

2012 年诸暨市城市建设投资发展有限公司

公司债券 2018 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
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員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>



报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第  
【1223】号 01

债券简称: 12 诸暨债/  
PR 诸建投

增信方式: 银行流动性  
支持

债券剩余规模: 6.4 亿元

债券到期日期: 2019 年  
12 月 19 日

债券偿还方式: 分次还  
本, 每年付息, 第 3-7  
年末分别按照债券发行  
总额 20% 的比例偿还债  
券本金

分析师

姓名:  
杨培峰 陈鹏

电话:  
021-51035670

邮箱:  
yangpf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司城投公司  
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。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

## 2012 年诸暨市城市建设投资发展有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2018 年 06 月 26 日	2017 年 06 月 26 日

### 评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对诸暨市城市建设投资发展有限公司(以下简称“诸暨城投”或“公司”)及其 2012 年 12 月 19 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2018 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级上调为 AA+, 评级展望维持为稳定。本次级别上调主要是基于:诸暨市经济实力很强, 经济总量和地方综合财力保持稳定增长, 为公司发展提供了较好基础;公司业务多元化程度高, 主营业务持续性较好, 未来收入来源较有保障;货币资金较充裕, 可为债务的偿还提供一定支撑;且公司在资产注入和财政补贴方面获得的外部支持力度很大, 资本实力大幅提升;交通银行股份有限公司绍兴市分行(以下简称“交行绍兴分行”)提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障。同时我们也关注到, 公司整体资产流动性较弱;经营活动现金净流出规模持续扩大, 面临较大资金压力;有息债务规模较大, 存在较大偿债压力;公司对外担保规模较大, 存在较大的或有负债等风险因素。

### 正面:

- 外部环境很好, 为公司发展提供了较好基础。诸暨市经济实力很强, 为排名靠前的百强县之一, 在绍兴市下属县(市)中排名第一;2017 年诸暨市实现地区生产总值 1,180.02 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 7.0%, 经济总量稳步提升。2017 年诸暨市地方综合财力为 184.48 亿元, 同比增长 10.94%;其中公共财政收入 77.01 亿元, 税收收入占公共财政收入的 83.57%, 公共财政收入质量较好。
- 公司业务多元化程度高, 主营业务持续性较好, 未来收入来源较有保障。公司主要从事基础设施委托代建、土地开发整理、自来水销售、管道安装、污水处理、

公交和商品房销售等业务，业务多元化程度高；公司自来水销售、公交等业务具有一定的区域垄断优势。截至 2017 年末，公司主要在建基础设施和保障房项目投资总额为 341.61 亿元，在手订单量充足，主营业务具备较好持续性，未来收入来源较有保障。

- **公司货币资金较充裕，可为债务的偿还提供一定支撑。**截至 2017 年末，公司货币资金账面价值为 55.24 亿元，占总资产的比重为 9.47%，公司货币资金规模较大，且为银行存款和库存现金，无使用受限情况，可为债务的偿还提供一定的支撑。
- **公司获得的外部支持力度很大，资本实力大幅提升。**作为诸暨市重要的基础设施和保障房建设主体，公司获得当地政府的大力支持。2017 年，政府债券置换资金 41.87 亿元作为对公司国有资本投入，同时公司及子公司收到财政拨入资金共 24.57 亿元，资本公积合计增加 66.44 亿元；2017 年公司共获得财政补贴 5.33 亿元，有效提升了公司资本实力和利润水平。
- **银行流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障。**交行绍兴分行提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障。

## 关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**2017 年末公司其他应收款和存货合计占资产比重的 78.95%，其他应收款回收时间存在一定不确定性；存货主要为代建工程和土地资产，受财政资金安排影响，代建工程回购时间存在一定不确定性，土地资产部分已抵押，公司整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金净流出规模持续扩大，面临较大资金压力。**2017 年公司经营活动现金净流出规模由上年的 27.74 亿元扩大至 62.51 亿元，截至 2017 年末公司主要在建基础设施项目和安置房尚需投资超过 100.95 亿元，经营活动现金流较难满足建设资金需求，公司面临较大资金压力。
- **公司有息债务规模较大，仍存在较大偿债压力。**截至 2017 年末，公司资产负债率为 62.57%，有息债务规模为 262.71 亿元，占负债总额比例为 72.02%；EBITDA 利息保障倍数为 0.36，息税前利润对利息支付的保障程度较弱，公司存在较大偿债压力。
- **公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保余额为 108.63 亿元，占期末所有者权益比率为 49.77%，被担保单位均为地方国

有企业，但无反担保措施，公司存在较大或有负债风险。

**公司主要财务指标：**

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	5,830,395.45	4,479,014.24	4,031,613.50
所有者权益（万元）	2,182,571.27	1,567,136.11	1,407,193.12
有息债务（万元）	2,627,120.67	2,081,134.44	1,775,742.39
资产负债率	62.57%	65.01%	65.10%
流动比率	4.80	4.83	3.58
营业收入（万元）	90,587.97	139,219.60	149,890.13
其他收益（万元）	53,338.67	-	-
营业外收入（万元）	103.34	42,029.65	29,483.57
利润总额（万元）	11,543.91	22,778.14	29,302.27
综合毛利率	5.97%	16.38%	20.80%
EBITDA（万元）	52,777.80	55,568.85	55,112.18
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.48	0.43
经营活动现金流净额（万元）	-625,090.54	-277,385.57	-79,745.05

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

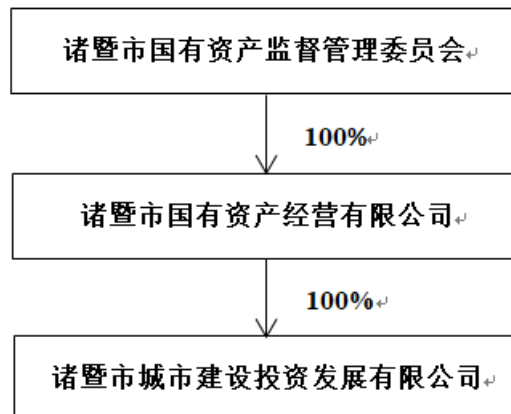
## 一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2012]3850号文件批准，公司于2012年12月19日公开发行人16亿元7年期公司债券，票面利率为6.92%。本期债券募集资金全部用于诸暨市现代物流园区配套道路网工程、诸暨市城北保障性住房建设工程、诸暨市农田水利工程、诸暨市城北大侣片区道路网工程和诸暨市展诚大道（西江大道至诸湄线）道路工程。截至2017年12月末公司本期债券募集资金已全部使用完毕，本期债券募投项目均已完工，除诸暨市展诚大道（西江大道至诸湄线）道路工程已回购外，诸暨市人民政府和诸暨市浣江建设投资有限公司（以下简称“浣江建投”）尚未和公司就其他募投项目签订具体回购协议，募投项目回购时间和回购金额存在一定不确定性。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、主营业务、控股股东和实际控制人均未发生变更。截至2018年5月末，公司注册资本和实收资本均为20,000万元，控股股东为诸暨市国有资产经营有限公司<sup>1</sup>，实际控制人为诸暨市国有资产监督管理委员会。2017年公司合并范围新增10家子公司，无减少子公司情况，详见表1。

