

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[2020]100049】

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/2020 年 5 月 12 日	AA+/稳定/AAA/2020 年 5 月 12 日
前次跟踪:	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 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	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	7.52	4.60	8.91
刚性债务	24.11	29.60	49.89
所有者权益	31.51	32.39	41.11
经营性现金净流入量	24.48	-5.91	0.24
发行人合并数据及指标:			
总资产	457.03	560.35	602.51
总负债	288.85	374.17	383.13
刚性债务	219.22	303.86	336.99
所有者权益	168.17	186.18	219.37
营业收入	16.85	16.00	25.74
净利润	1.52	3.22	2.85
经营性现金净流入量	-69.25	-58.52	-39.37
EBITDA	5.13	7.76	7.88
资产负债率[%]	63.20	66.77	63.59
长短期债务比[%]	214.76	204.03	192.27
营业利润率[%]	11.83	22.34	12.79
短期刚性债务现金覆盖率[%]	159.47	99.06	77.25
营业收入现金率[%]	86.51	121.41	105.55
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-46.10	-27.58	-18.26
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.43	0.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.02
担保方数据:			
总资产	191.65	204.53	265.13
股东权益	100.29	101.27	106.67
担保余额	1263.98	678.98	501.67
担保放大倍数[倍]	12.60	--	--

注: 发行人数据根据新昌投资经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算, 2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数, 2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数。担保方数据根据中投保公司经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。

分析师

刘道恒 ldh@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 2019 年以来新昌投资在区域环境、政府支持、资本实力等方面保持优势,同时也反映了公司在债务规模、资产流动性、主业盈利能力及或有负债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。
- **政府支持力度较大。**新昌投资系新昌县核心的政府性项目投资建设主体,跟踪期内,公司在项目获取、融资等方面持续获得新昌县人民政府的积极支持。
- **资本实力持续增强。**凭借新昌县人民政府持续注入资产以及新昌投资自身经营积累,公司资本实力持续增强,2019 年末资产负债率有所下降。
- **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。**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,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。



- **资产流动性偏弱。**新昌投资大额资产沉淀于土地开发和基础设施建设投入构成的存货，且存在较大规模的资金占款，流动性一般。
- **主业盈利能力弱。**新昌投资主营业务利润空间有限，公司盈利对财政补助有一定依赖。
- **或有负债风险。**新昌投资对外担保规模较大，且 2019 年公司并入转贷业务风险较高，有一定代偿风险。

➤ 未来展望

本评级机构考虑到区域经济环境较好、公司资本实力增强以及政府支持力度较大等因素，决定调整公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并给予上述债券 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 2019 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分别兑付本金 3.60 亿元，待偿余额 2.40 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 2019 年末募投项目已完工，募投资金已全部使用完毕。

截至 2020 年 5 月 7 日，该公司待偿还债券本金余额合计为 79.40 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
14 新昌债 01	6.00	7	5.88	2014-10-29	2.40	已到期兑付 3.60 亿元
14 新昌债 02	6.00	7	6.95	2014-12-30	2.40	已到期兑付 3.60 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
19 新昌 01	14.00	5	6.50	2019-09-19	14.00	未到期
19 新昌 02	7.00	5	6.08	2019-12-10	7.00	未到期
20 新昌 G1	6.00	5	6.00	2020-01-20	6.00	未到期
20 新昌 01	9.00	5	6.00	2020-02-28	9.00	未到期
G20 新昌 1	9.60	5	5.70	2020-02-28	9.60	未到期
20 新昌 02	4.00	3	5.70	2020-04-22	4.00	未到期
19 新昌物流项目 NPB01	6.00	7	6.00	2019-07-25	6.00	未到期

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
20 新经 01	5.00	5	5.95	2020-04-27	5.00	未到期
20 新建 01	4.00	6	5.86	2020-04-29	4.00	未到期

资料来源：Wind 资讯（截至 2020 年 5 月 7 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及

贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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》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，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。2019年末，我国城镇化率为60.60%，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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，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。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

新昌县位于长三角经济圈内，工业基础较好，近年来经济实力持续增强，2020年入选浙江省创造力十强县（市、区）。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。

新昌县地处浙江省东部，隶属绍兴市，东邻宁波、南界台州、西接金华、北通杭州。新昌县内山林面积为131.3万亩，占土地总面积的71.7%，是一个以山林、旱地为主的山区丘陵县，具有“八山半水分半田”的地貌特征，森林覆盖率保持在65%以上，境内三江水质达到Ⅱ类水，空气优良率90%以上。截至2019年末，新昌县总人口43.37万人，下辖16个乡镇（街道）。

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。2019年，常台高速新昌南互通建成通车，杭绍台高铁、金甬铁

路、杭绍台高速、527 国道、新昌（嵊州）通用机场等重大交通项目加快建设。随着新昌县基础设施的逐步完善，当地经济或将进一步受益。

跟踪期内，新昌县地区生产总值保持增长态势，2019 年由中国社会科学院发布的“中国县域经济发展报告（2019）”中，新昌县位列第 61 位；2020 年，新昌县入选浙江省创造力十强县（市、区）。2019 年，新昌县地区生产总值为 451.46 亿元，同比增速为 6.3%（按可比价计算，下同）。从产业结构看，新昌县地区生产总值主要由第二、三产业构成，2019 年增加值分别为 223.80 亿元和 205.56 亿元，分别同比增长 5.6% 和 7.8%，三次产业结构比为 4.9:49.6:45.5。

