

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[2019]100817】

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/2019 年 6 月 28 日	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日
前次跟踪:	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 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	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	4.81	7.52	4.60
刚性债务	22.20	24.11	29.60
所有者权益	30.42	31.51	32.39
经营性现金净流入量	4.38	24.48	-5.91
发行人合并数据及指标:			
总资产	287.33	457.03	553.99
总负债	197.69	288.85	369.94
刚性债务	147.69	219.22	302.19
所有者权益	89.64	168.17	184.05
营业收入	7.16	16.85	14.47
净利润	0.78	1.52	2.71
经营性现金净流入量	-26.46	-69.25	-57.37
EBITDA	5.13	5.13	7.60
资产负债率[%]	68.80	63.20	66.78
长短期债务比[%]	193.46	214.76	208.52
权益资本与刚性债务比率[%]	60.70	76.71	60.91
流动比率[%]	294.63	342.85	331.33
现金比率[%]	51.03	47.00	51.41
利息保障倍数[倍]	0.52	0.42	0.28
EBITDA/利息支出[倍]	0.63	0.52	0.41
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03
担保方数据:			
总资产	130.47	191.65	204.53
股东权益	66.64	100.29	101.27
担保余额	1873.82	1263.98	678.98
担保放大倍数[倍]	28.12	12.60	-

注: 发行人数据根据新昌投资经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算, 2017 年数据为 2018 年审计报告年初数。担保方数据根据中投保公司经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

分析师

邵一静 syj@shxsj.com
 李艳晶 liyj@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 2018 年新昌投资在区域环境、资本实力、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和股权,新昌投资资本实力持续增强。
- **货币资金存量较为充裕。**跟踪期内,新昌投资存量货币资金较为充裕,同时债务结构仍然较为合理,可动用货币资金可对即期债务提供一定支撑。
- **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,新昌投资刚性债务规模继续攀升,财务杠杆维持在较高水平,公司偿债压力不断加大。
- **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,但项目结算时点滞后,非筹资性现金存在较大缺口,对筹资性

现金流依赖严重。

- **或有风险。**跟踪期内，新昌投资对外担保规模较大，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有限公司公司债券和 2014 年第二期浙江省新昌县投资发展有限公司公司债券（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 2018 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%；目前上述两期债券均已兑付本金 2.40 亿元，待偿余额 7.20 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、工业园区大市聚区块基础设施建设工程、鼓山西路北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 2018 年末募投项目已完工，募投资金已全部使用。

截至 2019 年 6 月 22 日，该公司待偿还债券本金余额合计为 19.60 亿元，还本付息正常。

图表 1. 公司未到期债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	债券余额（亿元）	本息兑付情况
13 新昌债	12.00	7	6.60	2013-04-24	2.40	已到期兑付 9.60 亿元
14 新昌债 01	6.00	7	5.88	2014-10-29	3.60	已到期兑付 2.40 亿元
14 新昌债 02	6.00	7	6.95	2014-12-30	3.60	已到期兑付 2.40 亿元
18 新昌 01	7.00	5 (2+2+1)	7.45	2018-04-16	7.00	未到期
18 新昌 02	3.00	5 (2+2+1)	8.00	2018-09-21	3.00	未到期

资料来源：Wind 资讯

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，依法依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）区域环境

新昌县位于长三角经济圈内，工业基础较好，跟踪期内经济实力持续增强，2018年首次入选中国工业百强县（市）。目前新昌县已形成装备制造和生物医药两大支柱产业，此外通用航空、信息经济等新兴产业快速发展。

跟踪期内，新昌县经济总体保持增长态势，2018年由工信部发布的“2018全国百强县排行榜”中，新昌县位列第97位，同时，新昌首次入选中国信息通信研究院发布的中国工业百强县（市）（排名第91位）。2018年，新昌县地区生产总值为421.09亿元，同比增长7.4%（按可比价计算，下同）。从产业结构看，新昌县第二和第三产业发展较快，2018年增加值分别为200.08亿元和200.01亿元，分别同比增长7.4%和7.9%，三次产业结构比由2017年的5.7:48.7:45.6调整至2018年的5.0:47.5:47.5，第三产业占比逐步提升，产业结构持续优化。

图表 2. 2016-2018 年新昌县主要经济指标及增速

	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)	348.46	6.6	393.21	7.6	421.09	7.4
其中：第一产业增加值 (亿元)	22.40	2.6	22.57	2.2	21.00	1.9
第二产业增加值 (亿元)	184.40	6.5	191.46	8.5	200.08	7.4
第三产业增加值 (亿元)	161.66	7.2	179.18	7.2	200.01	7.9
工业增加值 (亿元)	172.50	6.7	176.70	8.2	183.69	7.8
固定资产投资 (亿元)	171.08	14.0	185.64	18.9	152.56	4.4
城镇居民人均可支配收入 (元)	47045	7.2	51223	8.9	55725	8.8
社会消费品零售总额 (亿元)	156.48	11.7	173.06	10.6	186.36	10.8
三次产业结构比例	6.1:50.0:43.9		5.7:48.7:45.6		5.0:47.5:47.5	

资料来源：新昌县国民经济和社会发展统计公报

注：2018 年全县固定资产投资口径为总投资 500 万元及以上投资项目（含房地产开发投资）

新昌县工业基础较好，2018 年工业增加值为 183.69 亿元。目前已形成以生产药品、药用胶丸为主的医药化工工业和以制造纺织机械、数控机床、轴承、柴油机、摩托车（轿车）铝轮、制冷配件为主的机械制造业两大支柱产业。新昌县为全国优秀医药产业基地，维生素 E 产量占全国的 90% 以上，全球的 60%，药用胶囊产量占全国的 1/3，现已有浙江医药、新和成、京新药业三家上市医药企业；新昌县制冷配件生产企业近 300 家，其中三花控股集团是国家级高新技术企业，是全国最大的制冷配件生产企业，其主导产品四通换向阀国际市场占有率超过 50%。汽车零部件龙头骨干企业万丰奥特控股集团年产铝合金轮毂 2000 多万套，是亚洲最大的轮毂生产基地。此外新昌县通用航空、信息经济等产业快速发展，万丰航空小镇入第三批省级特色小镇创建名单和全省首批培育类高新技术特色小镇名单，省级特色小镇-智能装备小镇被评为省级特色优秀小镇。2018 年，德力石化、中柴机器等项目建成投产，恒鹰动力、中财管道、日发航空、新柴动力等一批重点产业项目进展顺利。当年签约落地三花新能源热管理系统、中财管道新型材料、SKF 球轴承制造基地、连尚科技小镇等 17 个重大招商项目，总投资 279.3 亿元。此外当年万丰航空小镇正式开园，万丰航空小镇占地总面积 2500 亩，计划总投资达 100 亿元。整个小镇布局“一核两翼”，“一核”为飞机整机制造，“两翼”为航空装备和航空服务，打造全国综合性全产业链航空特色小镇。该小镇已列入国家级空中游览基地、国家级通航产业综合示范区、国家级航空飞行营地。

