

浙江国兴投资集团有限公司 14 临安城建债

## 跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100811】

**评级对象： 2014年临安市城建发展有限公司公司债券**

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪：</b>	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	2019年6月28日
<b>前次跟踪：</b>	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	2018年5月16日
<b>首次评级：</b>	AA	稳定	AA	2014年3月25日

### 主要财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
<b>母公司数据：</b>				
货币资金	2.97	24.66	5.99	3.95
刚性债务	53.56	75.41	55.32	61.92
所有者权益	67.32	78.51	81.62	82.10
经营性现金净流入量	-8.59	16.32	-6.87	-7.85
<b>合并数据及指标：</b>				
总资产	180.75	219.76	196.08	200.23
总负债	99.81	124.41	97.16	100.74
刚性债务	83.22	102.40	71.04	76.56
所有者权益	80.95	95.35	98.92	99.50
营业收入	21.91	24.84	21.82	3.63
净利润	3.22	4.59	3.26	0.45
经营性现金净流入量	-2.67	6.16	2.45	-6.78
EBITDA	7.62	9.60	7.79	—
资产负债率[%]	55.22	56.61	49.55	50.31
长短期债务比[%]	224.72	150.38	175.71	214.01
权益资本与刚性债务比率[%]	97.27	93.11	139.26	129.96
流动比率[%]	417.14	319.32	466.63	523.74
现金比率[%]	51.83	75.70	55.90	53.31
利息保障倍数[倍]	1.57	1.50	1.30	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.67	1.58	1.29	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.09	—

注：2016-2017年发行人数据根据国兴集团经审计的2015-2017年三年连审审计报告财务数据整理计算；2018年及2019年第一季度发行人数据根据2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算

### 分析师

钟士芹 zsq@shxsj.com  
吴梦琦 wmq@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”）对浙江国兴投资集团有限公司（简称“国兴集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的14临安城建债的跟踪评级反映了2018年以来国兴集团在外部环境及业务地位等方面保持优势，同时也反映了公司在项目回款、投融资压力及资金占用等方面继续面临压力。

#### 主要优势：

- **较好的外部环境。**跟踪期内，临安区经济保持较快增长，可为国兴集团业务开展提供较好的外部环境。
- **业务地位较重要。**跟踪期内，国兴集团仍是临安区主要的基础设施建设主体，在临安区基础设施项目、保障房建设等方面发挥较重要的作用，可持续获得政府在财政补贴等方面的支持。
- **债务负担有所减轻。**跟踪期内，国兴集团以土地资产置换政府债务，刚性债务显著缩减，债务负担有所减轻。

#### 主要风险：

- **项目回款风险。**国兴集团部分基建项目资金平衡主要依赖于土地出让，跟踪期内，公司整理的土地未实现出让，土地出让进度易受政府出让安排及房地产市场行情等因素影响，变现存在不确定性。
- **投融资压力。**国兴集团已因基础设施建设累积了一定刚性债务偿付压力，而后续公司在保障房建设等方面投资需求较大，面临一定投融资压力。
- **资金占用风险。**跟踪期内，国兴集团应收临安区其他区属单位往来款规模仍较大，对公司资金形成占用。

➤ 未来展望

通过对国兴集团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<sup>+</sup> 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很高，并维持上述债券 AA<sup>+</sup> 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 浙江国兴投资集团有限公司 14 临安城建债

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2014 年临安市城建发展有限公司<sup>1</sup>公司债券（简称“14 临安城建债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据国兴集团提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对国兴集团的财务状况、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〕1353 号文件批准，该公司于 2014 年 8 月公开发行 7 年期 10 亿元的公司债券，目前本期债券尚未到期，付息情况正常。本期债券募集资金计划用于临安市城东钱锦花园（安置房）项目（简称“临安市城东保障房项目”）、锦桥区块棚户区改造及综合配套工程（简称“锦桥区块棚户区改造工程”）、临安市沙地区块棚户区有机更新项目（简称“沙地区块棚户区项目”）三个项目的建设。截至目前，本期债券募集资金已全部用于募投项目建设。

**图表 1. 截至 2018 年末本期债券募投项目进度**

项目名称	概算总投资	已投资	拟使用募集资金	已使用募集资金	进度介绍
临安市城东保障房项目	10.02	10.31	3.50	3.50	已完结
锦桥区块棚户区改造工程	9.25	7.63	3.30	3.30	安置房项目完工，部分配套工程还在建设，整体工程进度超过 80%
沙地区块棚户区项目	8.74	5.91	3.20	3.20	完成部分房屋主体建设

资料来源：国兴集团

该公司于 2009 年起拓展债券融资渠道，以调整债务结构、控制财务成本。截至 2019 年 6 月 23 日，公司待偿债券本金余额 29.00 亿元。

**图表 2. 截至 2019 年 6 月 23 日公司存续债券概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	待偿本金余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间
14 临安城建债	10.00	6.00	7 年	6.94	2014 年 7 月
18 国兴 01	10.00	10.00	3+2 年	6.70	2018 年 8 月
19 国兴投资 MTN001	5.00	5.00	3 年	4.01	2019 年 1 月
19 国兴债 01	8.00	8.00	7 年	5.05	2019 年 6 月
<b>合计</b>	<b>34.00</b>	<b>29.00</b>	--	--	--

资料来源：国兴集团

<sup>1</sup> 后更名为浙江国兴投资集团有限公司。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

## (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，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，从国资国企改革、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，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。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。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年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。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。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

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。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

临安区为杭州市下辖区，整体经济实力在杭州市各区内排名相对靠后，跟踪期内，临安区工业经济仍呈较低速增长态势，但服务业保持较快增长，经济总体实现平稳较快增长。

跟踪期内，临安区经济实现平稳较快增长。2018年临安区实现地区生产总值539.63亿元，按可比价计算，同比增长7.2%。其中第一产业、第二产业和第三产业分别实现增加值42.91亿元、238.58亿元和258.15亿元，同比分别增长2.4%、4.8%和11.3%。2018年临安区三次产业结构由2017年的7.6:47.8:44.6调整为8.0:44.2:47.8，第三产业占比首次超第二产业，产业结构调整为“三、二、一”结构。按户籍人口计算，2018年临安区人均地区生产总值为10.06万元，是按户籍人口计算的杭州市人均地区生产总值的58%，在杭州市各区县排名相对靠后。

临安区已形成以文化创意、旅游休闲、金融服务、电子商务、信息软件、先进装备制造、物联网、生物医药、节能环保、新能源十大产业为主的发展格局。工业方面，临安工业发展以规模以上高新技术产业为主，其他工业产业集群效应不明显。2018年，全区规模以上工业企业达到610家，完成规模工业增加值151.54亿元，按可比价同比增



长 4.5%；实现规模工业企业利税总额 78.98 亿元，同比增长 3.9%，增速仍处低位。2018 年全区高新技术产业增加值占规上工业增加值比重为 66.4%，同比增长仅 1.7%。旅游方面，临安区拥有大明山、天目山等 6 个 4A 级景区，2018 年旅游接待游客 1665.37 万人次，实现旅游综合收入 192.62 亿元，同比分别增长 13.6% 和 17.5%。

固定资产投资方面，2018 年临安区固定资产投资同比增长 11.2%。从投资结构看，民间投资、生态环境和公共设施投资、高新技术产业投资以及交通投资同比分别增长 37.7%、10.7%、10.9% 和 10.7%。

**图表 3. 2016-2018 年临安区主要经济指标及增速（单位：%）<sup>2</sup>**

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	518.76	8.5	530.92	7.6	539.63	7.2
第二产业增加值（亿元）	260.58	—	263.92	5.8	238.58	4.8
第三产业增加值（亿元）	215.94	—	223.73	11.5	258.15	11.3
全社会固定资产投资（亿元）	265.97	15.0	290.43	9.2	—	11.2
社会消费品零售总额（亿元）	174.08	10.1	192.33	10.5	199.63	10.0
进出口总额（亿元） <sup>3</sup>	148.12	6.1	185.01	25.5	156.74	-2.8
旅游接待总人数（人次）	1272.37	—	1466.36	15.3	1665.37	—

资料来源：2016-2018 年临安区（市）国民经济和社会发展统计公报、杭州市统计年鉴

2018 年，临安区房地产市场维持较高热度。2018 年全区完成房地产开发投资 129.50 亿元，同比增长 47.6%；房屋竣工面积 138.97 万平方米，同比增长 51.2%；2018 年全区商品房销售均价由 2017 年的 11625.17 元/平方米提升至 14140.05 元/平方米，推动商品房销售额同比增长 23.8% 至 200.52 亿元。