图1 截至2018年5月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

表1 2017年公司新增纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
-------	------	------	------	------

<sup>1</sup> 公司未提供控股股东征信报告。



诸暨市浣纱小城镇建设投资有限公司	10,000	100%	小城镇项目建设投资	投资设立
诸暨经开创融投资有限公司	8,000	100%	实业投资、股权投资等	投资设立
诸暨创加投资有限公司	500	100%	实业投资、股权投资等	投资设立
诸暨创合投资有限公司	500	100%	实业投资、股权投资等	投资设立
诸暨经开天使股权投资基金有限公司	1,000	100%	股权投资、投资管理等	投资设立
诸暨经开创融种子股权投资基金有限公司	1,000	100%	股权投资、投资管理等	投资设立
诸暨创护投资有限公司	20,000	100%	实业投资、股权投资等	投资设立
诸暨创发股权投资基金有限公司	1,000	100%	股权投资、投资管理等	投资设立
诸暨创融天使股权投资基金有限公司	1,000	100%	股权投资、投资管理等	投资设立
诸暨勒辅生物科技有限公司	1,000	55%	生物技术的研发开发, 技术成果转让	投资设立

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为583.04亿元，所有者权益为218.26亿元，资产负债率为62.57%；2017年度，公司实现营业收入9.06亿元，利润总额1.15亿元，经营活动现金净流出62.51亿元。

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**2017年全球经济复苏为我国经济稳健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，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势；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**

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，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；进出口规模进一步扩大，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，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

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。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，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。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在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。

### **2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，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**

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，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，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，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年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2 2017年以来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
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，严禁党政机关工作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，鹏元整理

## （二）区域环境

**诸暨市经济实力很强，且保持稳定增长，民营经济和固定资产投资为经济增长提供有力支撑**

诸暨市经济保持稳定增长，作为县级市，诸暨市经济实力很强，为排名靠前的百强县之一，在绍兴市下属县（市）中排名第一。2017年，诸暨市地区生产总值（GDP）为1,180.02亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%；其中，第一产业增加值51.30亿元，同比增长2.4%；第二产业增加值608.67亿元，同比增长6.0%；第三产业增加值520.05亿元，同比增长8.7%；三次产业结构由上年的4.7：52.0：43.3调整为4.3：51.6：44.1，第三产业占比不断提高。按户籍人口计算，2017年诸暨市人均GDP为108,706元，较上年增长6.8%，为全国人均GDP的182.21%，整体经济实力很强。

2017年，诸暨市实现工业增加值518.65亿元，同比增长7.7%，其中规模以上工业企业实现工业增加值414.93亿元，同比增长8.0%；实现利税总额171.09亿元，同比增长5.6%，利润总额124.17亿元，同比增长3.4%。诸暨市民营经济较为发达，产业集群趋于多元化，在多年发展中逐步形成了由环保新能源、智能装备制造、铜加工及新型材料、纺织服装、袜业和珍珠业等6大工业主导产业和现代农业、现代服务业组成的“6+2”现代产业体系。从诸暨市“6+2”现代产业体系看，2017年工业六大主导行业合计实现规模以上工业产值占全市规模以上工业企业总产值的86.0%，较为发达的民营经济有力支撑了全市工业经济的发展。

固定资产投资依然是诸暨市经济增长的主要动力之一，2017年诸暨市共完成500万元及以上固定资产投资825.47亿元，同比增长13.7%，其中第二产业完成投资345.21亿元，同比增长10.6%；第三产业完成投资467.64亿元，同比增长15.4%，其中基础设施投资214.74亿元，同比增长26.3%。从投资结构看，一、二、三产业投资比重为1.5：41.8：56.7。诸暨市对外贸易较为发达，2017年全市实现进出口总额337.26亿元，同比增长11.7%；其中，出口305.72亿元，同比增长13.2%，出口产品主要包括袜子、提花布、服装和机电产品等。

**表3 2016-2017年诸暨市主要经济指标及增速情况（单位：亿元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,180.02	7.0%	1,099.06	7.3%
第一产业增加值	51.30	2.4%	51.88	2.3%
第二产业增加值	608.67	6.0%	571.25	6.7%
第三产业增加值	520.05	8.7%	475.93	8.5%
工业增加值	518.65	7.7%	485.60	7.3%
固定资产投资	825.47	13.7%	741.05	14.2%
社会消费品零售总额	438.67	11.0%	395.20	11.6%
进出口总额	337.26	11.7%	309.71	-0.6%
年末本外币存款余额	1,369.77	13.7%	1,249.89	4.5%
年末本外币贷款余额	1,285.92	12.4%	1,193.13	-0.4%
人均GDP（元）	108,706		101,695	
人均GDP/全国人均GDP	182.21%		188.41%	

注：固定资产投资额为诸暨市当年完成500万元以上项目固定资产投资额。

资料来源：2016-2017年诸暨市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

### 2017年诸暨市地方综合财力继续增长，但政府性基金收入占比较大，未来可能影响地方综合财力稳定性；财政自给率有所提高

受益于公共财政收入和政府性基金收入的增长，2017年诸暨市地方综合财力为184.48亿元，同比增长10.94%。从地方综合财力构成来看，公共财政收入和政府性基金收入仍是诸暨市地方综合财力的主要来源，2017年占地方综合财力比重分别为41.74%和45.84%。

获益于区域经济增长，2017年诸暨市公共财政收入为77.01亿元，同比增长7.27%；其中税收收入为64.35亿元，同比增长4.10%，占公共财政收入比重为83.57%，公共财政收入质量仍然较好。上级补助收入为诸暨市地方综合财力提供一定补充，2017年诸暨市上级补助收入为22.90亿元，同比增长7.62%，占地方综合财力比重为12.41%。

政府性基金收入方面，受区域房地产市场景气度回升影响，2017年诸暨市政府性基金收入为84.57亿元，同比增长15.52%，占地方综合财力比重为45.84%。需要注意的是，诸暨市政府性基金收入占地方综合财力比重较大，易受房地产调控政策和市场景气度情况影响，未来可能存在一定波动，从而影响诸暨市地方综合财力稳定性。

**表4 2016-2017年诸暨市财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2017年	2016年
地方综合财力	184.48	166.28
（一）公共财政收入	77.01	71.79
其中：税收收入	64.35	61.82
非税收入	12.66	9.97