图表 2. 2017-2019 年新昌县主要经济指标及增速

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	393.21	7.6	421.09	7.4	451.46	6.3
其中：第一产业增加值 (亿元)	22.57	2.2	21.00	1.9	22.10	2.2
第二产业增加值 (亿元)	191.46	8.5	200.08	7.4	223.80	5.6
第三产业增加值 (亿元)	179.18	7.2	200.01	7.9	205.56	7.8
工业增加值 (亿元)	176.70	8.2	183.69	7.8	197.86	6.4
固定资产投资 (亿元) ¹	185.64	18.9	152.56	4.4	147.46	-3.3
城镇居民人均可支配收入 (元)	51223	8.9	55725	8.8	60167	8.0
社会消费品零售总额 (亿元)	173.06	10.6	186.36	10.8	205.66	10.4
三次产业结构比例	5.7:48.7:45.6		5.0:47.5:47.5		4.9:49.6:45.5	

资料来源：新昌县国民经济和社会发展统计公报

新昌县工业基础较好，2019 年工业增加值为 197.86 亿元，同比增长 6.4%。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，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。2019 年，新昌县共签约落地浙江医药现代生物医药产业园、捷昌智能家居物联网产业园等 33 个重大招商项目，总投资 302 亿元（实到内资 35.36 亿元，实际利用外资 5594 万美元）；新柴项目建成投产，三花智控、京新药业、美力科技等项目进展顺利。高新园区综合竞争力不断提升，在省级高新区考核中排名第一；中小微企业园加快建设，新建厂房面积 13.8 万平方米。目前新昌县共有上市公司 10 家。从新昌县 2019 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，业务范围包括生物医药、制冷空调控制部件等。

¹ 2018-2019 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）。

新昌县旅游资源较为丰富，县内 AAAA 级景区包括天姥山国家级风景区、大佛寺和达利丝绸园等。2019 年，镜岭镇创建省级旅游风情小镇，韩妃江安岚度假酒店、梅溪湖民俗文化及休闲养生园等项目建设进展顺利；此外开元乡村旅游度假综合体、安缇缦生态旅游度假区等重大文旅项目相继落户新昌。2019 年，新昌县共接待国内外游客 1815.62 万人次，增长 13.0%，全年旅游总收入 159.02 亿元，增长 13.3%。

跟踪期内，新昌县固定资产投资额有所下滑，2019 年新昌县固定资产投资为 147.46 亿元，同比减少 3.3%；其中，工业投资额受项目落地及建设进度影响同比减少 3.7% 至 32.44 亿元；由于政府项目投资加快，当期基础设施投资同比增长 12.7% 至 50.74 亿元。

图表 3. 2017-2019 年新昌县主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	73.89	10.7	33.70	2.5	32.44	-3.7
基础设施	57.57	32.7	45.01	-8.5	50.74	12.7
房地产	43.89	16.0	50.09	14.1	39.22	-21.7

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

近三年，新昌县房地产市场有所波动，2017-2019 年当地房地产投资分别为 43.89 亿元、50.09 亿元和 39.22 亿元，其中 2017-2018 年增长较快，2019 年有所回落。2017-2018 年，新昌县商品房持续去库存，同期商品房销售面积分别为 76.10 万平方米和 80.13 万平方米；销售额分别为 50.65 亿元和 61.55 亿元。2019 年，受房地产政策及景气度影响，全县商品房销售面积同比下降 7.4% 至 74.19 亿元。

图表 4. 2017-2019 年新昌县房屋建设、销售情况

指标	2017 年		2018 年		2019 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)	238.29	-7.5	250.98	5.3	313.09	24.8
房屋竣工面积 (万平方米)	51.58	-45.5	44.86	-13.0	29.47	-34.3
商品房销售面积 (万平方米)	76.10	30.2	80.13	5.3	74.19	-7.4
商品房销售额 (亿元)	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

2017-2019 年，新昌县土地出让总价分别为 24.97 亿元、19.39 亿元和 17.46 亿元，其中住宅用地出让总价占比分别为 90.59%、80.35% 和 74.91%，受累于住宅用地出让总价下降，土地出让总价逐年减少。2018 年由于出让地块位置较偏，当年住宅用地出让单价同比下降 31.47%；2019 年新昌县房地产市场景气度有所回落，当年住宅用地出让面积同比下降 45.44%。受益于项目落地，2017-2019 年新昌县工业用地出让面积不断增加，同期分别为 29.23 万平方米、64.22 万平方米和 67.29 万平方米；2018-2019 年土地受让单位基本都是优质企业，且出于招商引资的目的，一般出让价格相对优惠。

图表 5. 2017-2019 年新昌县土地市场交易情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
土地出让总面积 (万平方米)	86.42	130.67	125.85

指标	2017年	2018年	2019年
其中：工业用地出让面积（万平方米）	29.23	64.22	67.29
住宅用地出让面积（万平方米）	51.75	52.00	28.37
商业/办公用地出让面积（万平方米）	3.02	2.34	18.11
其他用地出让面积（万平方米）	2.42	12.12	12.08
土地出让总价（亿元）	24.97	19.39	17.46
其中：工业用地出让总价（亿元）	1.46	2.35	2.60
住宅用地出让总价（亿元）	22.62	15.58	13.08
商业/办公用地出让总价（亿元）	0.48	0.34	0.86
其他用地出让总价（亿元）	0.41	1.12	0.92
土地出让均价（元/平方米）	2889.76	1484.21	1387.41
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	500.72	366.57	386.95
住宅用地出让单价（元/平方米）	4370.75	2995.34	4612.64
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	1601.22	1450.75	472.73
其他用地出让单价（元/平方米）	1682.00	928.27	758.60