**图表 4. 2016-2018 年临安房地产市场情况**

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	数额	增速（%）	数额	增速（%）	数额	增速（%）
房地产开发投资（亿元）	75.69	4.7	87.75	15.9	129.50	47.6
房屋施工面积（万平方米）	447.44	-6.7	557.44	24.6	774.87	39.0
新开工面积（万平方米）	107.7	22.9	184.15	71.0	309.04	67.8
房屋竣工面积（万平方米）	46.63	-66.1	91.89	97.0	138.97	51.2
商品房销售额（亿元）	127.14	124.3	162.02	52.3	200.52	23.8
商品房销售面积（万平方米）	106.36	151.2	139.37	9.6	141.81	1.8
商品房销售均价（元/平方米）	8365.58		11625.17		14140.05	

资料来源：2016-2018 年临安区（市）国民经济与社会发展统计公报

土地出让金返还是该公司基础设施建设的重要资金来源，其实现情况易受临安区城市建设规划、土地使用规划及房地产市场景气度的影响。2018 年全区商住用地成交面积延续增长态势，但成交均价有所回落，使得全区土地成交金额同比略降至 133.12 亿元。2018 年商住用地成交均价下滑至 11535.09 元/平方米。

<sup>2</sup> 2016-2017 年临安区地区生产总值、第二产业增加值、第三产业增加值绝对值及增速根据 2017-2018 年杭州市统计年鉴披露数据调整。

<sup>3</sup> 2016 年进出口总额数据根据当年人民币兑美元平均汇率换算所得。

**图表 5. 2016-2018 年临安区土地成交情况**

	2016 年	2017 年	2018 年
<b>土地出让面积 (公顷)</b>	<b>121.98</b>	<b>176.06</b>	<b>227.54</b>
其中: 商住用地	45.01	92.60	108.25
工业用地	68.59	60.72	95.85
<b>土地成交金额 (亿元)</b>	<b>9.25</b>	<b>158.93</b>	<b>133.12</b>
其中: 商住用地	5.29	153.73	124.87
工业用地	2.96	2.48	4.90
<b>土地成交均价 (元/m<sup>2</sup>)</b>	<b>758.12</b>	<b>9027.01</b>	<b>5850.31</b>
其中: 商住用地	1174.88	16601.10	11535.09
工业用地	432.12	408.59	511.13

资料来源: 中指指数

## 2. 业务运营

该公司是临安区基础设施建设和国有资产运营的重要主体, 主业涉及城市基础设施建设、土地开发、房地产开发、矿产、旅游及物资销售等领域。跟踪期内, 公司收入仍主要来自物资销售及房地产销售收入, 主要因物资销售收入规模缩减, 2018 年公司营业收入有所下滑。

该公司是临安区基础设施建设和国有资产运营的重要主体。经过多年发展, 公司从最初单一的政府融资平台成功转型为集城市基础设施建设、土地开发、房地产开发、矿产、旅游、物资销售等产业板块为一体的集团公司。截至 2018 年末, 公司下属全资及控股子公司已发展到 18 家。2018 年及 2019 年第一季度, 公司分别实现营业收入 21.82 亿元和 3.63 亿, 2018 年收入减少主要系物资销售同比有所减少所致。从收入构成看, 物资销售和房产销售业务是公司营业收入的主要来源。2018 年及 2019 年第一季度物资销售业务收入占比分别为 66.39% 和 84.64%; 同期房产销售收入占比分别为 25.71% 和 4.77%。

**图表 6. 2016 年以来公司营业收入构成 (单位: 亿元, %)**

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>21.91</b>	<b>100.00</b>	<b>24.84</b>	<b>100.00</b>	<b>21.82</b>	<b>100.00</b>	<b>3.63</b>	<b>100.00</b>
物资销售	17.13	78.16	16.70	67.21	14.49	66.39	3.07	84.64
污水处理费	0.11	0.50	—	—	—	—	—	—
房产销售	3.63	16.56	6.10	24.57	5.61	25.71	0.17	4.77
景区旅游	0.77	3.51	0.87	3.49	0.73	3.35	0.34	9.26
农村土地综合整治	—	—	0.94	3.77	0.77	3.53	—	—
其他	0.28	1.26	0.24	0.96	0.22	1.01	0.05	1.33

资料来源: 国兴集团

### (1) 城市基础设施建设

该公司是临安区城市基础设施建设实施主体, 主要负责道路、土地整治及污水处理工程等项目建设。跟踪期内, 公司在经营模式上仍采用政府项目市场化运作模式, 即通

过编制项目规划<sup>4</sup>将土地开发及房地产开发项目列入实施范围，未来以土地出让收益、房产销售收入及政府补助平衡建设支出。前期建设支出的资本金主要来源于公司经营性净收益、相关财政补贴及外部融资。公司基础设施建设项目投入计入“在建工程”科目核算。2018 年公司及下属子公司杭州市临安区城市防洪工程建设有限公司（简称“临安城市防洪工程公司”）、杭州临安城镇化投资建设有限公司（简称“临安城镇化公司”）、杭州临安吴越文化旅游有限公司与临安区住房和城乡建设局（简称“临安区住建局”）续签了《临安区基础设施工程采取委托代建模式建设协议》，公司以前年度开展的部分基础设施项目由“在建工程”转入“存货”科目核算，待项目竣工并完成财务决算后，临安区财政局一次性或分期向公司支付代建费用。2018 年末在建工程中转入存货科目核算的基础设施项目账面价值约 30 亿元。但目前公司尚未就具体项目与临安区住建局签署相关代建协议。

截至 2019 年 3 月末，该公司已完成东城入口、环城北路等多项项目建设，公司主要在建项目包括城市防洪工程、城东综合改造提升工程和农村土地整治项目等。

**图表 7. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建基础设施项目（单位：亿元）**

项目名称	总投资	预计完工时间	已投资
城市防洪工程	20.19	2019年	20.32
城东综合改造提升工程	10.11	2019年	8.22 <sup>5</sup>
农村土地整治项目	12.27	2020年	9.35
合计	42.57	--	37.89

资料来源：国兴集团

#### A. 城东综合改造提升工程

城东综合改造提升工程是该公司目前主要的城建项目，也是临安城市建设的重点任务。该工程计划总投资为 10.11 亿元，规划范围 4.8 平方公里，项目用地北至青山湖、锦溪，西至天目路延伸段，南至杭徽高速公路，东至圣园路一中都区块。根据项目可行性研究报告，公司通过对规划范围内的土地开发整理及项目建设，预计将产生 1580 亩可出让土地，预计可产生土地出让收益 18.36 亿元，可覆盖初始投资成本。截至 2019 年 3 月末，公司对城东综合改造提升工程已投入 8.22 亿元（不包括前期拆迁投入），项目已完成钱锦大道一标段建设，钱锦大道二标段已完成验收并通车使用。目前项目尚未实现配套土地出让收益。

#### B. 农村土地整治项目

根据《临安市人民政府关于同意设立临安市新农村建设有限公司的批复》（临政发[2011]41 号），该公司设立了杭州临安新农村建设有限公司<sup>6</sup>（简称“新农村公司”），从事农村土地整治项目，主要负责增减挂钩<sup>7</sup>指标回购、项目申报及管理。具体操作方面，新农村公司与镇人民政府（街道办事处）签订《城乡建设用地增减挂钩指标回购协议》，

<sup>4</sup> 公司编制项目规划时会充分考虑项目建设成本，规划定稿后提交政府相关部门及会议审议确定。

<sup>5</sup> 不包括前期拆迁投入。

<sup>6</sup> 曾用名为“临安市新农村建设有限公司”。

<sup>7</sup> 增减挂钩指依据土地利用总体规划，将若干拟整理复垦为耕地的农村建设用地地块（即拆旧地块）和拟用于城镇建设的地块（即建新地块）等面积共同组成建新拆旧项目区（简称项目区），通过建新拆旧和土地整理复垦等措施，在保证项目区内各类土地面积平衡的基础上，最终实现建设用地总量不增加，耕地面积不减少、质量不降低，城乡用地布局更合理的目标。

按项目进度支付回购资金。临安区财政局按照 45 万元/亩向新农村公司回购土地指标。会计处理方面，公司按净收益确认农村土地整治收入。该项目计划总投资额为 12.27 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司已回购 4211 亩土地，累计已投资 9.35 亿元，政府已验收 3250.02 亩，公司实际累计已收到回购款 4.95 亿元。2017 年及 2018 年公司按净收益分别确认农村土地整治收入 0.94 亿元和 0.77 亿元。