(二) 上级补助收入	22.90	21.28
其中：返还性收入	4.54	2.91
一般性转移支付收入	10.69	9.29
专项转移支付收入	7.67	9.08
(三) 政府性基金收入	84.57	73.21
其中：国有土地使用权出让金收入	-	66.74
<b>财政支出</b>	<b>200.14</b>	<b>171.72</b>
(一) 公共财政支出	91.31	97.24
(二) 政府性基金支出	108.83	74.48
<b>财政自给率</b>	<b>84.34%</b>	<b>73.83%</b>

注：“-”表示未获得相关数据；地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入，财政支出=公共财政支出+政府性基金支出，财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：诸暨市财政局，鹏元整理

诸暨市财政支出主要包括公共财政支出和政府性基金支出，受政府性基金支出增长影响，2017年诸暨市财政支出为200.14亿元，同比增长16.55%；其中政府性基金支出为108.83亿元，同比大幅增长46.12%。诸暨市公共财政支出主要集中于教育支出、城乡社区支出、医疗卫生和计划生育支出、社会保障和就业支出等方面，2017年合计完成公共财政支出91.31亿元，同比下降6.10%。2017年诸暨市财政自给率为84.34%，较上年上升10.51个百分点，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度有所提高，诸暨市财政自给情况较好。

#### 四、经营与竞争

公司主要从事诸暨市区域内的土地开发整理、基础设施委托代建、自来水销售、污水处理、管道安装和商品房销售（以安置房为主）等业务。公司收入来源保持多元化，2017年受托代建、自来水销售、管道安装、污水处理收入和公交收入占营业收入比重分别为67.09%、17.37%、5.77%、3.69%和3.18%，受托代建业务依然是公司收入的主要来源。2017年，由于受托代建、自来水销售和管道安装收入均有所下降，且未实现商品房销售收入，公司营业收入为9.06亿元，同比下降34.93%，其中受托代建收入同比下降34.49%。

毛利率方面，受托代建和污水处理业务毛利率保持稳定，由于计提资产折旧大幅增加，自来水销售业务毛利率大幅下降，且未实现毛利率较高的商品房销售收入，2017年公司综合毛利率为5.97%，较2016年下降10.41个百分点。

**表5 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
受托代建	60,779.40	15.98%	92,781.64	16.54%



自来水销售	15,734.84	7.78%	18,234.02	30.85%
管道安装	5,230.96	18.67%	13,350.91	26.06%
商品房销售	-	-	7,211.10	65.28%
污水处理收入	3,338.88	21.51%	2,883.26	21.73%
公交收入	2,881.59	-260.86%	3,547.71	-209.57%
其他	2,622.29	11.15%	1,210.95	37.48%
<b>合计</b>	<b>90,587.97</b>	<b>5.97%</b>	<b>139,219.60</b>	<b>16.38%</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

**受项目工程建设和结算进度影响，公司受托代建收入规模有所下降，但在建基础设施和安置房项目投资规模较大，业务持续性较好；受政府财政资金安排影响，受托代建收入回款存在一定不确定性，且面临较大资金压力**

公司作为诸暨市重要的投融资及建设主体，承担了诸暨市土地一级开发、城市基础设施建设和公路及配套设施建设等任务。根据公司下属全资子公司诸暨市经济开发总公司（以下简称“经开公司”）与诸暨经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）及诸暨市国土资源局签订的《合作开发土地协议》约定，由经开公司负责诸暨市经济开发区内的土地一级开发（包括农用地转用、征用、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施），土地开发所需资金由公司自行筹措。土地开发完成后，按照国土资源部11号令《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》和诸暨市相关政策法规进行土地交易，交易收到的土地出让金在扣除相关税费后全额返还给经开公司；经开公司将返还金额按土地投资成本的120%确认为土地出让收入，其余部分确认为补贴收入和资本公积。

2015年之前，公司将土地开发整理、基础设施建设和安置房建设均划分为土地开发收入；2015年之后，公司对收入板块划分进行调整，仅将土地一级开发收入确认为土地开发收入，将土地一级开发产生的安置房和城市配套基础设施建设相关收入确认为受托代建收入。由于2016-2017年公司未进行土地一级开发，因此未确认土地开发收入。土地开发收入受诸暨市政府土地开发计划及相关政策影响较大，该部分收入未来存在不确定性。

为便于管理和提高效率，诸暨市财政局自2015年起委托诸暨市浣江建设投资有限公司（以下简称“浣江建投”）负责全市基础设施建设业务，由浣江建投将各类基建项目委托给诸暨市各平台公司，再由各平台公司负责具体建设，项目完工后工程款由浣江建投支付。根据经开公司与诸暨市人民政府、诸暨市财政局和浣江建投签订的《诸暨经开区基础设施工程项目委托代建协议书》（框架性协议），经开公司接受浣江建投委托（诸暨市人民政府与浣江建投签订委托代建协议），负责进行诸暨经开区内的工程建设项目，对建设工程所需资金自行筹集。项目完工后经开公司对工程施工项目进行成本核算，交由浣江建投进行成

本审核，再由诸暨市财政局进行审核确认，诸暨市财政局按照公司的开发成本加成一定比例利润（通常为20%以上）作为工程款支付给浣江建投，浣江建投再按照公司的实际开发成本加计20%固定收益作为工程款支付给公司，因此公司近年受托代建业务毛利率保持在16%左右，毛利率水平受具体项目情况略有波动。

受项目建设和结算进度影响，2017年公司受托代建收入为6.08亿元，同比下降34.49%，占营业收入比重为67.09%，受托代建业务依然是公司收入的主要来源；其中安置房开发建设和配套基础设施收入分别为2.28亿元和3.80亿元。

截至2017年末公司主要在建基础设施项目投资总额为326.37亿元，已投资229.55亿元，在建安置房项目预计总投资15.24亿元，已投资16.00亿元，在建基础设施和安置房项目投资规模较大，业务持续性较好。截至2017年末公司主要在建项目尚需投资超过100.95亿元，整体资金需求较大，面临较大资金压力。根据诸暨市人民政府“2005年诸政办抄第55号”文件规定，政府承诺对公司代建基础设施建设项目全部予以回购，公司已与诸暨市人民政府和浣江建投签订框架性委托代建协议，但未就具体项目签订相关协议，受项目建设和结算进度以及财政资金安排影响，基础设施项目未来实际结算和回款时间均存在一定不确定性。

**表6 截至2017年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资
城东新区农民住房集中安置工程	49.80	41.49
03省道东复线江藻至王家井段工程	43.31	30.32
31省道（王家湖至五泄段）改建工程	31.00	18.21
31省道延伸线金村至金沙段	8.60	8.71
03省道东复线	6.90	8.41
三环线西北段环境提升工程	5.40	5.29
陶湖至下东阮公路改建工程	3.00	2.67
诸暨至安华一级公路	2.60	2.35
诸暨市十二都至店口公路	2.20	2.14
诸暨-安华-大陈公路（二期）	2.00	1.78
绍大线双桥至陶湖段	1.47	1.62
内外环线桥梁工程	1.00	0.95
美丽乡村升级版北线工程	1.00	0.90
2017年度三改专项行动	37.50	32.50
2013城北片区路网建设工程	6.51	7.10
“三改”百日攻坚	50.00	6.33
外环线工程	4.10	4.99

