

浙江省新昌县投资发展集团有限公司
及其发行的 14 新昌债 01 与 14 新昌债 02
跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100702】

评级对象: 浙江省新昌县投资发展集团有限公司及其发行的 14 新昌债 01 与 14 新昌债 02

	14 新昌债 01	14 新昌债 02
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AA/稳定/AAA/2017 年 6 月 20 日	AA/稳定/AAA/2017 年 6 月 20 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2014 年 10 月 10 日	AA+/稳定/AA+/2014 年 12 月 23 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	5.61	4.81	7.52
刚性债务	27.11	22.20	24.11
所有者权益	21.06	30.42	31.51
经营性现金净流入量	0.53	4.38	24.48
发行人合并数据及指标:			
总资产	204.17	287.33	439.64
总负债	139.34	197.69	280.46
刚性债务	92.02	147.69	215.62
所有者权益	64.84	89.64	159.17
营业收入	5.52	7.16	16.87
净利润	0.76	0.78	1.62
经营性现金净流入量	-2.41	-26.46	-62.10
EBITDA	4.40	5.13	5.25
资产负债率[%]	68.24	68.80	63.79
长短期债务比[%]	121.69	193.46	219.37
权益资本与刚性债务比率[%]	70.46	60.70	73.82
流动比率[%]	267.16	294.63	338.66
现金比率[%]	52.04	51.03	48.39
利息保障倍数[倍]	1.07	0.52	0.43
EBITDA/利息支出[倍]	1.30	0.63	0.53
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	0.03
担保方数据:			
总资产	104.06	130.47	191.65
所有者权益	63.86	66.64	100.29
担保余额	1710.66	1873.82	1263.98
担保放大倍数[倍]	26.79	28.12	12.60

注: 发行人数据根据新昌投资经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中投保公司经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

分析师

刘道恒 ldh@shxsj.com
刘玥辰 lyc@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对浙江省新昌县投资发展集团有限公司(简称新昌投资、发行人、该公司或公司)及其发行的 14 新昌债 01 与 14 新昌债 02 的跟踪评级反映了 2017 年新昌投资在区域经济、资本注入、货币资金存量及担保增信等方面保持优势,同时也反映了公司在债务规模、现金缺口及或有风险等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域经济持续发展。**跟踪期内,新昌县支柱产业仍保有较强竞争力,地方经济稳步发展,为新昌投资各项业务的开展奠定了良好的基础。
- **政府资本注入。**跟踪期内,新昌县政府向新昌投资注入货币资金、股权和资产,新昌投资资本实力明显提升。
- **货币资金存量较为充裕。**跟踪期内,新昌投资存量货币资金仍然充裕,同时债务结构仍然较为合理,公司即期偿债风险仍然可控。
- **担保增信。**14 新昌债 01 和 14 新昌债 02 均由中国投融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,对债券偿付提供了有效的保障。

主要风险:

- **债务规模持续增加。**跟踪期内,新昌投资债务规模继续攀升,财务杠杆维持在较高水平。且新昌投资债务以有息债务为主,利息和偿债压力不断加大。
- **现金缺口较大。**新昌投资承担了较多建设任务,在建项目规模不断扩大,非筹资性现金存在较大缺口,对筹资性现金流依赖较高。