目前新昌县共有上市公司 10 家，从新昌县 2018 年前十大纳税企业情况看，新和成（002001）、浙江医药（600216）和三花智控（002050）等上市公司对当地税收贡献较大，业务范围遍及生物医药、制冷空调控制部件等。

图表 3. 2018 年新昌县前十大纳税企业情况（单位：万元）

公司名称	合计纳税额
新和成控股集团有限公司	75963
浙江医药股份有限公司新昌制药厂	52108
三花控股集团有限公司	48310
浙江中财管道科技股份有限公司	27588

公司名称	合计纳税额
万丰奥特控股集团有限公司	24853
京新控股集团有限公司	24750
浙江新柴控股集团有限公司	14152
浙江五洲新春集团股份有限公司	10489
浙江新昌皮尔轴承有限公司	8557
浙江顺泰实业集团有限公司	7875

资料来源：新昌投资

固定资产投资方面，2018年，新昌县500万元以上投资项目278个，其中新开工项目117个，全年完成固定资产投资（含杭绍台）152.56亿元，同比增长4.4%，增速有所回落，主要系化解政府债务的政策要求，当年政府投资项目减少，基础设施投资同比下降8.5%至45.01亿元；工业性投资33.70亿元，增长2.5%。2018年新昌县房地产投资规模不断提升，实现房地产投资50.09亿元，同比增长14.1%。

图表4. 2016-2018年新昌县主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

	2016年		2017年		2018年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	71.13	-16.6	73.89	10.7	33.70	2.5
基础设施	43.39	58.1	57.57	32.7	45.01	-8.5
房地产	37.84	10.2	43.89	16.0	50.09	14.1

注：2018年统计口径为规模以上固定资产投资

资料来源：新昌投资，新昌县国民经济和社会发展统计公报

新昌县地理位置较好，但多年来受限于铁路、空运交通短板，区域经济一直未能融入长三角一小时交通圈。金甬铁路和杭绍台铁路的建设，将使新昌县接入提速增效的高铁路网，真正融入长三角一小时交通圈。金甬铁路新昌境内路线长约10公里，总投资17亿元，2017年第三季度已全面开工建设，预计于2021年完工；杭绍台铁路新昌境内路线长约28公里，总投资45亿元，先行段已动工建设，预计2021年建成。新昌（嵊州）通用机场由万丰奥特控股集团有限公司负责建设，总投资2.7亿元，该项目已于2016年12月开工建设，预计于2021年建成。随着新昌县基础交通设施的逐步完善，当地经济或将进一步受益。

新昌县旅游资源较为丰富，拥有天姥山国家级风景区（AAAA级）、大佛寺（AAAA级）和达利丝绸园等景区。2018年全县接待国内外游客1606.60万人次，同比增长15.0%；旅游总收入140.34亿元，同比增长16.1%。

新昌县房地产市场稳步发展，2018年实现房地产投资50.09亿元，同比增长14.1%。近年来，新昌县商品房持续去库存，2018年商品房销售面积为80.13万平方米，同比增长5.3%，销售额为61.55亿元，增长21.5%，销售均价继续提升至0.77万元/平方米，年末商品房待售面积22.80万平方米，较上年末下降15.5%。

图表 5. 2016-2018 年新昌县房屋建设、销售情况

	2016 年		2017 年		2018 年	
	面积/金额	增速 (%)	面积/金额	增速 (%)	面积/金额	增速 (%)
房屋施工面积 (万平方米)	257.63	-3.1	238.29	-7.5	250.98	5.3
房屋竣工面积 (万平方米)	94.73	76.1	51.58	-45.5	44.86	-13.0
商品房销售面积 (万平方米)	58.45	26.4	76.10	30.2	80.13	5.3
商品房销售额 (亿元)	36.88	9.82	50.65	37.3	61.55	21.5

资料来源：新昌投资，新昌县国民经济和社会发展统计公报

2018 年新昌县土地出让总体呈现“量升价减”，当年土地出让总面积为 2014 亩，同比增长 34%，同期房屋买卖趋于稳定，商住用地出让单价有所下降，较上年减少 32.77% 至 178.71 万元/亩。2018 年园区土地受让单位基本都是大中型的高科技企业，工业用地价格偏低且出于招商引资的目的，一般出让价格相对优惠，工业用地出让单价也有所下降。2018 年土地出让均价为每亩 104.96 万元，较上年减少 39.93%。

图表 6. 2016-2018 年新昌县土地市场交易情况

	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积 (亩)	1451	1503	2014
其中：工业用地出让面积 (亩)	998	584	963
商住用地出让面积 (亩)	453	919	1051
土地出让总价 (亿元)	9.17	26.26	21.14
其中：工业用地出让总价 (亿元)	2.17	1.83	2.36
商住用地出让总价 (亿元)	7.00	24.43	18.78
土地出让均价 (万元/亩)	63.20	174.72	104.96
其中：工业用地出让单价 (万元/亩)	21.74	31.34	24.50
商住用地出让单价 (万元/亩)	154.53	265.83	178.71

资料来源：新昌投资

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、交通等经营性业务平稳发展。2018 年基础设施项目结算量增加，工程代建收入大幅增长，但受土地结算进度及土地出让价格影响，公司整体营业收入有所下降，后续钦寸水库投入运营，预计会对公司业绩形成一定拉动。目前公司仍有大额基建和土地整理投入沉淀在存货中，资金回笼时间明显滞后，公司后续项目资本支出压力仍较重。