内环线拓展工程	5.00	4.32
木材市场区块	4.50	3.85
城市广场周边旧区拆建改造工程	3.65	3.63
五纹岭隧道工程	3.70	3.61
城北片区路网建设工程	6.51	2.96
2016 美丽示范街建设工程	2.50	2.64
枫桥古镇改造提升工程	3.00	2.53
2018 年度三改专项行动	4.40	2.12
2013 白毛尖卫生填埋场扩容改造项目	1.30	1.59
2016 年城区道路排水工程	1.19	1.21
滨江北路	1.10	1.04
2016 棚户区雨污分流改造工程	1.70	0.97
大唐镇小城镇环境综合整治工程	4.02	2.16
店口镇小城镇环境综合整治工程	3.06	1.64
草塔镇小城镇环境综合整治工程	2.94	1.23
牌头镇小城镇环境综合整治工程	3.17	1.03
绍大线拓建工程	4.50	4.34
陶朱街道基建工程	3.00	2.55
外环线	3.00	2.75
展诚大道	2.74	3.17
西江大道	2.50	2.30
绍兴港诸暨港区城郊作业区散杂货码头	1.50	1.26
五泄江滨江生态公园	1.00	0.89
<b>合计</b>	<b>326.37</b>	<b>229.55</b>

注：部分项目实际投资超出预算，故已投资金额大于预计总投资，由于政府还未回购和进行结算，故仍列入在建项目表中。

资料来源：公司提供

**表7 截至2017年末公司在建安置房项目情况（单位：平方米、万元）**

项目	建筑面积	总投资	已投资
红泰安置小区	473,128.61	152,421.32	160,003.19
<b>合计</b>	<b>473,128.61</b>	<b>152,421.32</b>	<b>160,003.19</b>

注：红泰安置小区项目实际投资超出预算，项目已基本完工，尚未竣工决算。

资料来源：公司提供

受非居民用水占比下降等因素影响，公司自来水收入规模有所下降；管道安装收入随着供水管网铺设和更新的逐渐完工而下降，污水处理收入随用水量的上升而增长

公司子公司诸暨市水务集团有限公司（以下简称“诸暨水务”）是诸暨市唯一的供水企业，在诸暨市内处于市场垄断地位。截至2017年末，2017年诸暨水务设计供水能力仍为36.20万吨/日。2017年，诸暨水务供水量为8,869万吨，同比小幅增长2.66%，售水量为7,506万吨，

与上年保持稳定。受益于供水管网的更新和完善，2017年漏损率较上年下降0.40个百分点至11.25%。受非居民用水占比下降等因素影响，2017年公司实现自来水销售收入1.57亿元，同比下降13.71%。2017年，由于诸暨水务重要子公司浣江水务股份有限公司（以下简称“浣江水务”）新三板挂牌上市划入了较多资产，当年度计提折旧大幅增加，导致自来水销售业务毛利率大幅下降至7.78%。

**表8 2016-2017年公司自来水业务经营情况**

项目	2017年	2016年
设计供水能力（万吨/日）	36.20	36.20
全年供水量（万吨）	8,869	8,639
全年售水量（万吨）	7,506	7,560
漏损率	11.25%	11.65%
供水面积（平方公里）	1,552	1,550
供水管网总长（公里）	2,102	1,992

资料来源：公司提供

随着诸暨市供水管网铺设和更新的逐渐完成，2017年，公司实现管道安装收入0.52亿元，同比大幅下降60.82%。由于管道材料由甲供方式转为清包方式，因此该项业务毛利率较上年下降7.39个百分点至18.67%。截至2017年末，诸暨水务供水管网总长2,102公里，供水面积1,552平方公里。

污水处理业务主要由子公司诸暨市暨阳排水管理有限公司（以下简称“暨阳排水公司”）负责，随着诸暨市用水量的提升，污水处理需求逐渐增加，2017年公司实现污水处理收入0.33亿元，同比增长15.80%。

**2017年公司未实现商品房销售收入；公交业务收入依然不能覆盖运营成本，对政府补贴依赖较大**

为配合土地拆迁和平整业务，公司承担了大量安置房的建设任务，除政府回购的安置房外，公司向市场销售的剩余安置房收入计入商品房销售收入。2017年公司未实现商品房销售收入。截至2017年末，公司尚有祥生世纪花城安置小区、外环线丁严王安置小区及凤山安置小区部分房产可供出售。

诸暨市公共交通有限公司作为城区客运主力，主要承担市区及部分周边乡镇居民出行运输任务。2017年公司公交业务收入为0.29亿元，同比下降18.78%；营业成本为1.04亿元，同比下降5.32%，公交业务亏损幅度依然较大。公司公交业务收入来源单一，车票收入不能覆盖运营成本，较为依赖于政府公交补贴。

**表9 2016-2017年公司公交业务经营情况（单位：万元）**



项目	2017年	2016年
公交业务收入	2,881.59	3,547.71
公交业务成本	10,398.50	10,982.80
公交业务利润	-7,516.91	-7,435.08
政府公交补贴收入	5,551.64	6,702.70
公交业务利润总额	-1,965.27	-732.38

资料来源：公司提供

### 公司在资产注入和财政补贴方面继续得到当地政府的大力支持

作为诸暨市基础设施重要的投资建设主体，2017年公司及其子公司在资产注入和财政补贴方面继续获得当地政府的大力支持。

资产注入方面，根据诸暨市财政局诸财国资[2017]227号文件，将政府债券置换资金41.87亿元作为国有资本投入，增加公司资本公积；同时，公司及子公司共计收到财政拨款资金24.57亿元，2017年公司资本公积合计增加66.44亿元，有效提升了公司资本实力。财政补贴方面，2017年公司共获得财政补贴5.33亿元，有效提升了公司利润水平。

**表10 2017年公司获得财政补贴明细（单位：万元）**

财政补贴对象	批复部门	补贴金额	相关文号
诸暨市城市建设投资发展有限公司	诸暨市财政局	9,578.32	诸财国资【2017】86号
诸暨市新城投资开发有限公司	诸暨市财政局	29,201.54	诸财国资【2017】259号
诸暨市水利投资发展有限公司	诸暨市财政局	6,051.00	诸财国资【2017】228号
其他补助	-	8,507.81	-
<b>合计</b>	-	<b>53,338.67</b>	-