资料来源：中指数据库

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为新昌县核心的城市基础设施建设及国有资产经营主体，承担了区域内重大政府项目建设任务，目前公司仍有大额基建和土地开发投入沉淀在存货中，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。同时，公司经营的自来水、污水处理、客运服务等业务在区域内具有专营优势。此外，公司还开展物资销售、工程施工、物业租赁、旅游等经营性业务；2019年公司大力发展物资销售业务，带动当年营业收入大幅上升，但盈利空间有限。

跟踪期内，该公司仍为新昌县核心的城市基础设施建设及国有资产经营主体，公司承担了一定的政府职能，在新昌县范围内进行土地开发、基础设施及棚户区改造等工作；同时，公司负责国有经营性资产的经营与管理，包括水务业务、物业租赁、客运服务、旅游等；为了拓宽收益渠道、增强经营稳定性，2019年公司大力发展物资销售业务，带动当年营业收入大幅上升，但盈利空间有限。公司收入主要包括工程代建收入、土地开发收入、物资销售收入、自来水和污水费收入、客运服务收入、市场摊位租赁收入、旅游收入和工程结算收入等。2019年，公司实现营业收入25.74亿元，同比增长60.92%。由于物资销售业务收入大幅增长，占当年营业收入的39.54%，工程代建和土地开发收入合计占比下降至34.93%。此外，工程结算、客运服务、旅游、自来水销售收入等经营性业务对公司营业收入形成一定补充。

图表 6. 2017-2019 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		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	168484.88	100.00	159953.06	100.00	257402.05	100.00

业务类型	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地开发	88615.67	52.60	36603.46	22.88	37755.95	14.67
工程代建	31054.87	18.43	60004.04	37.51	52156.12	20.26
物资销售	--	--	1646.67	1.03	101773.39	39.54
自来水销售	6080.17	3.61	6349.02	3.97	6348.92	2.47
污水处理费	3436.40	2.04	3613.69	2.26	3629.46	1.41
电力销售	1898.39	1.13	1669.34	1.04	3669.34	1.43
工程结算	9178.22	5.45	20972.01	13.11	20553.85	7.99
客运服务	7342.61	4.36	8070.51	5.05	9495.55	3.69
市场摊位租赁	3887.14	2.31	3567.26	2.23	3100.39	1.20
旅游门票服务	9781.27	5.81	7022.74	4.39	6660.32	2.59
其他业务	7210.14	4.28	10434.32	6.52	12258.76	4.76
毛利率		6.83		4.80		2.69
土地开发		7.40		7.41		7.41
工程代建		6.36		10.89		9.48
物资销售		--		1.07		1.32
自来水销售		-12.72		-13.71		-18.88
污水处理费		-206.37		-250.65		-272.31
电力销售		10.07		-46.41		23.80
工程结算		17.46		15.96		12.30
客运服务		-0.97		-46.27		-32.23
市场摊位租赁		59.24		32.10		36.11
旅游门票服务		56.41		87.27		76.71
其他业务		17.90		21.45		19.18

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、资金拨款等支持，2019年公司收到各类财政拨款及补贴合计14.87亿元，入账“其他收益”、“资本公积”、“专项应付款”、“递延收益”或冲减“财务费用”。

（1）基础设施建设业务

➤ 土地开发业务

跟踪期内，该公司土地开发业务仍主要由下属子公司新昌县城市建设投资集团有限公司（简称“新昌城投”）、新昌县高新园区投资集团有限公司（简称“高新投资”）和新昌县工业园区投资发展集团有限公司（简称“工业园投资”）承担，上述子公司对

应分别负责新昌县老城区以及七星新区²、新昌高新园区和新昌工业园区地域范围。公司运用自有资金、县财政拨付的土地开发建设资金以及其他方式融资借款，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。

该公司土地开发业务收入实现方式为新昌县自然资源和规划局³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，剩余款项由新昌县政府按土地开发成本加成一定比例作为土地开发收入返还公司。具体操作中，土地出让后，公司根据对应出让地块的土地开发投资金额计算成本，由新昌县财政局、新昌县自然资源和规划局出具土地出让收入与成本确认单，公司按照确认单确认收入及成本。此外，公司部分土地开发业务通过 PPP 模式进行，公司先行垫付资金，由政府相关单位与 PPP 项目公司签订协议，后期通过 PPP 项目公司支付公司垫付资金，截至 2019 年末，公司存货账面尚有 10 亿元垫付 PPP 项目资金未回笼⁴。

2019 年，该公司实现土地开发业务收入 3.78 亿元，同比略增 3.15%；同期土地开发业务毛利率为 7.41%。截至 2019 年末，公司存货中土地开发已投入金额 151.44 亿元⁵，较 2018 年末减少主要系 2019 年子公司新昌县七星新区发展有限公司(简称“七星公司”)不再纳入合并范围⁶。目前新昌县仍有较大面积土地需整理，将视资金情况逐步进行整理开发。公司已整理土地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，近年来公司回款较为滞后。