- **或有风险。**跟踪期内，新昌投资对外担保规模持续增长，担保比率已达到较高水平，且集中度较高，有一定代偿风险。

➤ 未来展望

通过对新昌投资及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江省新昌县投资发展集团有限公司
及其发行的 14 新昌债 01 与 14 新昌债 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年第一期浙江省新昌县投资发展集团有限公司公司债券和 2014 年第二期浙江省新昌县投资发展集团有限公司公司债券（分别简称“14 新昌债 01”和“14 新昌债 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据新昌投资提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对新昌投资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会（发改财金[2014]2136 号文）批准，该公司分别于 2014 年 10 月和 12 月发行了两期企业债券（14 新昌债 01 和 14 新昌债 02）。其中，14 新昌债 01 发行规模为 6 亿元，票面利率为 5.88%；14 新昌债 02 发行规模为 6 亿元，票面利率为 6.95%；目前上述两期债券已兑付本金 2.40 亿元，待偿余额 9.60 亿元。上述两期企业债券募集资金全部用于高新园区南岩五四区域道路配套建设工程、七星新区路网建设工程、工业园区大集聚区块基础设施建设工程、鼓山西路北侧地块拆迁安置房建设工程、秀洲至路桥公路新昌梅渚至澄潭段改建工程等五个重点投资项目，项目总投资 22.24 亿元，本期债券募集资金占项目总投资额的 53.96%。截至 2017 年末募投项目已完工。

截至本评级报告出具日，该公司所有待偿还债券本金余额共 24.40 亿元，还本付息正常。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
13 新昌债	12.00	7	6.60	2013-04-24	已到期兑付 7.20 亿元
14 新昌债 01	6.00	7	5.88	2014-10-29	已到期兑付 1.20 亿元
14 新昌债 02	6.00	7	6.95	2014-12-30	已到期兑付 1.20 亿元
15 新交券 01	2.00	3	8.00	2015-07-03	未到期
15 新交券 02	1.00	3	7.00	2015-09-24	未到期
18 新昌 01	7.00	5	7.45	2018-04-16	未到期

资料来源：WIND

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，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。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，

金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，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 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严

重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 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，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理，强调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其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看

则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

跟踪期内，新昌县经济持续发展，产业结构持续调整，固定资产投资保持较高增速。

新昌地处浙江省东部，隶属绍兴市，东临宁波、南接台州、西连金华、北通杭州，是浙东陆上交通枢纽和浙江实施“四小时经济圈战略”的重要组成部分。2017年新昌县经济持续发展，实现地区生产总值393.21亿元，同比增长7.6%，增幅比上年增加1.1个百分点；其中第一产业增加值22.57亿元，同比增长2.2%；第二产业增加值191.46亿元，同比增长8.5%；第三产业增加值179.18亿元，同比增长7.2%；三次产业结构由去年的5.9:51.5:42.6调整为5.7:48.7:45.6；全县人均生产总值为9.02万元（按户籍人口计算）。

新昌县在工业发展上具备的较为明显的优势，系中国轴承之乡、全国医药强县、纺机基地、冷配大县和汽车零部件生产基地，也是全国科技进步示范县，国家科技兴贸（生物医药）基地、国家火炬计划医药产业基地县。2017年新昌县实现工业增加值176.70亿元，同比增长8.2%。规模工业企业实现主营业务收入443.26亿元，同比增长15.5%，实现利润54.61亿元，同比下降1.1%；其中汽车制造业实现利润5.33亿元，同比增长3.5%；通用设备制造业实现利润16.66亿元，同比增长7.6%；医药制造业实现利润21.11亿元，同比下降12.7%。双新产业发展态势良好，2017年新昌县高新技术产业增加值84.50亿元，占规模工业增加值比重81.1%；新兴产业产值130.97亿元，占规模以上工业总产值的比重29.6%。

此外，文化旅游、商业贸易等产业未来在新昌县也具有较大的发展潜力。新昌县是中国山水诗、山水画的发祥地，也是浙东“唐诗之路、佛教之旅、茶道之源”的主要发源地，生态环境良好，旅游资源丰富。2017年新昌县共接待国内外游客1396.65万人次，较上年增长17.8%；全年旅游总收入120.87亿元，同比增长18.8%。