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，收入主要包括工程代建收入、土地开发收入、自来水和污水费收入、客货运收入、市场摊位租赁收入、旅游开发收入和工程结算收入等，其中工程代建和土地一级开发收入是公司主要的收入来源。跟踪期内，受土地出让进度、出让价格影响，2018 年公司营业收入有所下降，当年公司实现营业收入 14.47 亿元，同比下降 14.13%，其中工程代建收入 6.00 亿元，较上年增长 93.22%，占当年营业收入的 41.47%；土地开发收入 3.66 亿元，较上年下降 58.69%，占当年营业收入的 25.30%；此外工程结算、客运服务、

旅游门票服务、自来水销售收入分别实现收入 0.94 亿元、0.81 亿元、0.70 亿元和 0.63 亿元，分别占当年营业收入的比例分别为 6.49%、5.58%、4.85%和 4.39%，其中除旅游门票服务收入有所下降外，其他几项业务收入均有所提升。

图 7. 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

业务类型	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
营业收入	168484.88	100.00	144675.33	100.00
自来水销售	6080.17	3.61	6349.02	4.39
土地开发	88615.67	52.60	36603.46	25.30
污水处理费	3436.40	2.04	3613.69	2.50
工程结算	9178.22	5.45	9390.52	6.49
客运服务	7342.61	4.36	8070.51	5.58
市场摊位租赁	3887.14	2.31	3567.26	2.47
电力销售	1898.39	1.13	1669.34	1.15
旅游门票服务	9781.27	5.81	7022.74	4.85
食品销售加工	2950.88	1.75	1310.77	0.91
宾馆服务	1134.09	0.67	1246.53	0.86
租赁服务	1083.44	0.64	2309.78	1.60
工程代建	31054.87	18.43	60004.04	41.47
贸易收入	--	--	2476.00	1.71
其他业务	2041.74	1.21	1041.65	0.72
毛利率		6.83		4.43
自来水销售		-12.72		-13.71
土地开发		7.40		7.41
污水处理费		-206.37		-250.65
工程结算		17.46		22.89
客运服务		-0.97		-46.27
市场摊位租赁		59.24		32.10
电力销售		10.07		-46.41
旅游门票服务		56.41		87.27
食品销售加工		10.68		19.60
宾馆服务		56.96		55.00
租赁服务		58.36		76.92
工程代建		6.36		10.89
贸易收入		--		19.40
其他业务		-14.83		-97.80

资料来源：新昌投资

由于该公司承担了大量基础设施建设和土地整理开发任务，相关业务盈利空间有限，且存在大量融资成本，此外公司供水、交通等经营性业务具有公益性质，因此每年新昌县政府给予公司财政补贴等方面的支持，2018 年公司收到各类财政补贴合计 21.94

亿元，入账其“他收收益”、“专项应付款”、“资本公积”或冲减“财务费用”，包括基建和土地整理补贴 17.95 亿元、供水和污水处理补贴 2.04 亿元、交通补贴 1.41 亿元、旅游业务补贴 0.50 亿元。

(1) 土地一级开发

跟踪期内，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。具体操作中，土地出让后，新昌县财政局出具土地出让净收益分配决算单，公司按照决算单确认收入，根据对应出让地块的土地开发投资金额确认成本。

该公司土地开发业务的建设模式仍为运用自有资本、县财政拨付的土地开发建设资金和银行融资贷款，对所需的工业土地和高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。受土地结算进度及出让单价下降影响，2018 年公司实现土地开发收入 3.66 亿元，较上年下降 58.69%，毛利率为 7.41%，较上年持平。截至 2018 年末，公司存货中土地开发已投入金额 193.66 亿元，变现能力较大程度受制于房地产市场、政府规划、土地指标获取、招商引资情况等因素影响。

此外，该公司拥有部分政府注入土地，主要类型为商住用地，2018 年末面积合计 1248.37 亩，账面价值 11.97 亿元，其中 1.28 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。公司承接的基础设施项目主要采用委托代建模式运营，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，公司获取工程代建收入。2018 年公司代建收入 6.00 亿元，较上年增长 93.22%，主要受项目周期及结算时点波动影响，当年毛利率较 2017 年上升 4.53 个百分点至 10.89%。

截至 2018 年末，该公司主要在建项目有历史文化街区、鼓山公园拆迁项目、新蟠线梅渚至澄潭段工程、人民路西延项目等，年末已完成投资 57.90 亿元；同年末，公司存货中代建项目尚有 85.14 亿元成本未结转。由于市政工程周期较长，投资回收期长，且资金回笼很大程度上取决于新昌县政府安排，回款时间存在一定不确定性。

图表 8. 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	已投资
人民路西延项目	51105.93	57147.87
连接线项目	38777.04	33488.54
历史文化街区	116970.31	64249.33
城北大桥至城东大桥二期	25500.00	21162.75
青山大桥建设工程	4300.00	4145.95
鼓山公园拆迁项目	60000.00	68619.91
人民东路东延道路建设工程	20000.00	7410.60
眉岱填埋场工程	18000.00	18107.88

项目名称	投资总额	已投资
15年综合整治工程	15000.00	18819.33
新中路南段	28000.00	29657.47
天姥大桥	15000.00	15178.92
鼓山公园	33000.00	11037.64
新昌县拆建房合作社	17400.00	15396.29
鼓山西路拓改	18000.00	16064.42
演溪路	7300.00	7140.51
江滨南路	6200.00	6083.39
新中路	5820.00	5832.82
体育场路	5600.00	5524.06
孝行路	5200.00	5059.20
七星大桥	5850.00	5741.73
新蟠线梅渚至澄潭段工程	52000.00	50887.54
新昌至磐安公路段二期工程	18600.00	21122.14
其他	--	91125.24
合计	--	579003.55

资料来源：新昌投资

(3) 其他业务

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 2018 年末，客运公司拥有 4 个公用型客运车站，各类运营车辆 35 辆（特指客运班车），当年客运公司日发客运班次约 140 次，新开通 3 条公交线路。2018 年公司实现客运收入 8070.51 万元，同比增长 9.91%。

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、十九峰等景区。2018 年，由于十九峰在升级改造，游客数量减少，公司实现旅游销售收入 7022.74 万元，较上年减少 28.20%。

该公司施工业务由下属的施工单位负责，主要承接的项目包括市政工程、供水工程和绿化工程等，随工程结算进度波动，2018 年公司工程结算收入略增至 0.94 亿元，当年毛利率大幅增长至 22.89%，主要系项目类型差异导致盈利空间波动及建筑材料由集团内部新设立的贸易公司集中采购，一定程度上节约了成本。