此外，截至 2019 年末，该公司存货中土地资产面积合计 534.52 亩，账面价值 5.06 亿元(其中 0.65 亿元已受限)，主要类型为商住用地及工业用地。其中政府注入土地 282.50 亩，以评估价值计量账面价值 2.49 亿元；公司招拍挂购入土地 252.02 亩，以成本法入账账面价值 2.57 亿元。

➤ 棚户区改造业务

该公司棚改业务主要集中在新昌老城区，由子公司新昌城投负责，目前在建岙桥里、里江区块棚改项目采用政府购买服务模式，其中对岙桥里区块的老旧住宅等建筑物进行拆迁安置及场地平整，涉及户数 1015 户，拆迁总建筑面积 11.91 万平方米；里江区块总占地面积 41.18 亩，涉及 512 户，改造建筑面积 5.82 万平方米，新建建筑面积 4.72

² 新昌县政府于 2019 年 12 月将七星公司 51% 股权从新昌城投无偿划转至新昌县国有资产经营有限公司，2019 年末，七星公司不纳入公司并表范围。截至 2019 年末，七星公司资产总额 64.73 亿元、总负债 56.19 亿元、资产负债率 89.81%，2019 年实现营业收入 0.02 亿元、净利润-0.01 亿元。

³ 原名为新昌县国土资源局。

⁴ 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”)，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，由中电建华明负责 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。PPP 项目总投资中约 15 亿元征地拆迁费用已由工业园投资代为支付，中电建华明计划于 2019-2021 年每年偿还工业园投资 5 亿元，根据新昌县羽林街道办事处提供的收据，新昌县羽林街道办事处于 2019 年 4 月 29 日收到中电建华明支付大明市新区征地拆迁款 5 亿元；根据工业园投资提供的银行收款入账通知凭证，工业园投资于 2019 年 4 月 30 日收到新昌县羽林街道办事处征迁资金专户支付的 5 亿元大明市新区土地征用款，截至 2019 年末，工业园投资尚有 10 亿元未收回。

⁵ 包括资本化利息支出。

⁶ 截至 2018 年末，七星公司土地整理业务投入 32.68 亿元。

万平方米。上述两个棚改项目由公司筹集建设资金，合计计划总投资 27.14 亿元，截至 2019 年末已完成投资 25.67 亿元。根据政府购买协议，由新昌县住房和城乡建设局作为购买主体，购买服务资金纳入新昌县财政预算支出、中期财政规划和政府购买服务预算管理，由新昌县财力统筹解决，购买服务协议总价款为 35.60 亿元，公司应于 2018 年及 2019 年分别收到购买服务费用 0.38 亿元和 0.62 亿元，截至 2019 年末实际公司未收到政府购买服务费用，后续回款时间尚不确定。

图表 7. 截至 2019 年末公司主要在建棚改项目（单位：亿元）

项目名称	开发期间	总投资额	截至 2019 年末已投资
岙桥里区块棚改项目	2017.10-2020.2	19.53	18.26
里江北历史文化街区项目	2019.8-2020.12	7.61	7.41
合计	--	27.14	25.67

资料来源：新昌投资

➤ 工程代建业务

该公司基础设施建设业务主要依托各子公司开展，不同子公司各有分工。公司下属新昌城投主要负责新昌县老城区范围内的城市基础设施项目建设；下属高新投资、工业园投资分别负责新昌高新园区和新昌工业园区区域的城市基础设施建设任务；此外，新昌县交通投资集团有限公司（简称“交通投资”）也承接新昌县内部分交通类基础设施项目，目前已投资规模不大，未来项目投入预计将有所增加。

该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，由县政府及相关企业根据委托建设协议安排资金统一结算，公司获取工程代建收入。2019 年公司工程代建业务同比下降 13.08% 至 5.22 亿元，主要受项目周期及结算时点影响有所波动；同期工程代建业务毛利率为 9.48%，因各子公司项目差异导致毛利率同比下降 1.41 个百分点。公司已结算项目资金基本可于当年回笼，但公司已完工未结算及在建项目投资规模较大，部分项目未签订代建协议，项目前期建设资金主要由公司垫付，而项目结算进度滞缓，资金压力较大。

目前该公司主要在建项目包括鼓山公园拆迁项目、眉岱填埋场工程、下司巷旧城区改建项目、527 国道新昌大市聚至嵊州黄泽段工程等，截至 2019 年末，已完成投资 50.23 亿元，后续尚需投入资金 63.40 亿元，未来项目投资压力较大。截至 2019 年末，公司存货中尚有未结转代建项目成本 78.05 亿元，由于工程周期及投资回收期较长，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 2019 年末公司主要在建⁷项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
鼓山公园拆迁项目	18.34	8.86
城北大桥至城东大桥二期	2.10	2.44
新昌县拆建房合作社	1.74	1.54
眉岱填埋场工程	4.50	2.28

⁷ 部分项目为已完工未结算。

项目名称	计划总投资	已投资
人民路西延项目	5.11	6.15
连接线项目	3.88	3.96
湖滨一路延伸工程项目	3.00	2.70
下司巷旧城区改建项目	12.05	1.06
泉清至五丰道路（隧道）工程	3.75	2.57
秀洲至路桥公路新昌梅渚至澄潭段段改建工程	5.96	5.96
新昌至磐安公路段二期工程	2.37	2.37
秀洲至仙居公路新昌段	8.50	2.24
农村公路改造提升项目	0.83	0.83
527 国道金甬铁路连接线工程	3.11	0.29
城南路口平改立工程	2.09	0.82
104 收费公路工程	2.39	2.39
太下线儒岙至常台高速双彩道口改造工程	3.41	0.38
527 国道新昌大市聚至嵊州黄泽段工程	30.50	3.39
合计	113.63	50.23