2017年新昌县固定资产投资保持较高增速，全年完成固定资产投资185.64亿元，较上年增长18.9%，其中第二产业投资73.89亿元，增长10.7%；第三产业投资111.75亿元，增长25.3%。2017年基础设施投资57.57亿元，较上年增加32.7%。房地产开发方面，新昌县2017年完成房地产开发投资43.89亿元，较上年增长16.0%；房地产开发施工面积238.29万平方米，较上年减少7.5%，其中本年新开工面积75.82万平方米，较上年增长23.8%；商品房竣工面积51.58万平方米，较上年下降45.5%；商品房销售面积76.10万平方米，较上年增长30.2%。2017年末商品房待售面积26.97万平方米，比上年末下降45.0%。

2. 业务运营

跟踪期内,该公司仍为新昌县主要的城市基础设施建设和土地一级开发主体,水务、旅游、交通等业务平稳发展。受益于土地出让增加,公司营业收入大幅增长,后续软寸水库投入运营,预计还会对公司业绩形成一定拉动。

跟踪期内,该公司主要业务仍为城市基础设施建设、水务、土地一级开发、旅游、交通等,收入主要包括土地开发收入、自来水和污水费收入、客货运收入、市场开发收入、旅游开发收入和工程业务收入等,其中土地一级开发收入是公司主要的收入来源。受益于2017年土地开发业务收入大幅增长,当年实现营业收入16.66亿元,较上年大幅增长137.01%,其中土地一级开发、工程代建、工程结算和旅游门票服务收入分别占比53.18%、18.64%、5.39%和5.87%;实现毛利1.57亿元,较上年增长140.42%。

(1) 土地一级开发

该公司土地一级开发业务收入实现方式仍为新昌县国土资源局将土地出让后收到的地价款首先支付相关税费,其余款项上交新昌县财政局,再由新昌县财政局根据财政预算提留后,剩余款项返还公司。

该公司土地开发业务的经营方式仍为运用自有资金、县财政拨付的土地开发建设和银行融资贷款,对所需的工业土地和商住综合用地进行一级开发,主要包括对土地实施征用、拆迁及进行基础设施建设和配套设施建设。受益于土地出让大幅增加,2017年公司实现土地开发收入8.86亿元,较上年增加7.73亿元,毛利率为7.40%。截至2017年末,公司存货中拥有已开发完成待出让土地账面价值147.39亿元,变现能力较大程度受制于土地出让进度。

此外,该公司拥有部分政府注入土地,主要类型为商住用地,2017年末面积合计79万平方米,账面价值11.33亿元,其中0.74亿元已抵押。

(2) 基础设施建设

该公司的城市基础设施建设业务仍主要依托各子公司开展,不同子公司各有分工。2016年政府向公司注入的城建公司,也承担部分基础设施建设业务,运营模式与其他子公司基本一致。其中对于道路、景观等公益类项目,公司完成项目建设后,由县政府根据回购协议安排资金统一回购,公司获取工程结算收入。

该公司基础设施建设业务收入分为两块,一是项目代建收入,2017年为3.11亿元,较上年大幅增加94.09%,主要受项目竣工集中结转影响,当年毛利率仅为6.36%,较上年下降6.32个百分点。二是施工业务收入,由公司下属的施工单位负责,主要是承接市政项目,随工程结算进度波动,2017年公司工程结算收入为8985.32万元,较上年增长12.08%,毛利率为6.36%,与上年基本持平。截至2017年末,公司主要基础设施建设项目已投资50.32亿元。

由于该公司承担了大量基础设施建设任务,相关业务盈利空间有限,且存在大量融资成本,新昌县政府给予了公司财政补贴等方面的支持,2017年公司收到财政补贴3.66亿元。

(3) 其他业务

该公司旅游业务由新昌县风景旅游发展有限公司负责经营，目前旗下拥有大佛寺、十九峰和沃舟湖三大景区。新昌县作为绍兴市唯一一家入围的国家全域旅游示范区创建单位，于 2017 年 7 月 7 日出台了新一轮旅游扶持政策《关于加快推进全域旅游发展的政策意见》（新委办[2017]59 号），大力推进旅游业发展，2017 年新昌县旅游业增长情况较好。受益于此，2017 年公司实现旅游销售收入 9781.27 万元，较上年增加 1.96 倍。