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%。截至 2018 年末，水务集团拥有 3 个自来水厂，7 座增加站，供水管网总长 936 公里，净水供水能力 14 万吨/日，公司供水业务实现全县城区 90 平方公里面积全覆盖，服务人口约 26.5 万人。从供水类型看，生活用水占比 46%，工业用水占比 30%，商业及服务业用水占比 24%。2018 年公司实现供水量 3756 万吨，供水均价为 1.884 元/吨，实现自来水销售收入 6349.02 万元。截至 2018 年末，水务集团污水处理规模达 15 万吨/日，污水输送主管道 45 公里、污水泵站 3 座，日提升总量为 14.4 万吨/日，污水

排放标准为国内一级 A 标，2018 年公司处理污水约 2423 吨，实现污水处理收入 3613.69 万元。跟踪期内，公司自来水销售和污水处理费收入均稳步提升。水利发电主要由水务集团下属子公司新昌县长诏水电发展有限公司负责，发电后入国家电网，由新昌县电力公司统一输送给居民。水库电站年平均发电量为 2170 万千瓦时，上网电量根据水库水量和电力公司需求波动较大，2018 年电价为 0.573 元/千瓦时，发电成本为支付给长诏水库管理局的水资源费，2018 年电力销售实现收入 1669.34 万元。

此外，钦寸水库工程项目持续建设，钦寸水库工程建设和经营主体浙江钦寸水库有限公司（简称“浙江水库公司”）¹。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，距新昌县城约 12km，距绍兴市区约 108km，距宁波市区约 85km。水库建设计划总投资 72 亿元，其中征地移民安置补偿投资 45 亿元，水库工程投资 27 亿元。建成后一方面能够有效提高防洪效益，另一方面能获得供水和供电收益。经测算，水库电站年平均发电量 520 万千瓦时，上网电量应为 497 万千瓦时，按电价 0.425 元/千瓦时，电力销售年收入为 211 万元；水库供水总量 14037 万立方米，其中宁波市供水量 12630 万立方米²，备用供水 1407 万立方米³，目前，公司正在与宁波市政府洽谈供水单价及政府补贴，未来收入及盈利情况尚不确定。且中短期内需要依靠供水发电收入偿还前期大额借款（45.20 亿元）。截至 2018 年末，钦寸水库已投资 67.72 元，后续公司预计还需投入约 5 亿元，截至 2018 年末钦寸水库主体已完工，但宁波市桃园水厂仍在建设中，预计 2019 年末开始供水。

该公司的市场经营（物业出租）业务主要由子公司新昌县市场发展有限公司负责运营，该业务毛利空间较大，现金流入相对稳定。目前公司可供出租物业包括三部分，分别是新昌商城、钟楼农贸市场和羊毛衫兔毛市场，面积合计约 7 万平方米，主要出租给个体工商户经营餐饮和各类贸易零售业务使用，2018 年公司物业平均出租率保持在 95% 左右，实现出租业务收入 3567.52 万元。

2018 年该公司新增加贸易业务，由新设立的贸易公司负责经营，主要经营品种为建筑施工材料，主要为新昌县各企业承建的项目提供施工材料，同时积极向县外拓展业务，2018 年贸易业务实现收入 2476.00 万元

管理

跟踪期内，该公司股权结构稳定，公司高管、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。

跟踪期内，该公司股东仍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%；实际控制人仍为新昌县人民政府。

¹ 浙江水库公司系新昌钦寸水库投资有限公司（简称“新昌水库公司”）下属子公司，浙江水库公司由新昌水库公司和宁波原水集团有限公司（简称“宁波原水集团”）共同投资组建，其中新昌水库公司代表新昌县政府出资，宁波原水集团代表宁波政府出资，新昌水库公司持股比例为 51%，浙江水库公司为钦寸水库项目建设的具体实施方和管理方

² 根据新昌县人民政府和宁波人民政府签订的协议，水库正式运营后，多年平均向宁波市供水量为 1.26 亿立方米，具体由项目公司和宁波原水集团有限公司签订供水协议。

³ 可能一部分供给新昌县，一部分供给嵊州浦口开发区。

跟踪期内，该公司高管、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 2019 年 6 月 22 日国家工商总局、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，该公司本部及子公司新昌县工业园区投资发展集团有限公司（简称“工业园投资”）、新昌县高新园区投资集团有限公司（简称“高新投资”）、新昌县城市建设投资发展有限公司（简称“新昌城投”）、水务集团、新昌县交通投资集团有限公司（简称“交通投资”）、浙江水库公司不存在重大异常情况⁴。根据公司本部 2019 年 5 月 10 日的《企业基本信用信息报告》，公司本部未结清贷款中无不良、关注类信贷记录⁵。根据子公司新昌县工业园区投资发展集团有限公司（简称“工业园投资”）提供的 2019 年 6 月 3 日《企业信用报告》，工业园投资已结清信贷信息中有 2 笔欠息、31 笔关注类贷款⁶。根据浙江水库公司提供的 2019 年 6 月 3 日《企业信用报告》，浙江水库公司信贷情况正常。

财务

跟踪期内，该公司获得政府财政拨款及股权划转，资本实力持续增强。但公司经营和投资现金缺口仍较大，刚性债务规模大幅增加，债务偿付压力上升。公司资产沉淀于开发土地和基础设施投入构成的存货，还存在大规模的资金占款，流动性一般。此外公司对外担保余额较大，具有一定代偿风险。目前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 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补充规定。

2017 年 6 月财政部发布了《企业会计准则解释第 9 号——关于权益法下投资净损失的会计处理》、《企业会计准则解释第 10 号——关于以使用固定资产产生的收入为基础的摊销方法》、《企业会计准则解释第 11 号——关于以使用无形资产产生的收入为基础的摊销方法》及《企业会计准则解释第 12 号——关于关键管理人员服务的提供方与接受方是否为关联方》等四项解释，本公司于 2018 年 1 月 1 日起执行上述解释。财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对一般企业财务报表格式进行了修订，公司对该项会计政策变更涉及的报表科目采用追溯调整法，对 2017 年度的财务报表列报项目作了相