### C. 城市防洪工程

该项目由该公司下属子公司临安城市防洪工程公司负责实施，项目总投资 20.19 亿元。项目于 2005 年开工，截至 2019 年 3 月末，该项目已累计投入 20.32 亿元，项目仍处于建设阶段，已完成青龙望湖路区块，苕溪马溪锦溪部门河段整治工作。项目后续预计将参照临安城市防洪工程公司与临安区住建局签署的《临安区基础设施工程采取委托代建模式建设协议》，临安区住建局委托临安区财政局安排建设资金，在项目竣工并完成财务决算后，根据项目性质、投资总额、建设期限等情况向公司支付代建费用。公司采用市场化方式进行融资的费用由临安区住建局承担。

总体看，该公司城市基础设施建设已累积较大规模刚性债务，依靠土地出让收益、房产销售收入及政府补助平衡资金，其中对土地出让收益的依赖较大。考虑到土地变现受土地交易市场行情和政府出让计划限制，不确定性较强，公司面临较大资金压力。

### (2) 土地开发

临安区政府赋予该公司土地整理与开发职能。公司所整理土地的土地出让收益由临安区财政局予以返还，主要用于弥补基础设施建设支出。土地出让收入的实现受土地出让进度和土地使用规划影响较大。2018 年公司未实现土地出让收入。截至 2019 年 3 月末，公司尚有可出让土地面积合计约 1956.28 亩。整体看，受土地出让安排及市场等因素影响，公司土地出让进度及资金回笼进度缓慢，加大了公司资本性支出压力。

图表 8. 截至 2019 年 3 月末公司待出让土地明细

上市地块	土地性质	地块面积 (亩)	预计土地出让返还金额 (亿元)
滨湖地块	商住用地	376.28	23
城东区块土地	商住用地	1580.00	77

资料来源：国兴集团

根据临财预【2011】199 号文件，由于该公司承担了临安基础设施建设和公用事业领域主要的投资建设任务，为满足公司未来资金需求，财政局暂定自 2011 年至 2020 年间每年安排财政补贴资金不少于 1 亿元，其中 2017 年不少于 4 亿元，2018 年不少于 5 亿元，10 年累计不少于 25 亿元。2018 年及 2019 年第一季度，公司分别获得政府补贴收入 5.19 亿元和 1.00 亿元。

### (3) 房地产业务

该公司房地产业务主要包括保障房及棚改项目和商品房开发销售两大类，由下属公司杭州临安新都房地产开发有限公司（简称“新都房产”）、临安市国联置业有限公司（简称“国联置业”）、临安经适房公司和临安城镇化公司运营。房产销售易受销售进度及可售存量影响，近年来收入规模波动较大。2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现房

产销售收入 5.61 亿元和 0.17 亿元，主要来自保障房及商品房销售收入。

### A. 保障房及棚改项目

保障房建设方面，该公司是临安区保障性住房建设的实施主体之一，主要由下属公司临安经适房公司和临安城镇化公司负责运营。公司自行筹集保障房建设资金，但临安区政府会给予公司在建保障房项目土地及其他配套资源。临安经适房公司的建设用地取得方式即为政府划拨。截至 2019 年 3 月末，临安经适房公司已建并完成销售的保障性住房包括临安人家、昌化人家、吴越人家、苕溪人家项目，累计总建筑面积 37.38 万平方米，累计实现销售收入 6.79 亿元，累计投入成本 5.23 亿元。

临安城镇化公司主要负责承建临安市城东钱锦花园（安置房）项目，该项目计划总投资为 10.02 亿元，项目开发所需 30% 资本金由该公司投入，另外 70% 建设资金通过债务融资解决。根据临发改[2012]093 号《关于临安市城东保障房项目可行性研究报告的批复》（现已更名为“临安市城东钱锦花园（安置房）项目”），该项目规划建设近 10 万平方米保障房。其中，拟建安置房 380 套，安置对象为临安市锦城街道余村拆迁回迁户；除安置面积外，项目拟建限价商品房 708 套，限价房的销售对象为符合《临安市限价商品房管理暂行办法》的住房困难居民，据公司测算，预计可实现限价房销售收入 4.83 亿元。此外，临安区政府决定将该项目投资建设形成的 250 亩土地挂牌出让后净收益全部作为项目配套收入，该地块位于城东新城，按最新周边土地出让价格 1000 万元/亩价格计算，预计可获得土地出让净收益 17.5 亿元。项目预计实现限价房销售和土地出让收入合计 22.33 亿元，可覆盖投资成本。截至 2019 年 3 月末，公司对该项目已投入 10.31 亿元，其中支付土地款 1.25 亿元，项目已全部完工。截至 2019 年 3 月末，项目已售面积 8.75 万平方米，累计销售额为 4.57 亿元。项目尚未实现配套土地出让收益。

截至 2019 年 3 月末，该公司在售保障房项目共 4 个，累计已投资 20.61 亿元，累计已售面积 27.24 万平方米，累计销售额 12.85 亿元，剩余可售面积 3.71 万平方米。

**图表 9. 截至 2019 年 3 月末公司保障房项目在售情况<sup>8</sup>**

项目名称	项目性质	总投资 (亿元)	已投资(亿 元)	土地款 (亿元)	总建筑面 积(万平 方米)	可售面积 (万平方 米)	已售面积 (万平方 米)	已售金 额(亿 元)
临安市城东钱锦花园 (安置房)项目	保障房	10.02	10.31	1.25	13.14	9.66	8.75	4.57
第五期保障房(一期)	保障房	2.65	2.65	0.19	7.87	6.10	5.09	2.49
衣锦人家	保障房	2.80	3.12	0.16	13.06	12.08	10.76	4.26
锦桥家园	保障房	5.49	4.53	3.38	4.70	3.11	2.64	1.53
<b>合计</b>	—	<b>20.96</b>	<b>20.61</b>	<b>4.98</b>	<b>38.77</b>	<b>30.95</b>	<b>27.24</b>	<b>12.85</b>

资料来源：国兴集团

截至 2019 年 3 月末，该公司在建及拟建共 7 个保障房项目，涉及总投资 29.41 亿元，已投资 5.22 亿元，后续尚存较大投资需求。公司保障房项目收益主要来自安置住房销售、配套商业销售收入和停车位销售收入，根据项目可行性研究报告，保障房项目预计收入基本均可覆盖项目投资。

<sup>8</sup> 部分数据根据企业提供最新资料调整。



**图表 10. 截至 2019 年 3 月末公司在建及拟建保障房项目情况<sup>9</sup>**

项目进度	项目名称	项目性质	总投资(亿元)	总建筑面积(万平方米)	建设周期	已投资(亿元)	预计收入(亿元)
在建	临安区质监站南侧地块保障房项目	保障房	0.73	1.54	2017-2019	0.29	0.73
	临安区锦桥吴越街南侧地块保障房项目	保障房	3.14	7.25	2017-2020	0.17	3.62
	临安区保通驾校西侧地块保障房项目	保障房	7.17	20.81	2017-2020	2.05	10.85
	临安市沙地村地块保障房建设项目	保障房	6.75	16.03	2017-2021	1.12	8.28
	临安市第五期保障性住房建设项目(二期)	保障房	5.12	15.27	2018-2020	1.13	7.84
	余村西侧地块保障房项目	保障房	3.50	4.81	2019-2020	0.46 <sup>10</sup>	3.35
拟建	余村三产地块保障房项目	保障房	3.00	4.51	2019-2020	0.00	--
	<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>29.41</b>	<b>70.22</b>	<b>—</b>	<b>5.22</b>	<b>34.67<sup>11</sup></b>

资料来源：国兴集团

棚改项目方面，目前该公司在建棚改项目包括锦桥区块棚户区改造及综合配套工程（简称“锦桥区块棚改项目”）和临安市沙地区块棚户区有机更新项目（简称“沙地区块棚改项目”）。其中，锦桥区块棚改项目由子公司临安吴越文化公园发展有限公司负责运营，该项目总投资约 9.25 亿元，项目规划区占地面积 20.35 万平方米，建设内容为新建安置住宅小区、限价商品房住宅小区、商业及其他配套。该项目将按保障性质不同区分销售对象，公司预计可实现总收入 11.55 亿元，其中安置房销售收入 0.96 亿元、限价房销售收入 6.74 亿元、经营性用房销售收入 2.59 亿元、地下停车位销售收入 1.26 亿元。截至 2019 年 3 月末，该项目已累计投资 7.54 亿元，锦桥家园 8 栋楼已完成楼地面找平，锦桥家园已售面积 2.64 万平方米，已售金额 1.53 亿元。

沙地区块棚改项目由子公司新都房产负责运营，该项目总投资 8.74 亿元，项目建设内容为征地拆迁，及住宅、商业和配套设施建设等（包括新建小区道路、绿化、停车等设施）。项目总建筑面积 18.59 万平方米，按保障性质不同区分销售对象，该公司预计可实现总收入 11.30 亿元，其中安置房销售收入 0.55 亿元、限价房销售收入 6.66 亿元、经营性用房销售收入 3.10 亿元、地下停车位销售收入 0.99 亿元。截至 2019 年 3 月末，该项目已累计投资 4.60 亿元，目前拆迁已基本完成，处于项目初步设计阶段。