该公司水务业务主要由子公司新昌县水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责。水务集团全面负责新昌城区内供水、制水、排水任务，供水量占城区规划区内供水量的 100%。2017 年公司实现供水量 3247 万吨，服务人口 26 万人，供水均价为 1.85 元/吨，实现自来水销售收入 6039.99 万元；公司处理污水约 2400 吨，实现污水处理收入 3897.96 万元。跟踪期内，钟山水厂和嵊新污水厂扩建项目逐步推进，未来自来水销售和污水处理收入或将有所提升。此外，2016 年拨入的钦寸水库工程项目持续建设。钦寸水库工程是《浙江省水资源保护和开发利用总体规划》和《钱塘江河口水资源配置规划》确定实现浙东地区水资源优化配置的重点水源工程，建设总投资 91.79 亿元，其中征地移民安置补偿投资 38.21 亿元，水库工程投资 53.58 亿元，2017 年末水库已累计投资 57.56 亿元，并已开始试运营。目前水库已蓄水至 89.2 米，相应库容 1.09 亿立方米，计划 2018 年大坝主体工程完工验收并推进水利风景区建设。

该公司的市场经营（物业出租）业务主要由子公司新昌发展有限公司负责运营，在实现资产的保值增值的同时，提高公司中长期现金持续回笼能力。2017 年末公司可供出租物业面积合计 5.50 万平方米，物业类型主要以羊毛衫市场、农贸市场和新昌商城等商业物业为主，2017 年平均出租率达 99% 左右，全年物业出租业务实现收入 3887.14 万元。

该公司长途客运业务主要由子公司新昌县汽车运输有限责任公司（以下简称“客运公司”）负责。截至 2017 年末，客运公司拥有 3 个公用型客运车站，各类营运车辆 36 辆（特指客运班车），总车座 1288 座。当年客运公司日发客运班次 140 次，营运线 37 条，辐射国内 37 个县市。2017 年公司实现客运收入 7342.61 万元。

2017 年，该公司子公司新昌兴财担保有限公司（以下简称“兴财担保”）73.54% 股权划转至新昌县国有资产投资经营公司，因此当年未有担保服务收入，兴财担保净利润按少数股东持股比例确认为归属于少数股东的损益。

管理

跟踪期内，该公司名称变更，控股股东变更为新昌县国有资产监督管理委员会办公室，实际控制人仍为新昌县人民政府。公司高管人员发生一定变化，属正常人事调动。

2017 年 5 月，该公司名称由“浙江省新昌县投资发展有限公司”变更为“浙江省新昌县投资发展集团有限公司”；2018 年 3 月，公司控股股东由新昌县国有资产投资经营公司（简称“国资公司”）变更为新昌县国有资产监督管理委员会办公室（简称“新

昌县国资委办公室”)，持股比例为 100%；股权变更后实际控制人未有变化，仍为新昌县人民政府。

跟踪期内，该公司法人代表人及董事长陈飞翔、总经理及董事周宁因人事调动不再担任上述职务，由李大春担任董事长兼总经理、法定代表人职务。李大春历任新昌县财政局预算执行局局长、预算局局长，于 2017 年 11 月出任现职务。

跟踪期内，该公司法人治理结构及管理制度、机构设置等方面未发生重大变化。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，该公司不存在异常情况。根据公司 2018 年 6 月 5 日的《企业基本信用信息报告》，公司本部无不良信贷记录。

财务

跟踪期内，该公司获得政府资本注入，资本实力显著提升。但公司经营和投资现金缺口仍较大，刚性债务规模持续增加，仍面临一定投融资压力，且对外担保余额持续增长，代偿风险持续加大。公司在持货币资金较为充裕，能够为即期偿付提供一定支撑。