资料来源：公司提供

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年度审计报告，2016年财务数据采用2017年审计报告期初数，审计报告采用新会计准则编制。2017年度，由于会计政策变更，与日常活动相关的政府补助计入“其他收益”科目核算，利润表新增“资产处置收益”项目，并追溯调整2016年营业利润、营业外支出金额。2017年公司合并范围新增10家子公司，无减少子公司情况。

### 资产结构与质量

公司资产持续增长，其他应收款和存货规模占比较大，其他应收款回款时间存在不确定性；存货主要为代建工程和土地资产，代建工程回购时间存在一定不确定性，整体资产流动性较弱

随着经营规模扩大和政府注资，公司资产规模持续增长，2017年末公司资产总额为583.04亿元，同比增长30.17%，资产增长主要集中于存货和货币资金的增长。从资产结构看，公司资产依然以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产的比重为88.84%。

公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款和存货。由于政府注入现金规模较大，2017年末公司货币资金余额为55.24亿元，同比大幅增加38.76亿元，公司期末无使用受限资金。公司其他应收款主要包括往来款和借款，2017年末其他应收款账面价值为50.44亿元，前五名应收对象分别为诸暨市财政局、诸暨市城东新城建设有限公司、诸暨市人民政府暨阳街道办事处、诸暨浣江国际商贸城开发有限公司和诸暨市山下湖镇人民政府，合计应收款项占其他应收款总额的87.16%，公司对上述单位均未收取利息。截至2017年末，公司累计计提其他应收款坏账准备0.11亿元。公司其他应收款应收单位主要为政府部门和国有企业，回收风险相对较小，但规模较大且回款时间存在不确定性，对营运资金形成占用。

**表11 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	552,381.72	9.47%	164,751.28	3.68%
其他应收款	504,379.57	8.65%	486,524.29	10.86%
存货	4,098,704.00	70.30%	3,221,822.52	71.93%
<b>流动资产合计</b>	<b>5,179,985.56</b>	<b>88.84%</b>	<b>3,937,966.64</b>	<b>87.92%</b>
可供出售金融资产	148,974.24	2.56%	57,240.34	1.28%
固定资产	393,109.46	6.74%	391,887.48	8.75%
在建工程	71,706.49	1.23%	57,275.44	1.28%
<b>非流动资产合计</b>	<b>650,409.89</b>	<b>11.16%</b>	<b>541,047.60</b>	<b>12.08%</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,830,395.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,479,014.24</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

公司存货规模较大，主要由代建工程和土地资产构成，随着项目建设持续推进，存货规模增长较快，2017年末账面价值为409.87亿元，同比增长27.22%，占资产总额比例达70.30%；其中代建工程为355.77亿元，同比增长36.54%，主要为受政府委托代建的基础设施建设项目，公司已与政府和浣江建投签订框架性协议，但未就具体项目签订相关协议，代建工程实际回购时间受财政资金安排影响较大，存在一定不确定性。2017年末公司存货中土地资产账面价值为49.34亿元，以商业、住宅用地为主，其中账面价值为15.70亿元的土

地资产已抵押，抵押比例为31.81%，土地流动性受到一定限制。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、固定资产和在建工程。公司可供出售金融资产主要系按成本法计量的投资，2017年末账面价值为14.90亿元，同比大幅增长160.26%，主要系新增对诸暨信银浣农投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“信银浣农”）、浙江泓源汽车集团有限公司等公司投资所致；其中，公司对信银浣农投资8.44亿元，持股比例为21.57%。2017年末公司固定资产账面价值为39.31亿元，规模保持稳定，主要包括陈蔡水库、石壁水库和安华水库。在建工程为公司承担的在建市政工程项目，主要包括城北水厂及城乡供水配套管网工程、自来水管网工程等，随着项目建设的推进，在建工程持续增长，2017年末账面价值为7.17亿元，同比增长25.20%。

总的来看，公司资产持续增长，其他应收款和存货规模占比较大，其他应收款回收时间存在不确定性；存货主要为代建工程和土地资产，受财政资金安排影响，代建工程回购时间存在一定不确定性，土地资产部分已抵押，整体资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 公司营业收入规模下降且毛利率下滑，利润对政府补贴依赖程度较大

除污水处理业务外，2017年公司各项主要业务收入均出现不同幅度下降，导致当年营业收入同比下降34.93%，其中受托代建收入同比下降34.49%。公司收入来源保持多元化，2017年受托代建、自来水销售、管道安装、污水处理和公交业务收入占营业收入比重分别为67.09%、17.37%、5.77%、3.69%和3.18%，受托代建业务依然是公司收入的主要来源。考虑到公司在建项目众多，且自来水、公交等公益性业务具备一定区域垄断性，公司业务收入具备一定保障。毛利率方面，由于自来水销售、管道安装和公交业务毛利率水平下降，且毛利率较高的商品房销售业务当年未实现收入，2017年公司综合毛利率为5.97%，较2016年下降10.41个百分点，整体毛利率水平较低。

作为诸暨市基础设施建设项目重要的投资建设主体，公司在财政补贴方面继续获得大力支持。2017年公司获得政府补贴5.33亿元，实现利润总额1.15亿元，公司利润对政府补贴依赖程度较大。

**表12 2016-2017年公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
营业收入	90,587.97	139,219.60
其他收益	53,338.67	-
营业利润	13,275.70	-18,001.07
营业外收入	103.34	42,029.65

利润总额	11,543.91	22,778.14
综合毛利率	5.97%	16.38%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

公司主营业务收现能力较好，但经营活动现金净流出规模持续扩大；公司在建项目尚需投资规模较大，仍面临较大资金压力

2017年公司主营业务收现能力依然较好，收现比为1.44；由于公司持续加大对基础设施和安置房代建项目投资，全年购买商品、接受劳务支付的现金达81.57亿元，经营活动现金净流出规模持续扩大，2017年净流出规模由上年的27.74亿元扩大至62.51亿元。从投资活动来看，2017年公司投资活动产生的现金净流出13.00亿元，净流出规模同比大幅增长225.18%，主要系公司新增对信银浣农等公司股权投资所致。

公司主要通过筹资活动弥补资金缺口，2017年公司筹资渠道主要为银行借款，全年通过借款取得现金104.51亿元。同时，公司收到其他与筹资活动有关的现金63.84亿元，主要为地方政府注入资金及债券置换资金。2017年公司筹资活动产生的现金净流入达114.27亿元，净流入规模较上年大幅提升，有效弥补了整体资金缺口。但截至2017年末，公司主要在建项目尚需投资超过100.95亿元，公司仍面临较大资金压力。