⁴ 根据国家企业信用信息公示系统显示，水务集团 2017 年 7 月 6 日因未按照《企业信息公示暂行条例》第八条规定的期限公示 2016 年度报告被列入经营异常名录，补报并公示后，于 2017 年 8 月 24 日移出异常名录；交通投资 2017 年 7 月 6 日因未按照《企业信息公示暂行条例》第八条规定的期限公示 2016 年度报告被列入经营异常名录，补报并公示后，于 2017 年 8 月 15 日移出异常名录。

⁵ 该公司已还清债务中有 27 笔关注类贷款。

⁶ 根据浙江新昌农村商业银行股份有限公司、绍兴银行股份有限公司新昌支行提供的说明，欠息均是由于支付系统原因导致，工业园投资实际均按期支付了利息。根据浙江新昌农村商业银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司新昌支行提供的说明，关注类贷款主要系该行对政府类平台贷款一律调为关注类，工业园投资实际贷款正常，均已正常结清收回，不存在发生逾期、欠息或违约情形。

应调整。

由于当年多家子公司股权于 2018 年 1 月 1 日无偿划入该公司，属于同一实际控制下企业合并，审计报告调整该公司 2018 年年初数，此外当年审计对前期会计差错进行更正，故本次评级公司 2017 年财务数据采用 2018 年年初数。

图 9. 2018 年审计报告中前期会计差错更正（单位：万元）

会计差错更正的内容	处理程序	受影响的各个比较期间报表项目名称	累积影响数
投资列报错误	对科目进行重分类	其他非流动资产	1000.00
投资列报错误	对科目进行重分类	可供出售金融资产	4580.00
投资列报错误	对科目进行重分类	长期股权投资	-5580.00
收到污水补助冲减营业成本	调整为其他收益	其他收益	3437.46
收到污水补助冲减营业成本	调整为其他收益	营业成本	3437.46
新昌宾馆、大佛宾馆、天姥宾馆、食品公司改制评估确认的确认递延所得税冲回	对科目进行调整	无形资产	-188.73
新昌宾馆、大佛宾馆、天姥宾馆、食品公司改制评估确认的确认递延所得税冲回	对科目进行调整	未分配利润	2078.18
新昌宾馆、大佛宾馆、天姥宾馆、食品公司改制评估确认的确认递延所得税冲回	对科目进行调整	递延所得负债	-4181.36
新昌宾馆、大佛宾馆、天姥宾馆、食品公司改制评估确认的确认递延所得税冲回	对科目进行调整	资本公积	1914.45
一年内的长期借款列报错误	对科目进行调整	一年内到期的非流动负债	500.00
一年内的长期借款列报错误	对科目进行调整	长期借款	-500.00
其他应收款核销	对科目进行调整	其他应收款	-3990.00
其他应收款核销	对科目进行调整	未分配利润	-3990.00
罚金列报错误	对科目进行调整	税金及附加	-1107.98
罚金列报错误	对科目进行调整	营业外支出	1107.98
其他事项调整	对科目进行调整	相关资产科目	-4461.30
其他事项调整	对科目进行调整	相关负债科目	-5839.67
其他事项调整	对科目进行调整	少数股东权益	14.50
其他综合事项调整	对科目进行调整	未分配利润	1363.87

资料来源：新昌投资

跟踪期内，新昌县政府划拨了多家子公司股权至该公司，包括新昌县兴信建设工程检测中心有限公司（简称“兴信检测中心”）、新昌县大明市建设发展有限公司（简称“大明市公司”）、新昌县南岩水利建设发展有限公司（简称“南岩水利公司”）、新昌县高新农业园区开发有限公司（简称“高新农业公司”）、新昌县水利工程建设有限公司（简称“新昌水利公司”）、新昌县东茗乡村旅游投资发展有限公司（简称“东茗乡村旅游公司”），其中兴信监测中心原系新昌县建设局下属子公司，划拨系非同一控制下企业合并，股权取得时点 2018 年 6 月 30 日，当期末净资产 0.12 亿元；其他子公司系同一控制下企业合并，股权划转基准日均为 2018 年 1 月 1 日，大明市公司⁷、南岩水利公司、高新

⁷ 大明市公司注册资本 3.00 亿元，主要参与新昌工业园区基础设施工程 PPP 项目。2018 年，大明市公司联合中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司及浙江省建工集团有限责任公司成立项目公司中电建华明（新昌）投资发展有限公司（简称“中电建华明”，中电建华明注册资本 7.12 亿元，由中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司、大明市公司和浙江省建工集团有限责任公司分别持股 89%、10%和 1%，截至 2019 年 5 月末，实缴资本 21372 万元。），将大明市新区规划范围约 26.97 平方公里的市政道路工程、孵化器工程和安置房工程项目打包成立新昌工业园区基础设施工程 PPP 项目（简称“PPP 项目”），由中电建华明负

农业公司、新昌水利公司、东茗乡村旅游公司合并日净资产分别为 6.99 亿元、1.00 亿元、0.04 亿元、0.91 亿元和 0.02 亿元。此外公司还新设立多家子公司，部分新设立的子公司未实际出资，实际出资的子公司包括公司下属一级子公司新昌城投投资设立新昌县立成商贸有限公司（出资 1000 万元）、新昌县益成贸易有限公司（出资 200 万元），主要从事建筑材料贸易业务；一级子公司工业园投资出资 3.00 亿元设立新昌县东园建设有限公司，目前尚未有实质性业务开展。总体来说，股权划转对公司权益资本有一定提升。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2018 年末该公司所有者权益为 184.06 亿元，较上年末增加 9.44%，增量主要来自资本公积及未分配利润。资本公积较上年末增长 9.68% 至 148.91 亿元，主要系公司本部及子公司收到财政拨款合计 14.11 亿元⁸、无偿取得多家子公司股权 8.98 亿元；此外，资本公积减少主要系五家转入子公司属同一控制下企业合并被合并方实现、转出资本公积 8.85 亿元⁹，新昌县政府收回前期注入的土地资产减少资本公积 1.24 亿元。