1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

2017 年，新昌县人民政府将新昌县产业投资发展有限公司（简称“产业投资公司”）100% 股权由新昌县国有资产投资经营公司划转至该公司，合并范围增加 1 家子公司，合并日产业投资公司净资产为 1.67 亿元。同期，新昌县人民政府将公司持有的兴财担保 73.54% 股权和新昌县启辰物资有限公司（简称“启辰物资”）100% 股权无偿划转至国资公司，合并范围内减少 2 家子公司。截至 2017 年末，公司合并范围内子公司 49 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2017 年末该公司所有者权益为 159.17 亿元，较上年末增加 77.57%，增量主要来自资本公积，资本公积较上年末增加 67.65 亿元至 126.04 亿元。2017 年，新昌县政府向公司注入产业投资公司股权，净资产增加资本公积 1.67 亿元；新昌县人民政府将砂石资源 36.68 亿元划入公司，相应增加资本公积；公司当年获得债务置换 10.13 亿元和财

政拨款 22.35 亿元计入资本公积；此外，兴财担保和启辰物资股权划出合计减少资本公积 0.64 亿元；土地资产 1.77 亿元划出，相应减少资本公积。

该公司 2017 年末的负债总额为 280.46 亿元，同比增加 41.87%，增量主要来自刚性债务，年末刚性债务较上年末增加 67.93 亿元至 215.62 亿元。当年末公司刚性债务主要包括短期借款 9.89 亿元、一年内到期的非流动负债 16.59 亿元、长期借款 161.82 亿元、应付债券 19.21 亿元¹和长期应付款 7.60 亿元²。公司刚性债务规模增幅较大主要系土地开发和项目建设的资金需求较大所致，偿付来源主要是政府的土地出让收入返还和项目回购款。此外，年末公司其他应付款余额 56.04 亿元，较上年末增加 50.03%，主要仍系与新昌县其他企事业单位的往来款。

截至 2017 年末，该公司对外提供担保余额为 55.24 亿元，其中关联担保余额为 8.82 亿元，非关联担保余额为 46.42 亿元，担保对象主要系新昌县县属企事业单位，担保比率 34.70%，存在代偿风险。

(2) 现金流分析

2017 年该公司营业收入大幅增加，但经营收现情况一般，营收现金率 86.86%，较上年下降 22.37 个百分点，同时公司项目建设及土地开发规模持续加大，主营业务现金缺口较大，为 90.84 亿元；经营性现金往来金额较大，2017 年其他经营活动现金净流入 30.97 亿元，一定程度上缓解了主营现金流缺口，经营活动现金净流出 62.10 亿元。由于基础设施代建及钦寸水库等在建项目投入较大，2017 年度公司投资性现金净流出 15.10 亿元。当年公司非筹资性现金缺口较大，公司获得货币资金注入，且融资规模持续大幅增长，筹资性现金净流入 89.58 亿元，现金收支得以平衡。

(3) 资产质量分析

2017 年末，该公司资产总额较上年大幅增加 53.01 %至 439.64 亿元。公司资产仍以流动资产为主，占比 67.65 %。流动资产主要集中于货币资金、预付账款、其他应收款和存货，年末余额分别为 41.65 亿元、17.18 亿元、23.45 亿元和 209.76 亿元。其中预付账款较上年末增加 16.18 亿元，主要系向新昌县下属政府机构预付的拆迁款项；其他应收款主要由公司与其他新昌县属机构的往来款项构成，跟踪期内下降 13.92%；当年末公司存货仍主要系公司开发整理的和政府拨入的土地资产以及基础设施建设成本，基础设施建设和开发的土地成本不断增加，存货的资金回笼能力更多依赖于基础设施建设回购和土地出让的进度。年末公司货币资金存量 41.65 亿元，较上年末增加 21.17%，其中可动用货币资金余额为 36.79 亿元，能够为即期偿付提供支撑。