**表13 2016-2017年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
收现比	1.44	1.32
销售商品、提供劳务收到的现金	130,655.04	183,510.39
收到其他与经营活动有关的现金	178,756.25	186,549.10
经营活动现金流入小计	309,411.29	370,059.49
购买商品、接受劳务支付的现金	815,656.40	452,208.91
支付其他与经营活动有关的现金	98,799.96	178,730.94
经营活动现金流出小计	934,501.83	647,445.06
经营活动产生的现金流量净额	-625,090.54	-277,385.57
投资活动产生的现金流量净额	-129,994.45	-39,976.20
筹资活动产生的现金流量净额	1,142,715.43	256,452.49
现金及现金等价物净增加额	387,633.43	-60,909.29

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司负债总额持续增长，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力



由于政府注入资产规模较大，公司所有者权益快速增长，2017年末为218.26亿元，同比增长39.27%；随着融资规模的扩大，公司负债总额增长较快，2017年末为364.78亿元，同比增长25.27%，负债与所有者权益比率为167.13%，所有者权益对负债的保障程度有所提高，但依然较弱。

**表14 2016-2017年公司负债和股东权益变动情况（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
负债总额	3,647,825.28	2,911,878.13
所有者权益	2,182,571.27	1,567,136.11
负债与所有者权益比率	167.13%	185.81%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

从债务结构来看，由于公司基础设施建设业务周期长且前期垫资规模较大，公司负债以非流动负债为主，2017年末公司非流动负债为256.78亿元，占负债总额比重为70.39%，较上年小幅下降1.60个百分点。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017年末公司短期借款为5.80亿元，全部为保证借款。2017年末公司其他应付款余额为62.99亿元，同比大幅增长60.77%，主要为与其他单位的借款和往来款，均不需要支付利息。前五名应付对象分别为诸暨市交通基础设施建设有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、诸暨市农村发展投资有限公司、诸暨市越都投资发展有限公司和诸暨市人民政府暨阳街道办事处，合计应付款项占其他应付款余额的83.39%。从账龄来看，1年以内的占比60.55%，1-2年的占比33.58%，2年以上的占比5.87%，由于其他应付款单位主要为地方国有企业和事业单位，偿还具有一定弹性。2017年末公司一年内到期的非流动负债为25.69亿元，为即将到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

**表15 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	58,000.00	1.59%	51,000.00	1.75%
其他应付款	629,949.27	17.27%	391,834.12	13.46%
一年内到期的非流动负债	256,890.00	7.04%	272,540.00	9.36%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,080,001.03</b>	<b>29.61%</b>	<b>815,483.69</b>	<b>28.01%</b>
长期借款	1,483,662.89	40.67%	587,484.06	20.18%
应付债券	180,471.99	4.95%	274,000.00	9.41%
长期应付款	648,095.79	17.77%	895,934.46	30.77%
专项应付款	248,021.51	6.80%	338,942.38	11.64%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,567,823.25</b>	<b>70.39%</b>	<b>2,096,394.45</b>	<b>71.99%</b>

负债合计	3,647,824.28	100.00%	2,911,878.13	100.00%
有息负债	2,627,120.67	72.02%	2,081,134.44	71.47%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款。2017年末公司长期借款余额为148.37亿元，同比大幅增长152.55%，占负债总额的比重上升至40.67%，其中质押借款52.15亿元、保证借款43.58亿元、质押及保证借款24.00亿元。公司长期借款还款时间较为分散，集中偿还风险不大。2017年末公司应付债券余额为18.05亿元，包括本期债券、“11诸暨债”、“16诸暨经开小微债01”和“16诸暨经开小微债02”。需要关注的是，由于本期债券和“11诸暨债”已进入本金偿还期，且“16诸暨经开小微债01”和“16诸暨经开小微债02”第3年末（2019年）附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，公司债务偿还压力将有所加大。

2017年末公司长期应付款余额为64.81亿元，同比下降27.66%，主要系41.87亿元地方政府置换债券作为国有资本投入转计资本公积所致。截至2017年末，公司应付地方政府债券余额为55.37亿元。由于政府债券偿还利率水平较低，通过政府债务置换公司存量债务，优化了公司债务结构并降低了融资成本，在一定程度上减轻了有息债务的利息及本金支出压力。2017年末公司专项应付款余额为24.80亿元，同比下降26.82%，全部为财政拨款，用于专项基础设施项目建设，均不需要支付利息，且公司实际不需要偿还该部分债务。

公司有息债务规模较大，2017年末为262.71亿元，同比增长26.24%，占负债总额的比例为72.02%。从有息债务偿还期限分布看，2018-2020年，公司到期有息债务分别为31.49亿元、36.22亿元和34.52亿元。公司有息债务压力明显增加，偿债压力较大。

**表16 2016-2017年公司偿债能力指标（单位：亿元）**

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
短期借款	5.80	-	-	-
一年内到期的非流动负债	25.69	-	-	-
长期借款	-	30.73	17.33	100.31
应付债券	-	3.20	15.00	-
长期应付款	-	2.29	2.19	60.33
<b>合计</b>	<b>31.49</b>	<b>36.22</b>	<b>34.52</b>	<b>160.64</b>

资料来源：公司提供

从主要偿债指标来看，2017年末公司资产负债率同比下降2.44个百分点至62.57%，依然较高；2017年末公司流动比率和速动比例分别为4.80和1.00，但流动资产中存货占比较大且变现能力较弱，公司短期偿债能力实际较为一般。2017年公司EBITDA为5.28亿元，EBITDA利息保障倍数为0.36，由于有息债务规模较快增长，有息债务与EBITDA比值上升

至49.78。总的来看，公司有息债务规模较大，息税前利润对利息支付的保障程度较弱，面临较大的偿债压力。

**表17 2016-2017年公司偿债能力指标**

项目	2017年	2016年
资产负债率	62.57%	65.01%
流动比率	4.80	4.83
速动比率	1.00	0.88
EBITDA（万元）	52,777.80	55,568.85
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.48
有息债务/EBITDA	49.78	37.45

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 交行绍兴分行提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障

根据公司与交行绍兴分行签署的《流动性贷款支持协议》，本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，在符合法律、法规的前提下，交行绍兴分行承诺在公司付息日或兑付日前3个工作日给予公司不超过本期债券偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每一期偿付本息资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难。交行绍兴分行提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障。

## 七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保余额为108.63亿元，占期末所有者权益比率为49.77%，被担保单位均为地方国有企业。公司对外担保金额较大，且均无反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

**表18 截至2017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	担保方式	是否有反担保
浙江大唐袜业城有限公司	35,000.00	2019.10	保证	无
诸暨浣江国际商贸城开发有限公司	50,000.00	2019.1	保证	无
诸暨市草塔新农村建设投资有限公司	8,000.00	2018.3	保证	无
诸暨市城东新城建设有限公司	50,000.00	2020.12	保证	无
诸暨市城东新城建设有限公司	60,000.00	2020.12	保证	无
诸暨市城东新城建设有限公司	50,000.00	2020.4	保证	无