青龙村区块棚户区有机更新项目由该公司本部负责，项目位于临安区锦城街道青龙村，东至望湖路，南至钱王大街，西至阿里山大酒店，北至规划企业路。该项目计划总投资 8.10 亿元，项目建设内容包括征地拆迁及配套道路等基础设施建设。项目涉及拆迁户 300 户、拆迁企业 8 家，拟使用货币化安置。公司于 2017 年就此项目与临安市房屋征收和住房保障办公室签署政府购买服务协议，政府购买服务协议资金暂定为 8.50 亿元，

<sup>9</sup> 部分数据根据企业最新提供资料调整。

<sup>10</sup> 为项目前期投入。

<sup>11</sup> 由于余村西侧地块保障房项目和余村三产地块保障房项目两个保障房项目尚未完成可行性研究报告，预计收入合计数未包括上述两个项目的收入。

列入财政预算，由临安市房屋征收和住房保障办公室分年度拨付到位。截至 2019 年 3 月末，项目累计已投资 5.52 亿元，已完成大部分区域拆迁，尚未收到政府购买服务协议款项。

**图表 11. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建棚改项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	预计总收入
锦桥区块棚改项目	9.25	7.54	11.55
沙地区块棚改项目	8.74	4.60	11.30
青龙村区块棚户区有机更新项目	8.10	5.52	9.80
<b>合计</b>	<b>26.09</b>	<b>17.66</b>	<b>32.65</b>

资料来源：国兴集团

总体来看，2017 年以来该公司保障房项目逐步实现销售，可为项目建设提供资金补充，但后续公司在保障房项目存在较大投资需求，公司面临较大投融资压力。

## B. 商品房开发

该公司的商业房产建设采取委托开发模式，主要与杭州地上房地产集团有限公司（简称“地上集团”）合作开展，目前已在临安区房地产市场占有较高份额。2012 年以来，公司已开发项目包括子公司新都房产旗下的青山鹤岭、新都公园家、新都公园城、国联置业旗下的国联大厦和苕溪时代<sup>12</sup>，已开发项目均处于竣工在售状态。

目前该公司在建商品房项目包括玲珑郡住宅小区项目、新都公园家三期和长路畈项目，其中玲珑郡住宅小区项目位于临安城西玲珑山脚，地块北靠钱王大街，西临玲珑山路，距轻轨 5 号线终点站约 1 公里，交通较便利，项目总建筑面积 7.07 万平方米，计划总投资 4.03 亿元，计划建成 6 栋 16-18 层高层住宅楼，规划 458 户，项目已于 2017 年 6 月经临安市发展和改革局备案同意，截至 2018 年末已投资 1.87 亿元。玲珑郡住宅小区项目已于 2018 年开盘预售，销售单价达 14000 元/平方米，目前已基本预售完毕，待项目交房后预计可对公司收入及盈利提供较强补充。新都公园家三期项目在临安区玲珑街道吴越大街以北，项目总建筑面积 0.84 万平方米，计划总投 0.82 亿元，截至 2018 年末累计已投 0.08 亿元。长路畈项目地处临安主城区西部，项目南至城中街，东至西雅园，邻近人民广场，距在建的杭临城际铁路人民广场站约 1 公里，区位条件较好，项目总建筑面积 7.53 万平方米，其中地上建筑面积 4.95 万平方米，拟建成 6 栋高层住宅，计划总投 8.12 亿元，截至 2018 年末已投入 2.35 亿元。考虑到目前临安房地产市场景气度较高，上述商品房项目预计可为公司房产销售收入提供一定补充。

截至 2019 年 3 月末，该公司商品房项目累计已投资 34.31 亿元，可售面积合计 62.10 万平方米，已售面积 55.22 万平方米，累计销售资金 41.45 亿元，累计回笼资金约 40 亿元，销售和资金回笼情况较好。

**图表 12. 截至 2019 年 3 月末公司商业房产项目销售情况<sup>13</sup>**

项目名称	项目性质	总投资（亿元）	已投资（亿元）	其中：土地款（亿元）	总建筑面积（万平方米）	可售面积（万平方米）	已售面积（万平方米）	累计销售额（亿元）	销售单价（万元/平方米）
青山鹤岭	商品房	4.14	6.94	1.08	17.55	14.16	14.16	8.02	0.57

<sup>12</sup> 苕溪时代截至目前已完工，主要用于对外出租。截至 2018 年 9 月末，项目获得的出租收入规模尚小。

<sup>13</sup> 部分项目数据根据立项文件调整。

项目名称	项目性质	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	其中: 土地款 (亿元)	总建筑面积 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	已售面积 (万平方米)	累计销售额 (亿元)	销售单价 (万元/平方米)
新都公园家	商品房	4.62	5.64	1.10	14.05	11.20	11.00	7.52	0.68
新都公园城	商品房	10.80	13.08	3.05	32.13	22.34	21.67	14.57	0.67
国联大厦	办公楼	1.90	2.56	0.35	4.86	3.37	3.37	3.72	1.10
苕溪时代	办公楼	1.68	1.79	--	3.34	--	--	--	物业自持
玲珑郡住宅小区项目	商品房	4.03	1.87	0.84	7.07	5.21	5.02 <sup>14</sup>	7.59 <sup>15</sup>	1.40
新都公园家三期	商品房	0.82	0.08	0.02	0.84	0.54	0.00	0.00	--
长路畝项目	商品房	8.12	2.35	4.65	7.53	5.28	0.00	0.00	--
<b>合计</b>	-	<b>36.11</b>	<b>34.31</b>	<b>11.09</b>	<b>87.37</b>	<b>62.10</b>	<b>55.22</b>	<b>41.45</b>	<b>--</b>

资料来源: 国兴集团

#### (4) 矿产业务

临安区政府明确将储量大、价值高的矿产资源交由该公司开采和储备。在政府的支持下, 公司前期取得探矿权的成本较低, 但随着购买探矿权的竞争企业数量增加, 近年来公司取得探矿权的成本显著上升。

该公司在矿产的探、查、找、开、采、销等领域实施开放合作战略, 积极寻找市场中的合作伙伴。目前公司与中化地质矿山总局浙江地质勘查院(简称“中化浙江地勘院”)合作, 自矿产业务开展以来已取得了多项探矿权成果。马家畝矿区因项目压覆于 2018 年注销<sup>16</sup>。截至 2019 年 3 月末, 公司共拥有采矿权 2 个, 探矿权 4 个。

图表 13. 截至 2019 年 3 月末公司矿产资源情况

矿名	矿种	拿矿时间	采矿权面积 (平方公里)	探矿权面积 (平方公里)	开采年限 (年)	矿石储量 (万吨)	平均品位 (%)	取得成本 (亿元)
纤岭矿区 <sup>17</sup>	高岭土	2012.08	1.48	1.48	10	444.77	19.31	0.11
纤岭矿区核桃岭矿段 <sup>18</sup>	高岭土	2012.05	-	4.45	-	-	-	0.04
毛山岗 <sup>19</sup>	高岭土	2013.10	-	6.45	-	-	-	1.00
青山朱村矿	建筑石料	2015.10	0.88	1.36	21.5	21476.94	-	7.21
锦南街道市坞村	地热资源	2016.05	-	7.41	-	-	-	-
昌化镇地热	地热资源	2017.06	-	7.79	-	-	-	-

资料来源: 国兴集团

该公司已取得采矿权的矿产为新桥乡纤岭矿区(简称“纤岭矿区”)高岭土矿和青

<sup>14</sup> 此数据为项目预售面积。

<sup>15</sup> 玲珑郡项目预售金额为 7.59 亿元, 截至 2019 年 3 月末实际收到 7.57 亿元。

<sup>16</sup> 马家畝矿区项目报损金额 247.14 万元, 收到临金高速公路临安段建设指挥部马家畝压覆补偿款 289.17 万元。

<sup>17</sup> 纤岭矿区在 2010 年 6 月取得探矿权, 并于 2012 年 8 月由探矿权转为采矿权。

<sup>18</sup> 核桃岭矿段属于纤岭矿区。

<sup>19</sup> 毛山岗矿区计划于 2019 年由探矿权转为采矿权。

山湖街道朱村矿区普通建筑石料矿及水泥用灰岩矿（简称“青山朱村矿”）。其中，纤岭矿区矿种为高岭土，开采权面积为 1.48 平方公里，开采期限为 10 年，矿石储量为 444.77 万吨，主要由全资子公司杭州临安宝润矿业投资有限公司（简称“宝润矿业”）负责开采。截至 2018 年末，宝润矿业高岭土年采选能力为 5 万吨/年。因高岭土市场不景气，公司高岭土投产规模小，近年来公司优质高岭土销售收入规模小，2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现优质高岭土销售收入 18.88 万元和 2.90 万元。