2017 年末该公司非流动资产为 142.23 亿元，较上年末增加 60.08 %，构成以投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产为主，增量来自在建工程投入及无形资产。其中投资性房地产余额未发生变化，仍为 10.02 亿元，主要以公司目前正在经营的物业为主；固定资产为 9.19 亿元，主要仍系房屋建筑物等资产；在建工程较上年增加 11.10 亿

¹ 包含两期债权投资计划合计 6.50 亿元，以及资产收益权融资产品 0.71 亿元。

² 主要系中银资产管理有限公司（简称“中银资管”）应付款，公司与中银资管合伙设立新昌县创富投资合伙企业（有限合伙）（简称“创富投资”），并与中银资管签订合同，于 2020-2022 年分期受让中银资管持有创富投资的所有股权。创富投资资金投入公司项目建设，中银资管投资实际系公司的负债。

元至 69.20 亿元，增量主要系钦寸水库工程投入增加；无形资产由 3.91 亿元增至 40.60 亿元，主要系注入的沙石资源。

（4）流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 338.66% 和 80.24%，账面流动性指标尚可。但公司盈利仍对来自政府的财政补贴依赖度高，非筹资性现金缺口仍较大，对筹资性现金依赖较大，且年末公司流动资产中开发土地和基础设施占比很高，还存在大规模的资金占款，流动性一般。但公司债务期限结构尚可，现金存量较大，2017 年末为 41.65 亿元，现金比率为 48.39%，可动用货币资金 36.79 亿元，短期偿债风险尚可控。

截至 2017 年末，该公司资产总额中受限资产账面价值合计为 16.51 亿元，占总资产比例为 3.75%，受限资产主要是用于抵押的土地使用权、房产和质押的定期存单等。

3. 公司盈利能力

受益于营业收入大幅增长，2017 年该公司实现营业毛利 1.57 亿元，较上年增加 140.42%。其中土地开发、旅游门票服务、工程代建和工程结算业务毛利贡献率分别为 41.69%、35.06%、12.56% 和 12.96%。当年公司期间费用持续增加，为 3.42 亿元。其中，财务费用较上年增加 70.33% 至 1.32 亿元，主要由于利息资本化减少；由于子公司持续增加，公司管理费用持续增加至 2.00 亿元，销售费用有所减少，为 0.10 亿元。同期，公司获得政府补贴收入 3.66 亿元计入其他收益，实现净利润 1.62 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍为新昌县主要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，水务、旅游、交通等业务平稳发展。受益于土地出让增加，公司营业收入大幅增长；钦寸水库试运营，预计拉动公司业绩增长。基建投入不断加大，公司持续维持很大融资规模。但公司获得政府资本及资产注入，资本实力显著提升；在持货币资金较为充裕，仍能够为即期偿付提供一定支撑。

2. 外部支持因素

该公司为新昌县主要的基础设施和土地开发主体，能够获得新昌县政府较大的支持，自成立以来多次对公司进行资产注入、货币增资和给予财政补贴。此外，截至 2017 年末，公司获得银行授信 245.76 亿元，其中未使用授信 58.75 亿元，具有一定财务弹性。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

本期债券由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中投保公司是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于1993年，初始注册资本5亿元。2006年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384号《关于国家开发投资公司和中國投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保公司并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至30亿元。2010年9月以来，中投保公司引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至45.00亿元。2015年8月，中投保公司整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015年12月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134号文件批准，中投保公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至2017年末，中投保公司注册资本为45.00亿元，国家开发投资公司为其控股股东。

图表 2. 截至 2017 年末中投保公司股权结构

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
1	国家开发投资公司	212383.35	47.20
2	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	58095.55	12.91
3	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	50130.00	11.14
4	CDH Guardian (China) Limited	44999.95	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	34269.20	7.62
6	金石投资有限公司	19045.80	4.23
7	国投创新（北京）投资基金有限公司	7785.45	1.73
8	北京环球银证投资有限公司	5707.70	1.27
9	宁波中车一期股权投资合伙企业(有限合伙)	4000.00	0.89
10	上海义信投资管理有限公司	3906.90	0.87
合计：		440323.90	97.86

