量净额	83,503.28	-90,921.55	-1,065.05
收回投资收到的现金	0.00	22,000.00	5,000.00
取得投资收益收到的现金	10.00	98.87	7.64
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	0.00	0.35	0.06
投资活动现金流入小计	10.00	22,099.22	5,007.70
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	8,137.41	64.93	72.10
投资支付的现金	0.00	20,000.00	2,000.00
投资活动现金流出小计	8,137.41	20,064.93	2,072.10
投资活动产生的现金流量净额	-8,127.41	2,034.29	2,935.60
取得借款所收到的现金	119,500.00	117,927.00	91,419.50
发行债券收到的现金	0.00	20,000.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	23,000.00	95,000.00	11,500.00
筹资活动现金流入小计	142,500.00	232,927.00	102,919.50
偿还债务所支付的现金	190,414.00	98,797.92	66,312.08
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2,201.06	14,365.50	9,236.85
支付其他与筹资活动有关的现金	25,000.00	23,598.20	24,500.00
筹资活动现金流出小计	217,615.06	136,761.62	100,048.93
筹资活动产生的现金流量净额	-75,115.06	96,165.38	2,870.57
现金及现金等价物净增加额	260.81	7,278.12	4,741.12
加：期初现金及现金等价物余额	27,425.24	20,147.12	15,406.00
期末现金及现金等价物余额	27,686.05	27,425.24	20,147.12

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	19,478.88	13,638.75	13,426.52
加：资产减值准备	1,113.10	607.08	-190.40
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	196.94	99.35	107.72
无形资产摊销	16.52	1.89	3.75
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	13.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	362.48	3.62	0.35
财务费用（收益以“-”号填列）	36.00	36.00	0.00
投资损失（收益以“-”号填列）	-10.00	-98.87	-7.64
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-217.80	-43.53	-58.10
存货的减少（增加以“-”号填列）	-42,883.72	-10,708.37	934.23
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-42,345.86	-56,054.32	-32,892.40
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	147,756.75	-38,403.15	17,597.67
经营活动产生的现金流量净额	83,503.28	-90,921.55	-1,065.05

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	10.50%	10.20%	11.18%
收现比	1.06	0.91	0.67
产权比率	88.28%	88.42%	76.72%
有息债务	203,494.59	237,116.09	195,217.42
资产负债率	46.89%	46.93%	43.41%
流动比率	2.82	3.11	3.73
速动比率	0.93	1.09	1.04
EBITDA（万元）	22,732.24	15,063.84	14,255.25
EBITDA 利息保障倍数	1.82	1.16	1.29

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年末公司土地明细

土地证编号	取得方式	坐落	证载使用权类型	证载用途	面积(亩)	账面价值(万元)	入账方式	是否抵押
湖土国用(2011)第005539号	政府注入	南浔南林大桥北堍西侧	出让	城镇住宅用地	41.57	9,319.21	评估法	否
湖土国用(2011)第005538号	政府注入	南浔南林大桥北堍东侧	出让	城镇住宅用地	56.34	12,632.44	评估法	否
湖土国用(2011)第005542号	政府注入	南浔大道东、318国道北、吉华路西	出让	城镇住宅用地	67.92	13,661.73	评估法	否
湖土国用(2011)第005543号	政府注入	南浔大道西侧、江蒋漾东侧	出让	城镇住宅用地	28.68	9,112.12	评估法	否
湖土国用(2011)第005537号	政府注入	江蒋漾路东侧、江蒋漾西北角	出让	城镇住宅用地	24.39	4,111.03	评估法	否
湖土国用(2011)第005541号	政府注入	直港巷村、适园路北侧	出让	城镇住宅用地	64.81	14,849.21	评估法	否
湖土国用(2011)第019397号	政府注入	南浔大道路西侧、强园路南侧	出让	城镇住宅用地	38.67	5,800.00	评估法	否
湖土国用(2011)第019396号	政府注入	南浔大道东侧、新城东路南侧	出让	城镇住宅用地	16.85	3,900.00	评估法	否
浔土国用(2013)第003209号	政府注入	南浔经济开发区2013-2号地块(洋南)	出让	城镇住宅用地	132.00	20,538.64	评估法	否
浔土国用(2013)第003926号	政府注入	南浔城区外环北路南侧、振华路东侧(圣驾桥农民新村)	出让	城镇住宅用地	61.97	9,840.28	评估法	否
浔土国用(2013)第000816号	政府注入	南浔城区頔塘片区CX(N)-56-1号地块内	出让	城镇住宅用地	29.68	5,654.27	评估法	否

浔土国用(2013)第000818号	政府注入	南浔城区頔塘片区CX(N)-36-2B号东地块	出让	城镇住宅用地	33.86	6,388.16	评估法	否
浔土国用(2013)第000817号	政府注入	吴越路西侧、综园路南侧	出让	城镇住宅用地	25.45	4,079.84	评估法	否
浔土国用(2014)第001867号	政府注入	南林片区CX(S)-15A-1A-2号地(年丰路南侧,江蒋漾路西侧)	出让	城镇住宅用地	41.67	8,478.76	评估法	否
湖土国用(2012)第011081号	政府注入	南浔大道东侧	出让	城镇住宅用地	66.00	15,200.00	评估法	否
湖土国用(2012)第011082号	政府注入	南浔城镇南林片区CX(S)-10J-2	出让	城镇住宅用地	65.63	17,600.00	评估法	否
湖土国用(2012)第011086号	政府注入	南浔开发区和华照明北侧	出让	城镇住宅用地	24.93	4,600.00	评估法	否
浔土国用(2013)第003208号	政府注入	南浔开发区洋南农民新村	出让	城镇住宅用地	97.00	15,403.54	评估法	否
浔土国用(2013)第003920号	政府注入	南浔城区外环北路南侧、振华路东侧(圣驾桥农民新村)	出让	城镇住宅用地	99.97	15,874.84	评估法	否
浔土国用(2014)第001828号	政府注入	南浔镇横街单元2014-4地块(横街屯芋)	出让	城镇住宅用地	96.77	11,083.33	评估法	否
浔土国用(2014)第001869号	政府注入	南林片区CX(S)-15A-1A-1号地(年丰路南侧,西城路东侧)	出让	城镇住宅用地	66.00	13,428.80	评估法	是
湖土国用(2011)第019230号	购买	南浔开发区外环西路西侧	出让	工业用地	87.59	2019.78	成本法	否
湖土国用(2006)第31-12397号	购买	南浔镇浔北村	出让	工业用地	69.20	2900.00	成本法	否
无证	政府注入	南浔大道东侧、适园路北侧	出让	商业服务用地	203.58	61,240.23	评估法	否
无证	招拍挂	临沪工业区南林区块5	出让	道路用地	690.93	6,267.39	成本法	否

		条道路						
合计	-	-	-	-	2,231.46	293,983.60	-	-

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

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

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

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

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

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。