### （5）景区旅游业务

2007 年 12 月，该公司收购了大明山景区，目前公司景区旅游业务主要是对大明山景区旅游资源的开发运营。大明山景区处于杭州西湖和安徽黄山两个国家风景名胜区之间，是临安唯一的省级风景名胜区和国家 AAAA 级风景旅游区。2010 年，公司为提升大明山景区整体品质，重点实施了大明湖高山滑雪场、驾云台——千亩田悬空栈道、大明山庄——大明湖新索道三项工程。2011 年，公司继续对大明山景区进行改造，建成了华东地区最大的室外滑雪场——大明山万松岭滑雪场。2012 年以来，公司持续开展景区建设工作，扩建了滑雪场、大明山庄、大明湖配套游客餐饮等项目。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司景区旅游业务收入分别为 0.73 亿元和 0.34 亿元，2018 年收入规模有所下降主要是因为受经济增速放缓、居民收入增长缓慢及房贷等挤出效应的影响，景区旅游人次有所下滑。

图表 14. 2016 年以来公司景区旅游收入构成情况（单位：亿元）

	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
门票收入	0.09	0.08	0.08	0.01
索道收入	0.25	0.29	0.25	0.09
滑雪收入	0.21	0.25	0.21	0.19
其他收入 <sup>20</sup>	0.22	0.25	0.19	0.05
<b>合计</b>	<b>0.77</b>	<b>0.87</b>	<b>0.73</b>	<b>0.34</b>

资料来源：国兴集团

该公司大明山景区已开发旅游资源主要集中在中线，而东线和西线较大的开发空间尚未被利用。随着牵牛岗雷达气象站的建设，东线上山公路已经开通，这为公司开发东线旅游资源提供了便利的交通条件。公司立足于临安区优质的旅游资源，已于 2016 年启动大明山景区申请为 5A 级景区计划，已完成 5A 级景区提升方案及景区控制性详细规划编制，实施景区升级改造，项目计划总投资 1.46 亿元，其中游客中心项目土地已于 2018 年 8 月以成交价 3734 万元拍入，项目详细规划方案处于审批阶段，计划于 2019 年开工。

该公司计划使大明山景区成为“临安旅游业的第一品牌，长三角最好的观光旅游目的地之一”，同时公司将向旅行社、酒店等产业拓展，逐步建立高附加值的旅游产业链，发展前景较大。

### （6）物资销售业务

目前该公司现有产业布局主要集中在资源型行业，为提升公司资源价值发挥产业间

<sup>20</sup> 其他收入包括餐饮收入、住宿收入和旅行社收入等。

协同效应，2013 年公司将业务范围拓展至物资销售领域，包括黄金现货交易和优质高岭土交易，由全资子公司宝丰贸易负责运营。

黄金现货交易业务方面，该公司通过上海黄金交易所交易系统进行现货买卖，并将黄金存放在指定交割仓库。由于黄金交易价格波动较大，为控制交易风险及保障资金安全，公司制定了较为完善的交易内控制度，并在交易操作中严格执行设置止盈、止损点及短期离场原则等风险控制机制。优质高岭土贸易方面，公司出售的优质高岭土为下属公司宝润矿业开采所得，公司主要通过宝丰贸易将其销售至下游玉石市场，销售规模小。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司分别实现物资销售收入 14.49 亿元和 3.07 亿元。从收入构成看，黄金现货交易业务收入为主要收入来源，占物资销售收入的比重维持在 99% 以上，其余为优质高岭土贸易收入。

总体看，该公司物资销售业务收入规模较大，但由于该业务毛利率水平不高，整体盈利贡献偏低。

**图表 15. 2016 年以来公司物资销售情况（单位：亿元，%）**

货物品种	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
黄金	17.13	99.97	16.70	99.99	14.48	99.99	3.07	99.99
优质高岭土	0.00 <sup>21</sup>	0.03	0.00 <sup>22</sup>	0.01	0.00 <sup>23</sup>	0.01	0.00 <sup>24</sup>	0.01
<b>合计</b>	<b>17.13</b>	<b>100.00</b>	<b>16.70</b>	<b>100.00</b>	<b>14.49</b>	<b>100.00</b>	<b>3.07</b>	<b>100.00</b>

资料来源：国兴集团

## 管理

**跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构及管理制度、机构设置等方面无重大变化。**

跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构及管理制度、机构设置等方面无重大变化。

根据该公司提供的 2019 年 5 月 14 日《企业信用报告》，公司已结清业务中有两笔欠息，分别涉及金额 40.70 万元和 65.64 万元，欠息日期分别为 2009 年 3 月 21 日和 2008 年 2 月 21 日，产生欠息记录皆系银行原因造成（杭州银行临安支行及中国建设银行股份有限公司临安支行已分别出具情况说明），两笔欠息已分别于 2009 年 3 月 31 日和 2009 年 10 月 23 日结清。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，截至 2019 年 6 月 15 日，公司无其他不良行为记录。

<sup>21</sup> 实际金额为 53.39 万元。

<sup>22</sup> 实际金额为 21.07 万元。

<sup>23</sup> 实际金额为 18.88 万元。

<sup>24</sup> 实际金额为 2.9 万元。



## 财务

跟踪期内，作为临安区主要的基础设施建设主体之一，该公司可持续获得财政补贴支持，是公司盈利的主要来源。公司已因基础设施建设及保障房项目投入等积累了一定刚性债务偿付压力，但得益于地方政府置换债务剥离，刚性债务显著缩减，债务负担有所减轻，财务杠杆降至适中水平，且债务期限结构保持合理。

### 1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 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及其应用指南和准则解释的规定。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 18 家，较 2017 年末增加 1 家。2018 年，经临安区政府同意，将临安区水利水电开发有限公司持有的杭州临安杨岭电站有限公司 100% 股权无偿划转至公司。但因环境整治原因，2018 年杭州临安杨岭电站有限公司经营电站暂停发电业务。

### 2. 公司偿债能力

#### (1) 债务分析

##### A. 债务结构

2018 年主要因部分债务的到期偿付，加之该公司以土地资产置换政府债务<sup>25</sup>，公司负债总额减少，财务杠杆水平降至适中水平。2018 年末，该公司负债总额为 97.16 亿元，较 2017 年末减少 21.90%；同期末公司资产负债率由 2017 年末的 56.61% 降至 49.55%。从负债期限结构看，由于项目建设对长期资金需求较大，公司负债仍主要以非流动负债为主。2018 年末，公司长短期债务比为 175.71%。

从具体构成看，2018 年末该公司流动负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款和短期刚性债务构成。公司应付账款主要为应付工程款及土地开发款，随项目建设的推进，同期末应付账款余额较上年末增长 58.16% 至 2.01 亿元；预收账款余额较上年末增加 262.42% 至 7.59 亿元，增量来自预收玲珑郡住宅小区项目房款，账龄一年以内款项占比 99.37%；其他应付款主要由公司与股东、临安区其他区属单位及企业的往来款构成，较上年末减少 12.51% 至 14.47 亿元（不含应付利息），主要包括应付杭州临安国润投资开发有限公司（简称“国润开发”）<sup>26</sup>3.00 亿元、应付股东临安国控 2.71 亿元、应付联营企业临安排水公司 2.19 亿元、应付临安区土地储备中心 1.22 亿元和应付杭州临兴交

<sup>25</sup> 根据杭州市临安区财政局于 2018 年 12 月出具的《杭州市临安区财政局关于浙江国兴投资集团有限公司拟进行土地置换的批复》文件，同意将拟剥离的地方政府债务 17.37 亿元与公司土地资产进行置换，置出的土地面积合计 22.98 万平方米，账面价值为 16.54 亿元，置换差额以资本公积形式注入公司。其中，公司下属子公司临安城镇化公司剥离的地方政府债务 5.33 亿元转为公司对其的投资，最终公司合并口径资本公积减少 1.30 亿元。