诸暨市城东新城建设有限公司	250,000.00	2031.12	保证	无
诸暨市高湖建设投资有限公司	50,000.00	2026.6	保证	无
诸暨市国有资产经营有限公司	100,000.00	2023.9	保证	无
诸暨市浣东新农村建设投资有限公司	3,000.00	2020.4	保证	无
诸暨市浣江置业有限公司	6,900.00	2019.3	保证	无
诸暨市浣江置业有限公司	6,900.00	2019.3	保证	无
诸暨市交通基础设施建设有限公司	28,443.00	2019.12	保证	无
诸暨市旅游集团有限公司	7,650.00	2019.3	保证	无
诸暨市旅游集团有限公司	7,650.00	2019.3	保证	无
诸暨市旅游集团有限公司	10,000.00	2019.12	保证	无
诸暨市旅游集团有限公司	2,000.00	2018.8	保证	无
诸暨市旅游集团有限公司	7,800.00	2020.4	保证	无
诸暨市农村发展投资有限公司	50,000.00	2031.1	保证	无
诸暨市农村发展投资有限公司	43,000.00	2023.5	保证	无
诸暨市农村发展投资有限公司	200,000.00	2030.1	保证	无
诸暨市永宁水利投资发展有限公司	10,000.00	2023	保证	无
诸暨市越都投资发展有限公司	50,000.00	2019.1	保证	无
<b>合计</b>	<b>1,086,343.00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 八、评级结论

诸暨市经济实力很强，2017年诸暨市实现地区生产总值1,180.02亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%；地方综合财力为184.48亿元，同比增长10.94%，经济总量和地方综合财力保持稳定增长，为公司发展提供了较好基础。公司主要从事基础设施建设、土地开发整理、自来水销售、管道安装和公交等业务，业务多元化程度高；截至2017年末主要在建基础设施和保障房项目投资总额为341.61亿元，主营业务持续性较好，未来收入来源较有保障；截至2017年末，公司货币资金规模为55.24亿元，规模较大，可为债务的偿还提供一定支撑。同时，公司在资产注入和财政补贴方面继续获得大力支持，资本实力大幅提升。交行绍兴分行提供的流动性支持继续为本期债券的偿付提供了进一步保障。

但我们也关注到，公司资产中其他应收款和存货规模占比较大，其他应收款回款时间存在不确定性，存货主要为代建工程和土地资产，整体资产流动性较弱；2017年，公司经营现金流净流出62.51亿元，规模持续扩大，在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力；公司有息债务规模较大，息税前利润对利息支付的保障程度较弱，仍存在较大偿债压力；截至2017年末，公司对外担保规模为108.63亿元，占期末所有者权益比率为49.77%，被担保单位均为地方国有企业，但无反担保措施，公司存在较大或有负债风险。



基于以上情况，鹏元上调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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	552,381.72	164,751.28	327,609.10
应收账款	4,143.84	24,196.14	58,956.89
预付款项	18,249.02	40,120.23	8,866.74
其他应收款	504,379.57	486,524.29	356,799.60
存货	4,098,704.00	3,221,822.52	2,767,371.22
其他流动资产	2,127.41	552.17	655.66
<b>流动资产合计</b>	<b>5,179,985.56</b>	<b>3,937,966.64</b>	<b>3,520,259.20</b>
可供出售金融资产	148,974.24	57,240.34	58,477.51
长期股权投资	7,060.02	5,187.79	2,202.56
投资性房地产	1,567.36	1,644.17	1,720.98
固定资产	393,109.46	391,887.48	377,575.43
在建工程	71,706.49	57,275.44	61,900.48
无形资产	24,488.89	25,266.16	8,171.78
长期待摊费用	152.73	2,381.06	1,089.64
递延所得税资产	300.71	165.17	215.92
其他非流动资产	3,050.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>650,409.89</b>	<b>541,047.60</b>	<b>511,354.30</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,830,395.45</b>	<b>4,479,014.24</b>	<b>4,031,613.50</b>
短期借款	58,000.00	51,000.00	115,140.00
应付票据	0.00	175.92	17,267.58
应付账款	53,528.78	29,339.42	33,826.23
预收款项	40,889.13	30,500.23	28,934.79
应付职工薪酬	1,400.32	1,105.86	829.80
应交税费	19,846.71	19,189.36	17,291.16
应付利息	19,496.82	19,798.78	5,772.20
其他应付款	629,949.27	391,834.12	427,745.40
一年内到期的非流动负债	256,890.00	272,540.00	335,980.00
<b>流动负债合计</b>	<b>1,080,001.03</b>	<b>815,483.69</b>	<b>982,787.16</b>
长期借款	1,483,662.89	587,484.06	855,134.81
应付债券	180,471.99	274,000.00	246,000.00
长期应付款	648,095.79	895,934.46	206,220.00
专项应付款	248,021.51	338,942.38	334,239.57
递延收益	7,534.04	0.00	0.00
递延所得税负债	37.02	33.55	38.84
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,567,823.25</b>	<b>2,096,394.45</b>	<b>1,641,633.22</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,647,824.28</b>	<b>2,911,878.13</b>	<b>2,624,420.38</b>

实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	1,881,305.22	1,276,060.59	1,143,750.14
其他综合收益	111.07	100.64	116.52
盈余公积	0.00	0.00	11,624.71
未分配利润	250,046.74	238,589.01	231,701.75
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>2,151,463.12</b>	<b>1,534,750.24</b>	<b>1,407,193.12</b>
少数股东权益	31,108.15	32,385.87	0.00
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,182,571.27</b>	<b>1,567,136.11</b>	<b>1,407,193.12</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5,830,395.55</b>	<b>4,479,014.24</b>	<b>4,031,613.50</b>

资料来源：2015-2017年公司审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>一、营业总收入</b>	<b>90,587.97</b>	<b>139,219.60</b>	<b>149,890.13</b>
其中：营业收入	90,587.97	139,219.60	149,890.13
<b>二、营业总成本</b>	<b>130,764.17</b>	<b>157,281.42</b>	<b>149,770.66</b>
其中：营业成本	85,180.32	116,420.17	118,713.69
税金及附加	1,439.82	2,398.81	2,470.51
销售费用	198.98	347.58	452.45
管理费用	23,569.66	22,828.91	16,578.91
财务费用	19,894.50	14,624.32	9,918.89
资产减值损失	480.88	661.63	1,636.21
投资收益	139.14	67.08	20.12
资产处置收益	-25.90	-6.33	0.00
其他收益	53,338.67	0.00	0.00
<b>三、营业利润</b>	<b>13,275.70</b>	<b>-18,001.07</b>	<b>139.59</b>
加：营业外收入	103.34	42,029.65	29,483.57
减：营业外支出	1,835.13	1,250.45	320.88
<b>四、利润总额</b>	<b>11,543.91</b>	<b>22,778.14</b>	<b>29,302.27</b>
减：所得税费用	1,284.42	1,631.25	3,254.57
<b>五、净利润</b>	<b>10,259.49</b>	<b>21,146.89</b>	<b>26,047.71</b>
归属于母公司所有者的净利润	11,537.21	21,379.46	26,047.71
少数股东损益	-1,277.72	-232.57	0.00