2018 年末该公司负债总额为 369.94 亿元，同比增加 28.07%，增量主要来自刚性债务，当年末公司资产负债率较上年末上升 3.57 个百分点至 66.78%，财务杠杆持续攀升。2018 年末公司刚性债务较上年末增加 82.98 亿元至 302.19 亿元，其中短期刚性债务占比 20.60%。当年末公司刚性债务主要包括短期借款 19.00 亿元、应付票据 6.70 亿元、一年内到期的非流动负债 35.40 亿元、长期借款 193.21 亿元、应付债券 27.62 亿元¹⁰和长期应付款 19.10 亿元¹¹。公司借款方式主要系抵押、质押和保证借款，抵押物主要系土地使用权，质押物主要系水电费收费权、应收账款等，保证方主要系集团内部互相担保。公司间接融资成本主要在 4%-9% 范围。公司金融机构借款中包含金融租赁借款 20.28 亿元，主要系 2018 年新增，到期时间集中于 2019-2026 年；信托借款 19.05 亿元，到期时间集中于 2019-2022 年内；其他主要系银行借款，到期时间较为分散。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 53.45 亿元，较上年

责 PPP 项目的投资建设，PPP 项目总投资 35.62 亿元，其中资本金 7.12 亿元，按股份比例，大明市公司应出资 10% 资本金共计 7124 万元。截至 2019 年 5 月末，大明市公司已出资 2137.20 万元。截至 2019 年 5 月末，PPP 项目已完成投资 8.90 亿元。该 PPP 项目建设期小于等于 5 年，建成后由项目公司中电建华明负责运营，运营维护期 13 年，本项目采用政府付费的回报机制，根据《新昌工业园区基础设施工程 PPP 项目实施方案》，投资回报率为 5.88%。

⁸ 具体为公司本部收到财政拨款 9.59 亿元、子公司高新投资收到财政拨款 3.70 亿元、子公司新昌县工业园区投资发展集团有限公司收到财政拨款 0.78 亿元、子公司浙江水库公司收到财政拨款 382.50 万元。

⁹ 同一实际控制下企业合并，追溯调整 2017 年末数。

¹⁰ 包含 2017 年发行的两期债权投资计划合计 6.50 亿元（其中 1.50 亿元 2019 年 10 月到期，5 亿元 2022 年 11 月到期），以及 2017 年 8 月发行的资产收益权融资产品 5.43 亿元，2020 年 8 月到期。

¹¹ 主要系中银资产管理有限公司（简称“中银资管”）应付款 7.60 亿元和杭州睿沅越启投资管理合伙企业应付款 11.40 亿元。该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，利率 5.54%-7.90%。杭州睿沅越启投资管理合伙企业（有限合伙）由中信证券股份有限公司、公司和杭州睿沅资产管理有限公司分别持股 72.28%、27.71% 和 0.01%，成立后，以委托贷款的方式将杭州银行新昌支行借款资金投入公司，目前公司已获得 11.4 亿元借款，利率 5.5%，期限 2017.4-2022.4。

末减少 10.59%，主要仍系与新昌县其他企事业单位的往来款，年末主要包括新昌县城东城镇建设有限公司 13.94 亿元、新昌县梅渚新城(新村)建设投资有限公司 13.20 亿元、新昌县开发区基础设施建设有限公司 9.80 亿元、新昌县南岩城市建设投资有限公司 7.56 亿元和新昌县七星水利投资有限公司 3.48 亿元等；公司专项应付款同比增长 182.72%，主要系财政拨款增加。

截至 2018 年末，该公司对外提供担保余额为 41.31 亿元，其中关联担保余额为 40.54 亿元，非关联担保余额为 0.77 亿元，担保对象主要系新昌县县属企事业单位，担保比率 22.44%，存在由此形成的担保代偿风险。

图表 10. 截至 2018 年末，该公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额（万元）	是否为关联担保
新昌县小康新农村建设有限公司	63000.00	是
新昌县高新基础设施投资有限公司	85500.00	是
新昌县开发区基础设施建设有限公司	32000.00	是
新昌县城东城镇建设有限公司	4900.00	是
新昌县梅渚新城（新村）建设投资有限公司	117000.00	是
新昌县七星水利投资有限公司	20000.00	是
新昌县澄潭新农村建设投资开发有限公司	4500.00	是
新昌县南岩城市建设投资有限公司	30000.00	是
新昌县七星水利投资有限公司	48500.00	是
浙江恒通机械有限公司 ¹²	2200.00	否
新昌县门溪水库管理处	1150.00	否
天姥林场	300.00	否
新昌县长诏水库管理局	4000.00	否
合计	413050.00	--

资料来源：新昌投资

（2）现金流分析

2018 年该公司营业收入有所下降，但经营收现情况较好，当年公司营业收入现金率 123.28%，较上年增长 36.76 个百分点，同时公司项目建设及土地开发资金需求仍然很大，主营业务现金缺口较大，为 53.54 亿元；此外经营性现金往来金额较大，2018 年其他经营活动现金净流出 1.19 亿元，经营活动现金净流出 57.37 亿元。2018 年公司购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 7.66 亿元，主要系钦寸水库等在建项目投入；同期公司投资支付的现金 6.70 亿元，主要系参股项目资本金投入 1.69 亿元以及购买理财产品 1.52 亿元、购买股票 1.99 亿元、购买可交换债券 1.50 亿元，当年公司投资性现金净流出 13.31 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 76.58 亿元，现金收支得以平衡。

¹² 其中浙江恒通机械有限公司（简称“恒通机械”）为民营企业，系 2014 年根据新昌县政府抄告单，子公司新昌城市建设投资集团有限公司（简称“新昌城投”）为该企业提供为期 5 年的担保，2018 年新昌城投与恒通机械补签连带责任保证反担保协议，由恒通机械实际控制人及亲属提供连带责任担保，该笔借款将于 2019 年 7 月到期。

(3) 资产质量分析

2018 年末，该公司资产总额较上年增长 21.22 % 至 553.99 亿元。公司资产仍以流动资产为主，占比 71.71%。流动资产主要集中于货币资金、其他应收款和存货，年末余额分别为 58.89 亿元、37.61 亿元和 291.71 亿元。其中其他应收款主要由公司与新昌县县属机构及下属企业的往来款项构成，较上年末增长 4.93%，年末主要包括浙江新昌经济开发区管理委员会 17.64 亿元、新昌县财政局 4.94 亿元、新昌县钦寸水库工程建设指挥部移民局、新昌县铁路工程建设指挥办公室 2.40 亿元及新昌县高新区管委会 2.40 亿元等，回收期限具有不确定性；当年末公司存货仍主要系开发整理的土地投入 193.66 亿元的和政府拨入的土地资产 11.97 亿元以及基础设施建设投入成本 85.14 亿元，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 58.89 亿元，较上年末增加 39.26%，其中可动用货币资金余额为 43.33 亿元，能够为即期偿付提供一定支撑。此外公司交易性金融资产增长 229.53% 至 2.76 亿元，主要系当年购买的万丰奥威和三花智控股票；应收账款减少 88.01% 至 0.50 亿元，主要系收到项目回款所致；预付款项减少 72.96% 至 4.64 亿元，主要系部分项目款结转至存货；其他流动资产增长 361.06% 至 1.13 亿元，主要系购买的理财产品增加。