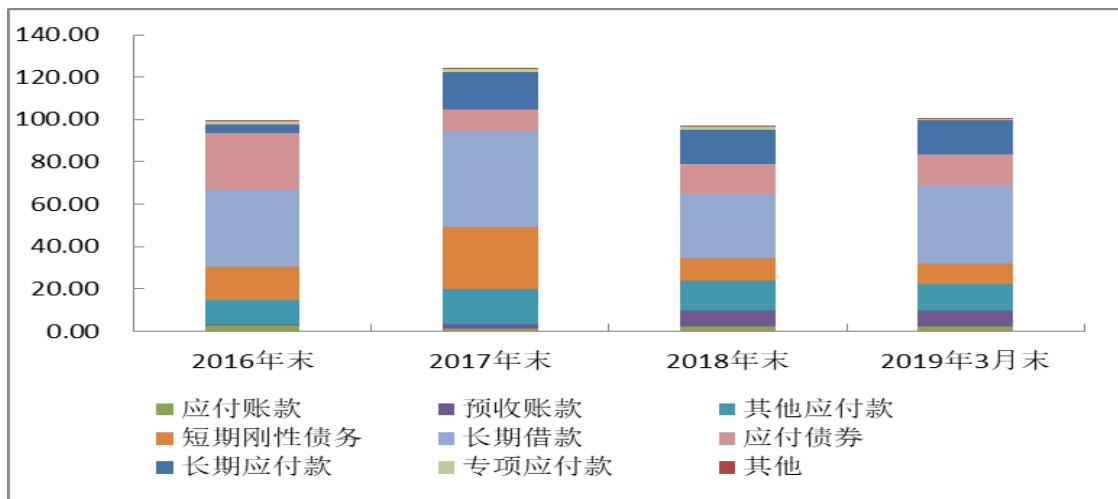
<sup>26</sup> 国润开发成立于 2017 年 4 月，注册资本为 8.66 亿元，该公司和临安国投分别认缴出资 4 亿元和 4.66 亿元，主要经营棚户区改造项目。

通投资有限公司<sup>27</sup>1.17 亿元。随着部分借款及债券到期偿付，2018 年末公司短期刚性债务余额较上年末减少 63.72%至 10.65 亿元，占流动负债的 30.24%，主要由一年内到期的长期借款 4.00 亿元和一年内到期的应付债券 6.00 亿元构成；同期末短期刚性债务现金比率为 184.90%，处于较高水平，现金类资产对即期债务偿付的保障程度较高。

该公司非流动负债主要由长期刚性债务和专项应付款构成。公司长期刚性债务以长期借款、应付债券和长期应付款为主。2018 年末长期刚性债务余额为 60.38 亿元，占非流动负债总额的 97.52%。其中，主要因公司以土地资产置换地方政府债务 17.37 亿元，使得长期借款较 2017 年末减少 33.59%至 30.12 亿元；应付债券余额为 13.90 亿元，较上年末增加 40.10%，增加主要系当年公司非公开发行 10.00 亿元公司债所致。2018 年末长期应付款余额为 16.36 亿元，较上年末减少 7.90%，主要为福建兴银股权投资管理有限公司增资款 12.00 亿元<sup>28</sup>，应付农发基金对下属子公司杭州临安新农村建设有限公司的投资 3.03 亿元<sup>29</sup>及应付陆家嘴国际信托有限公司向临安城镇化公司投资利息 1.34 亿元<sup>30</sup>。2018 年末专项应付款余额为 1.42 亿元，主要为应付项目专项资金拨款。

2019 年 3 月末，该公司负债总额较 2018 年末略增至 100.74 亿元。其中因偿还部分到期债务及往来款，期末流动负债余额较 2018 年末减少 8.96%至 32.08 亿元；同期公司新发行 5 亿元中期票据，并新增长期银行借款，期末非流动负债总额较 2018 年末增加 10.88%至 68.66 亿元。同期末其他应付款余额较 2018 年末减少 12.64%至 12.64 亿元；因一年内到期的应付债券部分到期偿付，同期末一年内到期的非流动负债较 2018 年末减少 14.50%至 8.55 亿元；长期借款余额较 2018 年末增长 22.92%至 37.02 亿元；应付债券余额较 2018 年末增加 0.81 亿元至 14.71 亿元。

图表 16. 2016 年末以来公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

<sup>27</sup> 杭州市临安区交通投资发展有限公司控股子公司。

<sup>28</sup> 福建兴银股权投资管理有限公司将兴银投资浙浙 3 号契约型私募投资基金募集资金 13 亿元向该公司下属子公司临安兴投建设有限公司增资，公司自实际缴付首笔增资款之日起每年按一定收益率（1 年期 SHIBOR 利率+152.8BP）分期回购该部分股权，2018 年公司回购 1.00 亿元。

<sup>29</sup> 国兴集团下属子公司新农村公司 2015 年接受农发基金投资款 3 亿元，按合同约定 5 年后由公司一次性回购。

<sup>30</sup> 2016 年公司下属子公司临安城镇化公司接受陆家嘴国际信托有限公司投资款 4 亿元，按合同约定将支付的利息折现至 2018 年末为 1.34 亿元，根据股权投资协议，未来该部分股权投资款由临安国投受让。

## B. 刚性债务

该公司融资方式主要包括银行借款和债券融资。作为临安区基础设施建设重要实施主体，公司已累积较大规模的刚性债务。2018 年末刚性债务余额为 71.04 亿元，较 2017 年末减少 30.63%，占负债总额的比重为 73.11%，减量主要为以土地资产置换的政府债务；同期末股东权益与刚性债务比率为 139.26%，随着刚性债务的缩减，股东权益对刚性债务的覆盖程度有所提升。公司刚性债务仍以中长期债务为主，2018 年末中长期刚性债务占比 85.00%。从具体构成看，公司刚性债务主要包括银行借款、应付债券和长期应付款，2018 年末余额分别为 34.12 亿元、19.91 亿元和 16.36 亿元。公司银行借款方式集中于保证和质押，质押物主要为公司应收款权利等；保证方主要为公司本部和股东临安国控；公司银行借款利率区间为 4.17%-6.50%。

**图表 17. 2018 年末公司银行借款情况（单位：亿元）**

借款类别	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
保证借款	3.27	16.64	19.91
抵押借款	0.05	0.00	0.05
质押、保证借款	0.69	13.47	14.16
合计	4.01	30.11	34.12

资料来源：国兴集团

2019 年 3 月末，该公司刚性债务余额较 2018 年末增长 7.78%至 76.56 亿元，仍以中长期刚性债务为主；同期末股东权益对刚性债务的覆盖比率为 129.96%。其中，随着部分一年内到期应付债券偿付，公司短期刚性债务余额略减至 9.47 亿元，期末短期刚性债务现金比率为 180.63%；同期末长期刚性债务较 2018 年末增长 11.12%至 67.09 亿元，增量主要来自新增中期票据及长期银行借款。

## C. 或有负债

截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保余额为 11.00 亿元，占期末所有者权益的 11.06%，为公司对临安市安置房建设管理中心的担保 6.00 亿元和对参股公司杭州临安排水有限公司担保 5.00 亿元。公司担保对象为临安区政府下属机构及杭州市属国有企业，代偿风险相对可控。

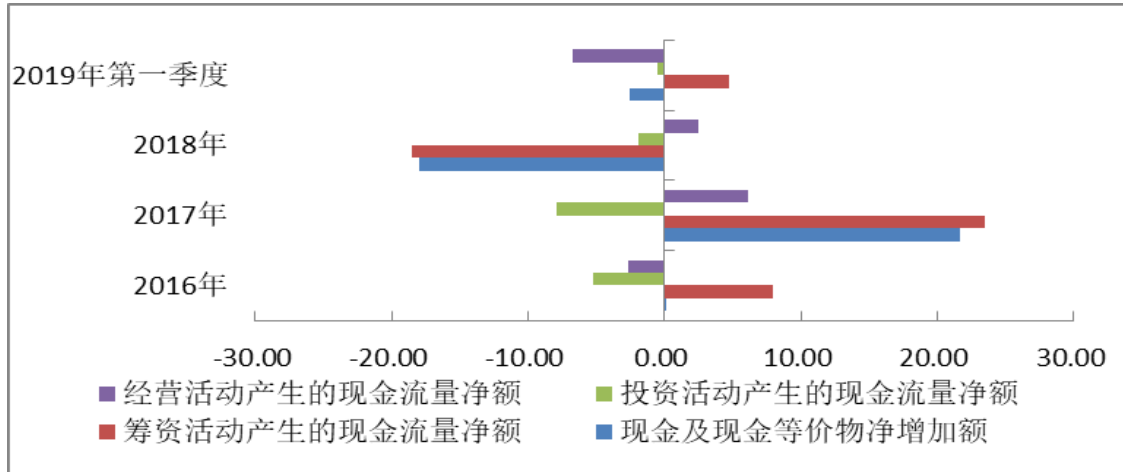
### (2) 现金流分析

2018 年及 2019 年第一季度该公司营业收入现金率分别为 137.32%和 110.92%，2018 年处于较高水平，主要系预收较大额玲珑郡项目房款所致。往来款收付规模亦是影响经营性现金流净额的影响因素之一。2018 年及 2019 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2.45 亿元和-6.78 亿元。其中，2018 年因商品房项目回笼部分资金，且公司与临安其他区属国有企业资金往来形成一定资金净流入，当期经营性现金流仍呈净流入状态；2019 年一季度，随着项目的持续投入及关联方往来款增加，当期经营性现金流呈净流出状态。