资料来源：新昌投资

截至 2019 年末，该公司主要拟建项目包括葫马线莒溪至后岱山段提升改造工程、求是路新建工程等，计划总投资 3.47 亿元。

图表 9. 截至 2019 年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2020 年计划投资
葫马线莒溪至后岱山段提升改造工程	1.32	0.60
滨江北路西段新建工程	0.80	--
求是路新建工程	0.85	--
藕岸碓道路拓宽工程	0.50	--
合计	3.47	0.60

资料来源：新昌投资

（2）物资销售业务

该公司物资销售业务主要由子公司新昌县立成商贸有限公司（简称“立成商贸”）⁸负责，物资销售品种主要包括钢材、钢铁、螺纹钢、水泥等建筑施工材料。公司通过投标或客户委托获取业务，根据客户需求，由公司垫资向供应商购买商品，委托运输公司运至交货地点。2018 年，公司主要为新昌县市政项目提供施工材料，当年实现物资销售业务收入 0.16 亿元；2019 年，公司积极向县外拓展业务，业务地域范围拓展至浙江省、江苏省及上海市等地区，当年物资销售业务收入大幅增长至 10.18 亿元。2019 年，公司下游客户主要为上海三宗实业有限公司、浙江企坤供应链管理有限公司、中国建筑

⁸ 立成商贸成立于 2018 年 7 月，由新昌城投 100.00% 持股，注册及实收资本均为 1.00 亿元。经营范围包括销售黄沙、石子、金属材料、钢材、水泥、建筑材料、化肥、农药（不含剧毒农药、不含危险化学品）；市政工程、园林绿化；机械设备租赁；道路货物运输；货物进出口等。

第八工程局有限公司等，上游主要供应商为宁波宝都商贸有限公司、广德县新远达金属制品有限公司等。盈利模式方面，公司主要利用自身集中采购的议价能力及向下游客户提供一定的回款账期（通常为3-6个月），赚取上下游客户之间差价及收取客户应收账款资金占用费实现盈利；2018-2019年，公司物资销售业务毛利率分别为1.07%和1.32%。

图表 10. 2019 年物资销售业务主要供应商明细（单位：万元）

供应商名称	采购商品	金额
宁波宝都商贸有限公司	钢材	50838.73
广德县新远达金属制品有限公司	螺纹钢	27735.43
浙江昊孚能源环境科技股份有限公司	螺纹钢	4405.24
杭州路加钢铁有限公司	钢材	2382.31
杭州运鑫进出口有限公司	钢材	1977.65

资料来源：新昌投资

图表 11. 2019 年物资销售业务主要客户明细（单位：万元）

客户名称	采购商品	金额
上海三宗实业有限公司	钢材	48534.32
浙江企坤供应链管理有限公司	钢材	25971.12
中国建筑第八工程局有限公司	钢材、水泥	5243.70
嵊州市城市建设发展集团有限公司	钢材	4409.49
阳光建设工程有限公司	钢材	2795.40

资料来源：新昌投资

（3）其他业务

➤ 水务业务

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2019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944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47%，工业用水占比31%，商业及服务业用水占比22%。2019年公司实现供水量3798万吨，较2018年提升42万吨⁹，供水均价为1.86元/吨，当年供水漏损率15.84%，实现自来水销售收入6348.92万元。

水务集团还负责新昌县城区的污水收集、输送和处理工作，由管网运送到嵊州后，由合资子公司绍兴市嵊新首创污水处理有限公司（由新昌水务集团持股22.05%）处理。截至2019年末，水务集团污水处理规模达22.5万吨/日，污水输送主管道45公里、污水泵站7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，2019年公司

⁹ 2019年，钟山水厂已完工投入正式运行，目前日供水量为0.50万吨左右，该水厂主要为拔茅区块及大明市新区区块供水，目前大明市区块管网铺设正在进行，尚未正式供水。

处理污水约 2644 万吨，实现污水处理收入 3629.46 万元。2019 年，嵊新污水厂扩建项目第一期已经完工运行，设计规模为日处理污水 7.5 万吨，较大的提升了污水处理能力。

水利发电主要由交通投资下属子公司新昌县石城水利建设有限公司（简称“石城水利”）¹⁰和水务集团下属子公司新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，入网电量根据水库水量和电力公司需求波动较大，2017-2019 年电价分别为 0.465 元/千瓦时、0.573 元/千瓦时和 0.238 元/千瓦时¹¹，发电成本为支付的水资源费及人工成本。2017-2019 年电力销售实现收入 1898.39 万元、1669.34 万元和 3669.34 万元，由于 2019 年水量充足，发电量较大，2019 年收入增长明显，而成本较为稳定，当期毛利率较上年上升 70.21 个百分点至 23.80%。

此外，2019 年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系浙江钦寸水库有限公司（简称“浙江水库公司”）¹²。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 70 亿元¹³，其中征地移民安置补偿投资 43 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。2019 年，水库电站年度发电量 1312.43 万千瓦时，全年实现发电试运营收入 551.33 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¹⁴，备用供水 1407 万立方米¹⁵，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 45.58 亿元。截至 2019 年末，钦寸水库已投资 64.60 亿元，后续公司预计还需投入约 5.50 亿元，预计于 2020 年开始供水。此外，公司出资为钦寸水库拆迁居民建设安置房，截至 2019 年末已投资 6.59 亿元。