2018 年末该公司非流动资产为 156.70 亿元，较上年末增长 10.04 %，构成以可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产为主，期末余额分别为 11.44 亿元、10.23 亿元、13.29 亿元、73.81 亿元和 41.27 亿元。其中，可供出售金融资产增长 29.64% 至 11.44 亿元，包括对浙江绍金高速公路有限公司追加投资 5766.17 万元、金甬铁路新昌段追加投资 3250.00 万元¹³、对 PPP 项目公司中电建华明投入资本金 2137.20 万元、可交换债券 18 美盛 E1¹⁴ 投资 1.5 亿元；投资性房地产主要系公司目前正在经营的物业为主，同期末余额为 10.23 亿元，公允价值变动略有增值；当期公司购置皮尔轴承厂土地和地上建筑物¹⁵及部分完工项目由在建工程转入使得固定资产增长 35.32% 至 13.29 亿元；在建工程较上年末增长 7.44% 至 73.81 亿元，主要系钦寸水库工程、十九峰景区工程等项目投入增加，年末主要包括钦寸水库工程 67.72 亿元、十九峰景区工程 1.75 亿元；无形资产期末余额为 41.27 亿元，主要系砂石资源，当期变动不大。此外当年末增加长期应收款 1.81 亿元，主要系融资租赁保证金。

(4) 流动性/短期因素

2018 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 331.33% 和 84.18%，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，对筹资性现金依赖严重，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。此外年末公司刚性债务规模大幅上升，公司债务压力很重。目前公司账面可动用货币资金 43.33 亿元，能对短期债务偿付形成一定支撑，期末现金比率为 51.41%。

¹³ 对浙江绍金高速公路有限公司和金甬铁路新昌段的投资系该公司代表新昌县政府的投资。

¹⁴ 可交换债券 18 美盛 E1（美盛控股集团有限公司 2018 年非公开发行可交换公司债券）初始换股价格为 6.8 元/股，存续期 36 个月，存续期间内票面利率为 8.5%。

¹⁵ 出于招商引资的目的，为推进 SKF 球轴承新昌生产基地及研发中心重点投资项目的落地建设，该公司对其老厂区的土地和地上建筑物进行收购。

截至 2018 年末，该公司资产总额中受限资产账面价值合计为 27.75 亿元，占总资产比例为 5.00%，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。

图表 11. 截至 2018 年末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	155630.00	26.43	用于银行借款、应付票据质押
其他流动资产	5000.00	44.41	用于银行借款质押
存货	12781.80	0.44	用于银行借款质押
投资性房地产	102288.14	100.00	用于银行借款质押
固定资产	1355.97	1.02	用于银行借款质押
无形资产	396.76	0.10	用于银行借款质押
合计	277452.66	--	--

资料来源：新昌投资

3. 公司盈利能力

2018 年该公司实现营业收入 14.47 亿元，同比减少 14.13%，当年公司综合毛利率 4.43%，较上年减少了 2.40 个百分点。公司盈利主要来源于政府补助和营业毛利，2018 年公司实现营业毛利 0.64 亿元，其中工程代建业务、旅游门票服务、土地开发业务对公司毛利贡献较大，而污水处理、客运服务持续亏损。当年公司期间费用同比增长 26.78% 至 4.40 亿元，主要因为合并范围的子公司增加，管理费用较上年增长 81.39% 至 3.70 亿元；当期财务费用有所减少，主要系财政贴息冲减了财务费用。同期，公司获得政府补助收入 6.84 亿元计入其他收益，实现净利润 2.71 亿元，增长 77.70%。

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，后续钦寸水库投入运营，预计会对公司业绩形成一定拉动。2018 年公司获得政府资本注入，资本实力持续增强。且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。

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 2018 年末，公司获得银行授信 254.61 亿元，其中未使用授信 56.90 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

14 新昌债 01 与 14 新昌债 02 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 2018 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控股股东。

图表 12. 截至 2018 年末中投保公司前五大股东持股情况

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资公司	21.24	47.20
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计：		39.15	87.01

资料来源：中投保公司

截至 2018 年末，中投保公司经审计的合并口径资产总额为 204.53 亿元，净资产为 101.27 亿元；当年实现营业总收入¹⁶28.74 亿元，其中担保业务净收入 5.69 亿元，投资收益 22.23 亿元，净利润 18.61 亿元。2018 年中投保公司担保业务发生额为 146.19 亿元；当年末在保余额（不含受托类担保业务）为 678.98 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，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。

2018 年，中投保公司深入业务结构调整，控制公共融资类担保业务节奏，同时随着保本投资类担保业务和公共融资类担保业务大量到期解保，其当年末担保余额显著下降，短期内存量业务规模呈收缩态势。中投保公司金融产品担保占比较高，担保期限长，担保金额大，集中度偏高。随着钢贸担保业务的清理和业务结构的调整，中投保公司代

¹⁶ 营业总收入包含已赚保费、投资收益、公允价值变动收益、汇兑损益和其他业务收入。

偿规模大幅度下降。受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，公司追偿效果较好，整体担保资产质量仍较好。

整体来看，中投保公司提供的担保进一步增强了上述债券的安全性。

2. 银行流动性贷款支持

2014年3月，该公司与中国工商银行股份有限公司新昌支行就14新昌债01与14新昌债02签订了《流动性贷款支持协议》：14新昌债01与14新昌债02存续期内，当发行人对上述债券利息支付和/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上述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上述债券偿付本息，以解决发行人上述债券本息偿付困难。

跟踪评级结论

新昌县位于长三角经济圈内，工业基础较好，跟踪期内经济实力持续增强，2018年首次入选中国工业百强县（市）。目前新昌县已形成装备制造和生物医药两大支柱产业，此外通用航空、信息经济等新兴产业快速发展。