该公司投资活动主要核算理财产品及股权投资收付情况。2018 年及 2019 年第一季度投资活动产生的现金流量净额分别为-1.91 亿元及-0.56 亿元。其中，2018 年公司因基建项目投入及支付福建兴银股权投资管理有限公司投资回购款，投资环节现金流继续呈净流出状态。

该公司主要通过银行借款和发行债券来弥补经营活动与投资活动的资金缺口。2018年及2019年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-18.49亿元和4.75亿元。2018年因当期还本付息规模较大，筹资活动现金流呈净流出状态。

图表 18. 2016 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

2018年，该公司EBITDA为7.79亿元，主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成。由于基础设施建设及房产项目投入，公司已积累较大规模刚性债务，利息支出规模相对较大，EBITDA对利息支出及刚性债务保障能力较弱。此外，公司经营性现金流受往来款影响波动较大，无法对债务形成有效保障。

图表 19. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016年	2017年	2018年
EBITDA/利息支出(倍)	1.67	1.58	1.29
EBITDA/刚性债务(倍)	0.09	0.10	0.09
经营性现金流净额(亿元)	-2.67	6.16	2.45
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-7.52	15.32	5.77
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-2.58	5.50	2.21

资料来源：国兴集团

### (3) 资产质量分析

得益于政府资产、财政性资金注入及增资款的到位，该公司资本实力逐年增强。2018年末公司所有者权益为98.92亿元。2018年末公司资本公积较上年末减少2.84%至41.34亿元，主要系公司将剥离的地方政府债务与土地资产进行置换，公司下属子公司临安城镇化建设地方政府债务转为公司对其投资，置换差额以资本公积形式注入公司，最终使得公司资本公积减少1.30亿元；当期末公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为61.44%。2019年以来，主要因自身经营积累，3月末公司所有者权益总额较2018年末略增0.58%至99.50亿元。

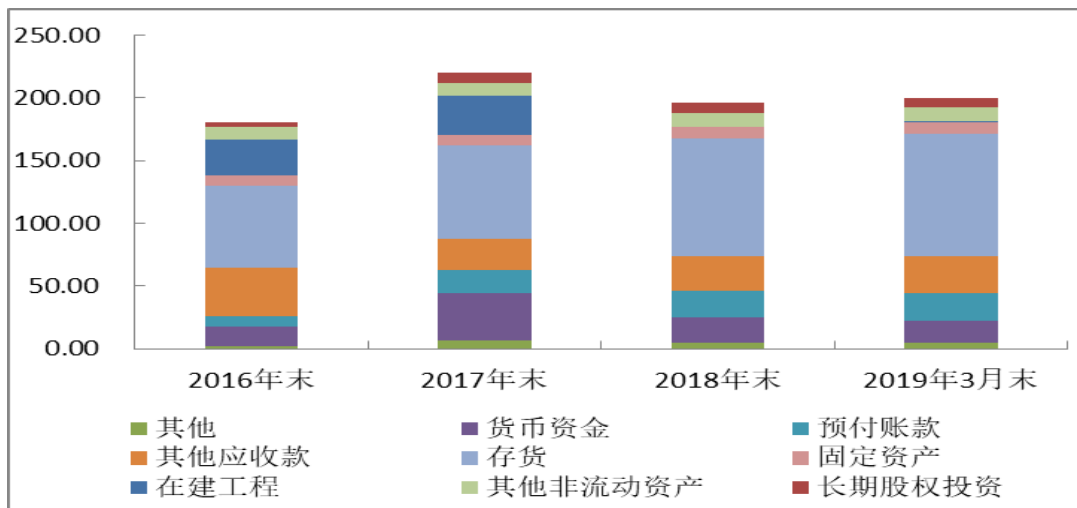
2018年末该公司资产总额为196.08亿元，以流动资产为主，2018年末流动资产占比83.86%。从具体构成看，公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成。2018年末，公司货币资金余额为19.70亿元，期末现金比率为55.90%，即期支

付能力尚可；预付账款余额为 21.74 亿元，较上年末增长 14.83%，其中预付城东区块综合改造提升工程征迁现场指挥部 12.07 亿元，预付城东新城锦桥区块拆迁指挥部 5.11 亿元；其他应收款主要为应收临安区其他国有企业及区属单位的往来款，同期末余额为 27.55 亿元，较上年末增长 10.43%，主要系与临安国投等往来款增加，其中应收临安国投往来款 14.50 亿元，应收临安市临余公路临安段改建工程指挥部 5.23 亿元及应收临安国资办往来款 1.21 亿元，上述款项的收回受区属单位支付能力及支付进度影响较大，存在一定不确定性。存货余额较 2017 年末增长 26.72% 至 93.60 亿元，其中因置换政府债务土地资产减少 16.54 亿元至 18.41 亿元；因 2018 年 12 月公司与杭州市临安区住房和城乡建设局签订基础设施工程委托代建协议，在建工程中部分基础设施建设项目投入转至存货核算，加之当期新增项目投入，同期末开发成本增至 60.08 亿元；以完工房产项目为主的开发产品 13.53 亿元。

该公司非流动资产主要以长期股权投资、固定资产和其他非流动资产为主，2018 年末长期股权投资余额 7.90 亿元，主要为对联营企业国润开发、临安排水公司和杭州临安自来水有限公司（以下简称“临安自来水公司”）投资；固定资产主要为房屋建筑物，较 2017 年末增长 16.09% 至 9.65 亿元，增长主要系部分泵站房屋与管网设备完工转入；在建工程较 2017 年末减少 99.18% 至 0.26 亿元，主要系部分基础设施建设项目因委托代建协议的签署转入存货中核算；其他非流动资产主要为公司的矿产资源，当年末余额 10.90 亿元，基本维持上年末水平。

2019 年 3 月末，该公司资产总额较 2018 年末增长 2.12% 至 200.23 亿元，增量主要来自往来款及项目投入的增加。同期末货币资金较 2018 年末减少 13.18% 至 17.10 亿元，期末现金比率降至 53.31%；其他应收款余额较 2018 年末增长 9.87% 至 30.26 亿元，主要系公司持续向临安市国有企业临安国投拆出资金所致；随着项目的持续投入，同期末存货余额为 97.00 亿元，较 2018 年末增长 3.63%。

图表 20. 2016 年末以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

#### （4）流动性/短期因素

近年来该公司流动比率及速动比率保持在较高水平，2018 年末公司流动比率为 466.63%，较 2017 年末提高 147.30 个百分点；剔除变现能力弱的存货及预付账款后，2018



年末速动比率为 139.30%。此外，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 0.59 亿元。

**图表 21. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一季度
流动比率 (%)	417.14	319.32	466.63	523.74
速动比率 (%)	181.66	132.56	139.30	153.05
现金比率 (%)	51.83	75.70	55.90	53.31
应收账款周转速度[次]	59.19	13.33	10.48	4.47

资料来源：国兴集团

### 3. 公司盈利能力

该公司营业毛利主要来自房产销售和景区旅游业务，此外 2018 年新增农村土地综合整治收入，可为公司盈利实现提供一定补充。2018 年，公司实现营业毛利 2.53 亿元，其中房产销售业务的毛利贡献率为 51.67%；农村土地综合整治业务的毛利贡献率为 30.47%；景区旅游业务毛利贡献率为 14.63%。同期，公司综合毛利率为 11.58%，2018 年由于盈利水平较高的房产销售收入增加及新增农村土地综合整治业务收入，推动综合毛利率有所提高。

从细分业务看，跟踪期内房地产业务销售收入主要来自商品房销售和保障房销售，房地产业务毛利率受房地产市场行情及房产区位等因素影响而有所波动。景区旅游方面，近年来随着大明山景区的不断开发，景区业务盈利维持在较高水平，2018 年毛利率保持在 50% 以上。物资销售方面，2018 年该公司物资销售业务虽收入规模大但对公司盈利贡献很小，且受黄金现货市场行情影响出现经营亏损。

2019 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.32 亿元，主要来自房产销售和景区旅游；当期利息支出对营业利润侵蚀程度仍较大，公司盈利实现主要依赖政府补贴，当期公司实现净利润 0.45 亿元，同比减少 59.83%。