➤ 施工业务

该公司施工业务主要由下属子公司新昌县城乡市政园林建设有限公司（简称“市政园林”）、新昌县沃洲水业工程有限公司（简称“沃洲水业”）和新昌县捷诚公路建设有限公司（简称“捷诚建设”）负责，主要承接的项目包括市政工程、供水工程、绿化工程和道路工程等，公司通过竞标和委托方式承接工程，由公司垫资建设，工程完工后结算、移交、同时按合同金额确认收入。公司施工业务客户主要为新昌县公路管理局、新昌县住房和城乡建设局等。2019 年，公司工程结算收入为 2.06 亿元，当年捷诚建设

¹⁰ 石城水利于 2019 年 9 月 30 日划出，2019 年前三季度营业收入纳入公司合并范围。

¹¹ 2019 年实行峰谷电价，当年电价下降。

¹² 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。

¹³ 未包括钦寸水库拆迁居民建设安置房投入。

¹⁴ 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。

¹⁵ 可能一部分供给新昌县，一部分供给嵊州浦口开发区。

和保安服务公司纳入企业合并范围，公司施工业务规模有所扩大¹⁶；同期毛利率为 12.30%，由于项目类型差异、项目难易程度等因素影响导致盈利空间波动。截至 2019 年末，公司主要在建施工工程项目合同金额 1.64 亿元，已投入 0.85 亿元。

图表 12. 截至 2019 年末公司主要在建施工工程项目（单位：亿元）

项目名称	建设工期	合同金额	已投资
央于至眉岱垃圾焚烧厂供水管线工程	2019.12-2020.12	0.12	0.03
王泗洲至后岸泵站供水管网工程	2019.05-2019.12	0.03	0.03
社古村至左于村供水管网工程	2019.03-2019.12	0.07	0.07
大明市新区污水外排总管建设工程	2019.01-2019.10	0.20	0.18
新昌县石溪坑河道改造工程（104 南复线—新民江合口段）	2019.03-2019.12	0.10	0.04
天姥物业建设工程	2019.11-2021.08	0.75	0.20
新镜线通景样板公路建设工程（一期）	2019.04-2019.12	0.26	0.21
新昌县新民片东环路建设工程道路、桥梁项目	2019.06-2019.12	0.11	0.09
合计	--	1.64	0.85

资料来源：新昌投资

➤ 客运业务

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（简称“客运公司”）负责。客运公司持有新昌县道路运输管理局核发的道路运输经营许可证，经营范围为客运、货运、机动车维修、客运代理和客运站经营。客运收入主要包括城市公交营收款、城乡公交营收款、长途客运营收款、旅游车队营收款和各类承租车的承包款等，由客运公司直接收取。截至 2019 年末，客运公司拥有 15 个公用型客运车站，各类运营车辆 555 辆，总车座 1.80 万座。当年客运公司日发客运班次 3915（不包括出租、旅游）次，营运线 63 条，辐射国内 3 省 15 个县市。2019 年，公司实现客运收入 9495.55 万元，同比增长 17.66%。近年来，公司客运业务持续亏损主要系受私家车、网约车、顺风车、不正规运营旅游车及各地城乡公交一体化实施的影响，客流逐年下降，而人工成本逐年上涨，公司客运业务持续亏损，2019 年毛利率为-32.23%。2020 年 1-2 月，受新冠肺炎疫情疫情影响，客运公司部分车次停运、乘客数量减少，当期客运量同比下降 55.79%。

➤ 市场摊位租赁业务

该公司市场摊位租赁业务主要由子公司新昌县公共服务集团有限公司¹⁷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新昌商城、钟楼农贸市场、羊毛衫兔毛市场，面积合计 5.43 万平方米，主要出租给个体商户经营餐饮和各类贸易零售业务使用，2019 年公司物业平均出租率保持在 95%左右。受摊位费下降影响，2019 年公司市场摊位租赁业务收入同比下降 13.09%至 3100.39 万元，同期实现毛利率 36.11%。

¹⁶ 本评级报告披露 2018 年工程结算业务收入为 2019 年期初数，因捷诚建设和保安服务公司 2019 年纳入企业合并范围，追溯调整期初数 1.16 亿元。

¹⁷ 曾用名新昌县市场发展有限公司，2019 年 11 月更为现名。

➤ 旅游业务

该公司旅游业务由新昌县旅游集团有限公司负责经营，目前旗下拥有大佛寺、十九峰等景区。2019年度，大佛寺游客量为186.00万人次，十九峰游客量为55.36万人次。2019年，公司实现旅游门票业务收入为6600.32万元，由于大佛寺景区门票价格下调以及本地游客免票、加上十九峰景区飞龙栈道网红效应减弱以及部分施工等影响，收入逐年下降。2020年受新冠疫情影响，公司2020年第一季度旅游业务收入及游客人次分别较上年同期大幅下降78.38%和76.19%。

➤ 自建自营项目

为配合相关业务顺利开展，该公司通过自筹资金行项目建设，截至2019年末，公司自建自营项目主要包括大明市新区污水外排工程、建业大厦工程、标准厂房二期工程、储备中心粮库工程等，计划建成后自用或对外租售，同期末主要在建自建自营项目已完成投资5.85亿元。