资料来源：中投保公司

截至2017年末，中投保公司经审计的合并口径资产总额为191.65亿元，净资产为100.29亿元；当年实现营业收入316.66亿元，其中担保业务净收入6.49亿元，投资收益9.69亿元，净利润6.85亿元。2017年中投保公司担保业务发生额为168.30亿元；当年末在保余额（不含受托类担保业务）为1263.98亿元。

中投保公司法人治理结构较完整，内部组织机构设置合理，各项管理制度逐步完善，实现了规范化、制度化管理。近年来中投保公司不断加强风险管理体系的建设和优化，

³ 营业收入包含已赚保费、投资收益、公允价值变动收益、汇兑损益和其他业务收入。

已建立了较为完善的信用风险管理体系，并在审查、审批和保后等环节对客户信用风险进行全程监督和控制。随着担保创新业务的不断拓展以及投资业务种类的增加，中投保公司仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保公司提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

2. 银行流动性贷款支持

该公司与中国工商银行股份有限公司新昌支行就本期债券签订了《流动性贷款支持协议》：本期债券存续期内，当发行人对本期债券利息支付和/或本金兑付发生临时资金流动性不足时，中国工商银行股份有限公司新昌支行承诺在每次付息日和/或本金兑付日前 10 个工作日给予发行人不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决发行人本期债券本息偿付困难。

跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，该公司股权划转至新昌县国资委办公室，成为国资委下属一级子公司，但实际控制人未发生调整，业绩范围及运作模式保持稳定。跟踪期内，受益于土地出让增加，公司营业收入大幅增长，盈利能力有所提升，但对政府补贴仍有一定依赖。跟踪期内，新昌县政府向公司注入股权、资产和货币资金计入资本公积，公司资本实力显著增强。公司债务规模仍持续增长，但债务结构表现合理，且公司存量货币资金充裕，即期偿债风险可控。中投保为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，以及中国工商银行流动性贷款支持仍持续有效。

本评级机构仍将持续关注：（1）新昌县经济发展情况和新昌县政府对该公司支持；（2）新昌县土地市场波动对公司经营产生的影响；（3）公司负债总额的持续增长产生的偿债压力；（4）公司现金流平衡情况；（5）钦寸水库工程投资进度以及投产后运营情况；（6）公司对外担保情况；（7）本期债券担保方的经营与财务情况以及对本期债券的担保效力等。