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、交通等经营性业务平稳发展。当年基础设施项目结算量增加，工程代建收入大幅增长，但受土地结算进度及土地出让价格影响，公司整体营业收入有所下降，后续钦寸水库投入运营，预计会对公司业绩形成一定拉动。2018年公司获得政府资金拨款及股权划转，资本实力持续增强。但公司经营和投资现金缺口仍较大，刚性债务规模大幅增加，债务偿付压力上升。公司资产沉淀于开发土地和基础设施投入构成的存货，还存在大规模的资金占款，流动性一般。此外公司对外担保余额较大，具有一定代偿风险。目前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。

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）公司土地整理及基建项目投融资压力及现金流平衡情况；（5）钦寸水库工程投资进度以及投产后运营情况；（6）公司交通、水务等经营性业务开展情况；（6）公司对外担保情况；（7）债券担保方的经营与财务情况以及对债券的担保效力等。

附录一：

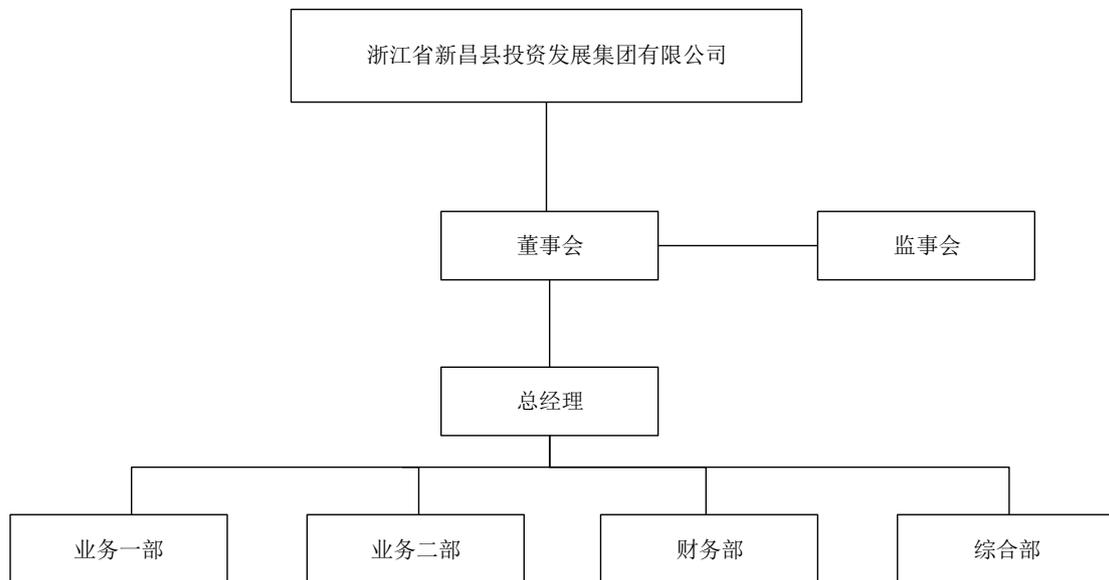
公司与实际控制人关系图



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 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	287.33	457.03	553.99
货币资金 [亿元]	34.37	42.29	58.89
刚性债务[亿元]	147.69	219.22	302.19
所有者权益 [亿元]	89.64	168.17	184.05
营业收入[亿元]	7.16	16.85	14.47
净利润 [亿元]	0.78	1.52	2.71
EBITDA[亿元]	5.13	5.13	7.60
经营性现金净流入量[亿元]	-26.46	-69.25	-57.37
投资性现金净流入量[亿元]	-9.36	-15.32	-13.31
资产负债率[%]	68.80	63.20	66.78
长短期债务比[%]	193.46	214.76	208.52
权益资本与刚性债务比率[%]	60.70	76.71	60.91
流动比率[%]	294.63	342.85	331.33
速动比率 [%]	95.12	90.87	84.18
现金比率[%]	51.03	47.00	51.41
利息保障倍数[倍]	0.52	0.42	0.28
有形净值债务率[%]	231.23	227.48	259.98
担保比率[%]	31.12	32.84	22.44
毛利率[%]	8.99	6.83	4.43
营业利润率[%]	-36.50	11.83	20.07
总资产报酬率[%]	1.74	1.11	1.02
净资产收益率[%]	1.01	1.18	1.54
净资产收益率*[%]	1.10	1.30	1.63
营业收入现金率[%]	109.23	86.51	123.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-40.64	-87.04	-54.20
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.70	-28.47	-17.42
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-55.02	-106.29	-66.78
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.26	-34.76	-21.46
EBITDA/利息支出[倍]	0.63	0.52	0.41
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03

注：表中数据依据新昌投资经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算，2017 年数据为 2018 年审计报告年初数。

附录四：
担保方主要财务数据及指标表

项目	2016年	2017年	2018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）	66.64	100.29	101.27
总资产（亿元）	130.47	191.65	204.53
风险准备金（亿元）	14.96	14.48	12.97
担保业务收入（亿元）	6.81	6.49	5.69
营业利润（亿元）	8.14	8.92	20.97
净利润（亿元）	5.99	6.85	18.61
营业利润率（%）	64.14	66.82	290.55
平均资本回报率（%）	9.27	9.55	22.92
担保放大倍数（倍）	28.12	12.60	-
风险调整融资性担保放大倍数（倍）	4.06	2.39	4.25
资本充足率（%）	3.56	7.93	14.91
代偿保障率（%）	1.31	15.72	68.17
现金类资产比率（%）	2.59	9.70	12.59
担保业务：			
担保发生额（亿元）	554.22	168.30	146.19
担保余额（亿元）	1873.82	1263.98	678.98
当期担保代偿率（%）	0.15	0.07	0.00
累计担保代偿率（%）	0.11	0.10	0.10
代偿回收率（%）	45.59	54.64	--
当期代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注 1：根据中投保公司经审计的 2016-2018 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算；

注 2：2017-2018 年末，中投保公司股东权益中包括 25.15 亿元的可续期公司债券；

注 3：中投保公司根据《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融[2015]91 号）和《关于中国投融资担保有限公司开展担保业务风险分级管理的意见》（京金融[2015]126 号），加权计算风险调整融资性担保放大倍数。

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。