图表 13. 截至 2019 年末公司主要在建自建自营项目情况¹⁸（单位：亿元）

项目名称	建设内容	负责项目子公司名称	计划总投资	计划工期	已投资	资金平衡方式
大明市新区污水外排工程	1#、2#、3#、4#污水泵站至城区污水总管的外排管道建设	新昌县沃洲排水有限公司	0.21	2018-2019	0.17	收取污水处理费
大明市四号泵站工程	新建1#、2#、3#、4#污水泵站，包括泵站工程、管理用房、机电安装、管道工程等	新昌县沃洲排水有限公司	0.24	2019-2019	0.18	收取污水处理费
新昌县农村饮用水达标提标工程	城市管网延伸及乡镇水厂扩面	新昌县沃洲自来水有限公司	4.44	2019-2020	0.17	收取水费及污水处理费
建业大厦工程	地上25层、地下2层建筑，总建筑面积48300平方米，其中：地上建筑面积36000平方米、地下建筑面积12300平方米	新昌城投	3.50	2018-2020	0.30	出租
标准厂房二期工程	位于新昌工业园区初丝湾中小微企业园，总规划占地面积59.6亩，总用地面积39743平方米，规划建设标准厂房五幢，办公后勤用房一幢，总建筑面积120000平方米，配备建设相应的供电、供水、道路、绿化、雨污水排放等设施。	大明市建设发展有限公司	3.63	2019-2020	0.76	出售
储备中心粮库工程	仓储设施建设	新昌县粮食收储有限公司	1.25	2016-2019	0.98	自用
沥青混凝土拌和楼项目工程	新昌应急中心基地提升改造工程	新昌县大业建设工程有限公司	0.52	2019-2021	0.20	自营
十九峰景区工程	旅游景区建设	新昌县风景旅游发展有限公司	--	--	3.09	自营
合计	--	--	--	--	5.85	--

资料来源：新昌投资

¹⁸ 未包括钦寸水库工程项目。

➤ 转贷业务

2019年，根据新昌县人民政府办公室抄告单第90号，新昌县政府同意将新昌县金控投资发展有限公司（简称“金控投资”）股东由新昌县国有资产投资经营公司调整为新昌投资，公司新增转贷业务。

为缓解新昌县中小企业资金短期周转压力，新昌县政府办2012年下发《新昌县中小企业周转专项资金管理办法》（新政办发[2012]35号），由新昌县财务开发有限公司（简称“财务开发公司”，现由金控投资100%持股）委托商定金融机构（目前为绍兴银行）对当年列入县及以上重点成长型中小企业、支柱产业配套型企业、高新技术企业、创新型企业等经审核认可的企业进行转贷，由新昌县财政局对财务开发公司实施监督。具体转贷操作流程为：企业向原贷款银行提出转贷申请，符合放贷条件的由银行出具《续贷联系单》；企业凭《续贷联系单》、原借款合同及拟提供的担保措施（企业法人夫妻担保及反担保企业担保）向财务开发公司提出周转专项资金申请；财务开发公司对申请企业进行审核，一般转贷规模在一千万以内需报新昌县财政局同意，转贷规模在一千万以上的需报新昌县政府同意；转贷利息为日息万分之四（折合年利率约14.4%），转贷时长通常为7-15天。财务开发公司成立至今，累计发生坏账700万元，目前正在追偿中。财务开发公司转贷资金来源主要为公司注册资本以及新昌投资往来款，截至2019年末，财务开发公司转贷资金余额4.90亿元，2019年实现转贷利息收入0.16亿元，冲减公司“财务费用”。

➤ 其他

2019年，根据新昌县人民政府办公室抄告单第104号，新昌县政府将县内1万个停车位的30年经营使用权作为国有资本投入该公司，当年上述划入停车位尚未开始收费。根据新昌中大资产评估事务所出具的评估报告（新中大专评字（2019）第520号），上述划入停车位经营权评估价为8.08亿元，预测2020-2029年每年将实现停车费净利润0.27亿元。

2019年，该公司下属子公司新昌县经开产业园建设有限公司与新昌县自然资源和规划局签订采矿权合同，以1.53亿元价格取得新昌县羽林街道大塘坑村下园建筑用料（凝灰岩）矿4年采矿权，规划生产规模为62万吨/年，2020年公司计划进行开采。

管理

跟踪期内，该公司高管发生变动，机构设置及公司章程有所调整，股权结构稳定。

2019年10月25日，因机构调整和工作需要，该公司任命徐洪源¹⁹为公司法定代表人、董事长；包利潮、俞国荣、杨阅、王鑫、张春波和陈敏为公司董事；谭伟为公司监事会主席；王凯、杨静、周新顺和王文杰为公司监事；免去李大春法定代表人、董事长、总经理的职务；免去丁杏姣职工董事的职务；免去何学良董事的职务；免去曹棋永监事会主席的职务；免去俞毅刚、石颀监事的职务；免去魏义荣、杨军朝职工监事的职务。

¹⁹ 徐洪源曾任中国银行新昌支行综合部主任、中国银行新昌支行副行长、绍兴市越城支行副行长。

跟踪期内，该公司对公司章程进行了变更。变更后如下：新昌国资办作为出资人，行使股东职权。公司设董事会和监事会，并下设副总经理职位。董事会是公司的经营决策机构，对股东负责，董事会成员为 7 人，其中股东委派 4 人，职工代表 3 人由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长 1 人，董事长为公司法定代表人；董事每届任期三年。公司监事会成员 5 人，其中股东委派 3 人，职工监事 2 人由公司职工代表大会选举产生；监事会设主席 1 人，在监事会成员中指定，监事任期每届三年。目前公司总经理职位暂缺，公司设副总经理 2 名，其中 1 人主持公司的日常经营管理等工作，由董事会聘任或解聘。