附录一：

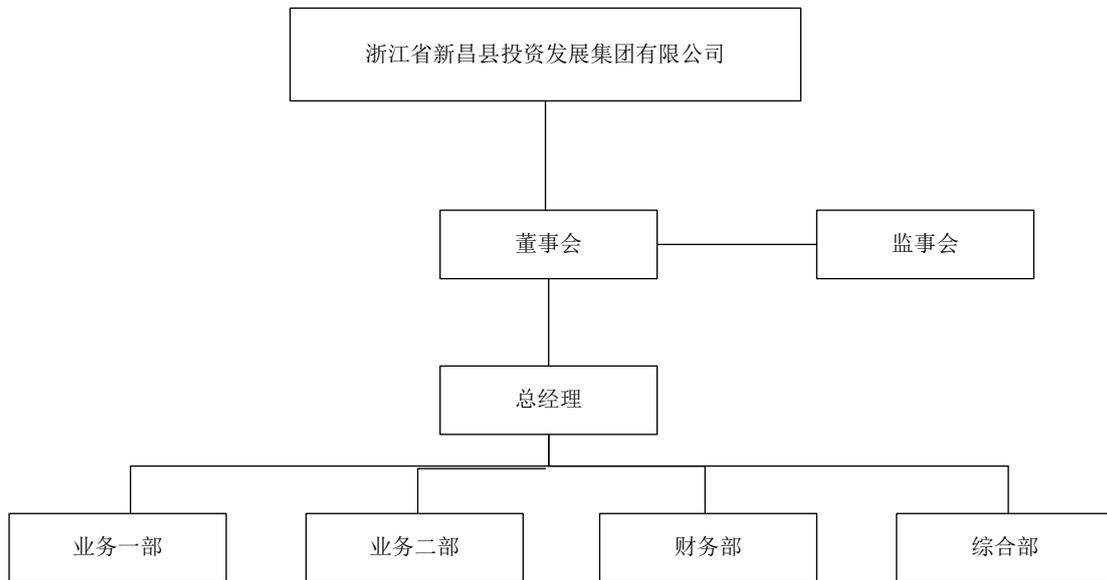
公司与实际控制人关系图



注：根据新昌投资提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据新昌投资提供的资料绘制（截至 2017 年末）



附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	204.17	287.33	439.64
货币资金 [亿元]	32.71	34.37	41.65
刚性债务[亿元]	92.02	147.69	215.62
所有者权益 [亿元]	64.84	89.64	159.17
营业收入[亿元]	5.52	7.16	16.87
净利润 [亿元]	0.76	0.78	1.62
EBITDA[亿元]	4.40	5.13	5.25
经营性现金净流入量[亿元]	-2.41	-26.46	-62.10
投资性现金净流入量[亿元]	-3.64	-9.36	-15.10
资产负债率[%]	68.24	68.80	63.79
长短期债务比[%]	121.69	193.46	219.37
权益资本与刚性债务比率[%]	70.46	60.70	73.82
流动比率[%]	267.16	294.63	338.66
速动比率 [%]	93.21	95.12	80.24
现金比率[%]	52.04	51.03	48.39
利息保障倍数[倍]	1.07	0.52	0.43
有形净值债务率[%]	228.08	231.23	237.64
担保比率[%]	—	31.12	34.70
毛利率[%]	9.42	8.99	9.14
营业利润率[%]	-69.38	-36.50	11.77
总资产报酬率[%]	1.89	1.74	1.17
净资产收益率[%]	1.18	1.01	1.30
净资产收益率*[%]	1.23	1.10	1.43
营业收入现金率[%]	112.23	109.23	86.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.72	-40.64	-80.04
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.90	-15.70	-25.98
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-9.35	-55.02	-99.49
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.77	-21.26	-32.29
EBITDA/利息支出[倍]	1.30	0.63	0.53
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	0.03

注：表中数据依据新昌投资经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：
担保方主要财务数据及指标表

项目	2015年	2016年	2017年
财务数据与指标：			
注册资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	63.86	66.64	100.29
总资产（亿元）	104.06	130.47	191.65
风险准备金（亿元）	15.95	14.96	14.48
担保业务收入（亿元）	7.04	6.81	6.49
营业利润（亿元）	7.59	8.14	8.92
净利润（亿元）	6.03	5.99	6.85
营业利润率（%）	105.56	114.88	126.34
平均资本回报率（%）	9.55	10.40	8.27
担保责任放大倍数（倍）	26.79	28.12	12.60
风险调整融资性担保放大倍数（倍）	4.45	4.06	2.39
资本充足率（%）	3.73	3.56	7.93
代偿保障率（%）	26.24	46.53	13.91
现金类资产比率（%）	17.31	16.81	8.58
担保业务：			
担保发生额（亿元）	958.11	554.22	168.30
担保责任余额(亿元)	1710.66	1873.82	1263.98
当期担保代偿率（%）	0.008	0.15	0.07
累计担保代偿率（%）	1.29	0.11	0.10
代偿回收率（%）	46.91	45.59	54.64
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注：表中数据依据中投保公司经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。