**图表 22. 2016 年以来公司营业毛利及毛利率变动情况（单位：亿元，%）**

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业毛利</b>	<b>1.38</b>	<b>100.00</b>	<b>2.84</b>	<b>100.00</b>	<b>2.53</b>	<b>100.00</b>	<b>0.32</b>	<b>100.00</b>
物资销售	-0.001	-0.08	-0.009	-0.30	-0.001	-0.04	0.00	0.00
污水处理费	-0.07	-4.75	—	—	—	--	—	--
房产销售	0.83	60.16	1.26	44.48	1.31	51.67	0.11	33.87
景区旅游	0.40	28.98	0.47	16.51	0.37	14.63	0.21	64.23
农村土地综合整治	--	--	0.94	32.95	0.77	30.47	—	--
其他	0.22	15.69	0.18	6.36	0.08	3.27	0.01	1.91
<b>毛利率</b>	<b>6.30</b>		<b>11.44</b>		<b>11.58</b>		<b>8.84</b>	
物资销售		-0.01		-0.05		-0.01		0.00
污水处理费		-59.30		—		—		—
房产销售		22.87		20.72		23.28		62.74
景区旅游		51.95		54.15		50.54		61.31
农村土地综合整治		—		100.00		100.00		—

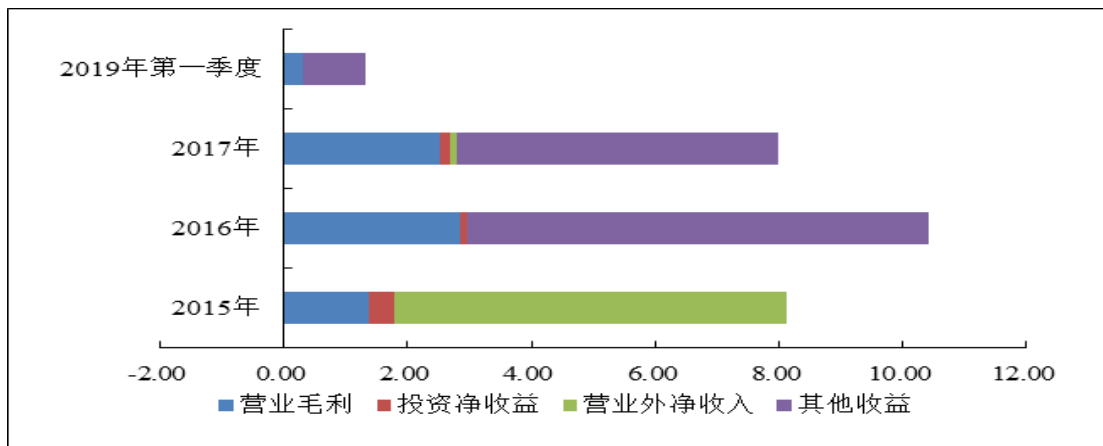
	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他	78.46		75.60		37.51		12.66	

资料来源：国兴集团

该公司期间费用主要以财务费用为主，利息支出负担较重，期间费用对毛利的侵蚀程度较高。2018年及2019年第一季度期间费用率分别为20.91%和22.73%。同期公司投资净收益分别为0.16亿元和0.00亿元，2018年公司投资净收益主要来自公司联营企业临安自来水公司和临安排水公司。

该公司自身盈利能力不佳，毛利难以覆盖财务费用，公司利润实现主要依赖于政府补助，2018年及2019年第一季度公司分别收到财政补助5.45亿元及1.00亿元（计入其他收益和营业外收入）；2018年及2019年第一季度公司分别实现净利润3.26亿元和0.45亿元。

图表 23. 2016年以来公司盈利构成（单位：亿元）



注：根据国兴集团提供的资料绘制

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

作为临安区主要的基础设施建设及国有资产运营主体，该公司在临安区基础设施项目、保障房建设等方面具有较重要的作用。此外，公司负责运营大明山景区，主业具备一定专营优势。近年来房产销售及景区旅游是公司毛利的主要来源。目前公司房产项目（含保障房项目）储备较充足，后续公司收入及现金流较有保障；跟踪期内，景区经营平稳，可为公司提供较稳定的收入及毛利。公司基础设施建设项目拟通过委托代建模式及土地出让收益返还等方式实现资金平衡，代建费用支付及土地出让进度存在不确定性，公司存在一定债务偿付压力。

### 2. 外部支持因素

该公司作为临安区城市基础设施建设主体，得到了临安区政府以增资、财政专项资金注入和财政补贴等方式对其发展的大力支持。2018年及2019年第一季度公司获得财

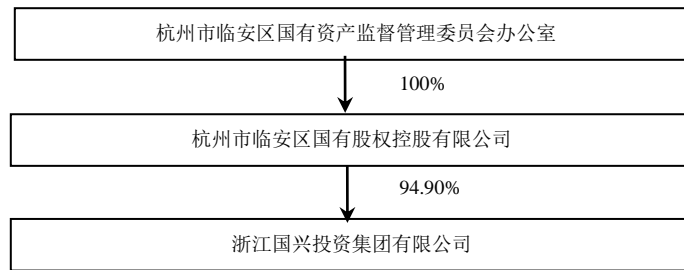
政补贴收入分别为 5.45 亿元和 1.00 亿元。此外，公司与多家银行保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司获得各银行综合授信总额 52.85 亿元，授信余额为 6.50 亿元。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，临安区工业经济仍呈较低速增长态势，但服务业保持较快增长，经济总体实现平稳较快增长，可为该公司业务开展提供较好的外部环境。作为临安区主要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司在保障房建设等方面职能地位仍较突出，跟踪期内房地产销售收入实现较大幅度增长，是目前公司收入及毛利的主要来源。公司已因基础设施建设及保障房项目投入等积累了一定刚性债务偿付压力，但得益于地方政府置换债务剥离，刚性债务显著缩减，债务负担有所减轻，财务杠杆降至适中水平，且债务期限结构保持合理。

附录一：

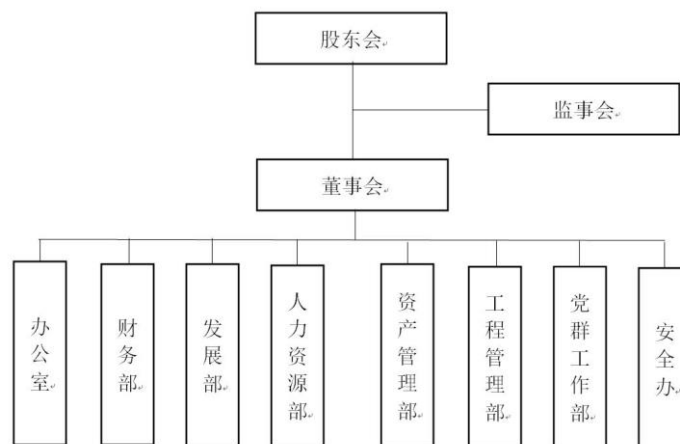
### 公司与实际控制人关系图



注：根据国兴集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据国兴集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	180.75	219.76	196.08	200.23
货币资金 [亿元]	15.93	37.61	19.70	17.10
刚性债务[亿元]	83.22	102.40	71.04	76.56
所有者权益 [亿元]	80.95	95.35	98.92	99.50
营业收入[亿元]	21.91	24.84	21.82	3.63
净利润 [亿元]	3.22	4.59	3.26	0.45
EBITDA[亿元]	7.62	9.60	7.79	—
经营性现金净流入量[亿元]	-2.67	6.16	2.45	-6.78
投资性现金净流入量[亿元]	-5.22	-7.95	-1.91	-0.56
资产负债率[%]	55.22	56.61	49.55	50.31
长短期债务比[%]	224.72	150.38	175.71	214.01
权益资本与刚性债务比率[%]	97.27	93.11	139.26	129.96
流动比率[%]	417.14	319.32	466.63	523.74
速动比率 [%]	181.66	132.56	139.30	153.05
现金比率[%]	51.83	75.70	55.90	53.31
利息保障倍数[倍]	1.57	1.50	1.30	—
有形净值债务率[%]	123.75	131.18	98.69	101.67
担保比率[%]	9.14	7.76	11.12	—
毛利率[%]	6.30	11.44	11.58	8.84
营业利润率[%]	-12.97	19.91	16.14	13.42
总资产报酬率[%]	3.95	4.56	3.52	—
净资产收益率[%]	4.16	5.21	3.35	—
净资产收益率*[%]	4.27	5.61	3.73	—
营业收入现金率[%]	98.95	95.52	137.32	110.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.52	15.32	5.77	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.58	5.50	2.21	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.23	-4.45	1.28	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.63	-1.60	0.49	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.67	1.58	1.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.09	—

注：2016-2017年发行人数据根据国兴集团经审计的2015-2017年三年连审审计报告财务数据整理计算；2018年及2019年第一季度发行人数据根据2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算



附录四：

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

附录五：

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。