资料来源：2015-2017年公司审计报告

### 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	130,655.04	183,510.39	152,626.27
收到其他与经营活动有关的现金	178,756.25	186,549.10	229,708.48
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>309,411.29</b>	<b>370,059.49</b>	<b>382,334.75</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	815,656.40	452,208.91	354,819.73
支付给职工以及为职工支付的现金	14,283.39	11,532.66	11,656.78
支付的各项税费	5,762.08	4,972.55	4,799.57
支付其他与经营活动有关的现金	98,799.96	178,730.94	90,803.71
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>934,501.83</b>	<b>647,445.06</b>	<b>462,079.80</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-625,090.54</b>	<b>-277,385.57</b>	<b>-79,745.05</b>
收回投资收到的现金	0.00	6,761.32	10,000.00
取得投资收益收到的现金	136.91	8.53	19.18
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	79.51	294.00	17.67
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>216.42</b>	<b>7,063.86</b>	<b>10,036.85</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	29,920.87	38,568.06	18,756.04
投资支付的现金	93,590.00	8,472.00	4,916.00
支付其他与投资活动有关的现金	6,700.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>130,210.87</b>	<b>47,040.06</b>	<b>23,672.04</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-129,994.45</b>	<b>-39,976.20</b>	<b>-13,635.19</b>
吸收投资收到的现金	0.00	3,000.00	2,000.00
取得借款收到的现金	1,045,141.48	865,973.48	550,315.24
发行债券收到的现金	0.00	148,200.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	638,444.35	156,047.92	176,558.77
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>1,683,585.83</b>	<b>1,173,221.40</b>	<b>728,874.01</b>
偿还债务支付的现金	254,116.28	739,753.75	425,616.97
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	148,654.12	114,589.67	128,460.09
支付其他与筹资活动有关的现金	138,100.00	62,425.49	123,180.94
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>540,870.40</b>	<b>916,768.91</b>	<b>677,258.01</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,142,715.43</b>	<b>256,452.49</b>	<b>51,616.01</b>
现金及现金等价物净增加额	387,633.43	-60,909.29	-41,764.24
加：期初现金及现金等价物余额	164,751.28	225,660.57	267,424.81
期末现金及现金等价物余额	552,384.72	164,751.28	225,660.57

资料来源：2015-2017年公司审计报告



## 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	10,259.49	21,146.89	26,047.71
加：资产减值准备	480.88	661.63	1,636.21
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16,313.85	15,999.49	14,225.99
无形资产摊销	1,250.24	844.38	636.75
长期待摊费用摊销	700.33	508.57	19.70
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	25.90	5.88	0.00
固定资产报废损失	0.00	0.45	215.19
财务费用	23,118.10	15,438.27	10,927.47
投资损失	-139.14	-67.08	-20.12
递延所得税资产减少	-135.54	50.75	-79.11
存货的减少	-941,297.71	-354,842.01	-292,693.04
经营性应收项目的减少	31,199.42	-26,410.01	55,766.64
经营性应付项目的增加	233,133.64	49,277.21	103,343.00
经营活动产生的现金流量净额	-625,090.54	-277,385.57	-79,745.05

资料来源：2015-2017年公司审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	2,627,120.67	2,081,134.44	1,775,742.39
综合毛利率	5.97%	16.38%	20.80%
资产负债率	62.57%	65.01%	65.10%
流动比率	4.80	4.83	3.58
速动比率	1.00	0.88	0.77
产权比率	167.13%	185.81%	186.50%
EBITDA（万元）	52,777.80	55,568.85	55,112.18
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.48	0.43
有息债务/EBITDA	49.78	37.45	32.22

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至 2017 年末纳入公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
诸暨市交通投资集团有限公司	公路和公路配套服务设施的建设、经营	100%		划入
诸暨市交通物流有限公司	货运站(场)经营		100%	划入
诸暨市公共交通有限公司	城市公共客运		100%	划入
诸暨市公共交通站场管理有限公司	公交站场经营管理服务		100%	划入
诸暨市交通传媒有限公司	设计、制作、发布、代理各类广告		100%	划入
诸暨市越盛公路养护工程有限公司	公路养护		100%	划入
诸暨市越达公共交通有限公司	客运公交		100%	划入
诸暨市经济开发总公司	开发区基础设施投资	100%		划入
诸暨市新城物业管理有限公司	物业管理		100%	划入
诸暨市望云建设开发有限公司	城市基础设施建设投资		100%	划入
诸暨市水务集团有限公司	制水、供水、污水处理	100%		划入
诸暨市水业经营发展有限公司	水业技术研究开发、自来水销售		100%	划入
诸暨市水业建设工程有限公司	水道工程安装及维修服务		100%	划入
浣江水务股份有限公司	供水, 供水设施维修、安装		100%	划入
诸暨市润泽生态农业有限公司	种植销售		100%	划入
诸暨市水业技术检测有限公司	水质检测服务		100%	划入
诸暨市水利投资发展有限公司	水利基础设施投资	100%		划入
诸暨市兴城实业投资有限公司	实业投资与资产管理	100%		设立
诸暨市永兴房屋拆迁服务有限公司	房屋拆迁服务	100%		同一控制企业合并
诸暨市绿色园林有限公司	园林绿化规划设计、建设工程承接	100%		同一控制企业合并
诸暨市畅达建设工程有限公司	市政工程建设 养护管理	100%		同一控制企业合并
诸暨市城市广场物业管理有限公司	广场日常维护、场地出租	100%		同一控制企业合并
诸暨市污水管网有限公司	污水收集系统建设、维护、管理	100%		同一控制企业合并
诸暨市暨阳排水管理有限公司	制水、供水		70%	同一控制企业合并
诸暨市浣纱小城镇建设投资有限公司	小城镇项目建设投资	100%		设立
诸暨经开创融投资有限公司	实业投资、股权投资		100%	设立
诸暨创加投资有限公司	实业投资、股权投资		100%	设立
诸暨创合投资有限公司	实业投资、股权投资		100%	设立
诸暨经开天使股权投资基金有限公	股权投资、投资管理		100%	设立

司				
诸暨经开创融种子股权投资基金有限公司	股权投资、投资管理		100%	设立
诸暨创护投资有限公司	实业投资、股权投资		100%	设立
诸暨创发股权投资基金有限公司	股权投资、投资管理		100%	设立
诸暨创融天使股权投资基金有限公司	股权投资、投资管理		100%	设立
诸暨勒辅生物科技有限公司	生物技术的研发开发, 技术成果转化		55%	设立

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

## 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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+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	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+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。