跟踪期内，该公司根据业务管理需要，对组织架构进行调整，下设业务部、融资部和办公室²⁰等三个部门。公司股东仍为新昌县人民政府国有资产监督管理委员会（简称“新昌国资办”），持股比例为 100%；实际控制人仍为新昌县人民政府。

根据 2020 年 4 月 25 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工业园投资、高新投资、新昌城投、水务集团、交通投资不存在重大异常情况²¹。

根据该公司本部 2020 年 4 月 20 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²²。根据子公司工业园投资提供的 2020 年 4 月 17 日《企业信用报告》，工业园投资未结清贷款中无不良、关注类信贷记录²³。根据子公司旅游投资提供的 2020 年 4 月 17 日《企业信用报告》，旅游投资未结清贷款中无不良、关注类信贷记录²⁴。根据子公司高新投资提供的 2020 年 4 月 17 日《企业信用报告》，高新投资未结清贷款中无不良、关注类信贷记录²⁵。根据子公司交通投资提供的 2020 年 4 月 17 日《企业信用报告》，交通投资未结清贷款中无不良、关注类信贷记录²⁶。

财务

跟踪期内，得益于政府资金拨款、资产及股权划入，该公司资本实力持续增强，2019 年末资产负债率有所下降。但公司经营和投资现金缺口仍较大，近年来刚性债务规模大幅增加，债务偿付压力持续上升。2019 年末公司债务期限结构尚属合理，在持货币资金能够为即期债务偿付提供一定支撑。公司资产沉淀于土地开发和基础设施建设投入构成的存货，还存在较大规模的资金占款，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。

²⁰ 财务部隶属于办公室。

²¹ 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。

²² 已结清债务中有 27 笔关注类贷款。

²³ 已结清信贷信息中有 31 笔关注类贷款。

²⁴ 已结清信贷信息中有 5 笔关注类贷款。

²⁵ 已结清信贷信息中有 1 笔关注类贷款。

²⁶ 已结清信贷信息中有 28 笔关注类贷款。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）²⁷对该公司的 2019 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。

该公司根据财政部 2019 年发布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2019】6 号）以及《关于修订印发《合并财务报表格式（2019 版）》的通知》（财会【2019】16 号）规定的财务报表格式编制比较报表，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报。财政部于 2019 年 5 月 9 日发布《企业会计准则第 7 号—非货币性资产交换》（财会【2019】8 号），公司于 2019 年 6 月 10 日起执行该准则；财政部于 2019 年 5 月 16 日发布《企业会计准则第 12 号—债务重组》（财会【2019】9 号），公司于 2019 年 6 月 17 日起执行该准则。

由于多家子公司股权于 2019 年无偿划入该公司，属于同一实际控制下企业合并，公司 2019 年审计报告调整公司年初数，此外审计对前期会计差错进行更正，故本次评级公司 2018 年财务数据采用 2019 年年初数。

图表 14. 2019 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
对其他应收款和应收账款的坏账准备计提、跨期的租赁收入、租金收入的税金、所得税的计提以及利息的计提进行调整	对科目进行调整	营业收入	-330.02
		管理费用	-76.75
		财务费用	-825.00
		资产减值损失	-21.16
		所得税	885.94
		年初未分配利润	-50.87
		应收账款	3.63
		其他应收款	280.48
		存货	807.17
		长期待摊费用	-151.56
		递延所得税资产	-56.16
		预收款项	100.95
		应交税费	881.42
应付利息	245.12		
投资性房地产首次转换时公允价值大于原账面价值部分确认其他综合收益调整	对科目进行调整	其他综合收益	13391.40
投资性房地产首次转换时公允价值大于原账面价值部分确认其他综合收益调整	对科目进行调整	资本公积	-13391.40
投资性房地产税前可抵扣的折旧影响金额调整	对科目进行调整	年初未分配利润	-1229.33
投资性房地产税前可抵扣的折旧影响金额调整	对科目进行调整	所得税	305.26
投资性房地产税前可抵扣的折旧影响金额调整	对科目进行调整	递延所得税负债	1534.60

资料来源：新昌投资

²⁷ 原名华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）。

2019年，新昌县政府无偿划转多家子公司股权至该公司，包括新昌县澄潭新农村建设投资开发有限公司、新昌县陆通货运服务有限公司、捷诚建设、新昌县蓝箭质量技术服务有限公司、保安服务公司、新昌县新茂粮食有限公司、新昌县粮食收储有限公司、新昌县眠山开发有限公司、新昌县创新智能停车管理有限公司、新昌县鳌峰科技有限公司（简称“鳌峰科技”）、金控投资，划拨系同一控制下企业合并，股权划转基准日为2019年12月31日。当期，公司将七星公司51%股权、石城水利51%股权、新昌水利公司51%股权、南岩水利公司51%的股权、高新农业公司100%股权无偿划转给新昌县国有资产经营有限公司，股权划转基准日为2019年9月30日。此外，公司当年新设成立8家子公司，包括新昌县颐和养老服务有限公司、新昌县汇通商贸有限公司和新昌县经开产业园建设有限公司等。

截至2019年末，该公司纳入合并报表范围的子公司共77家，其中一级子公司7家、二级子公司39家，三级子公司30家，四级子公司1家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

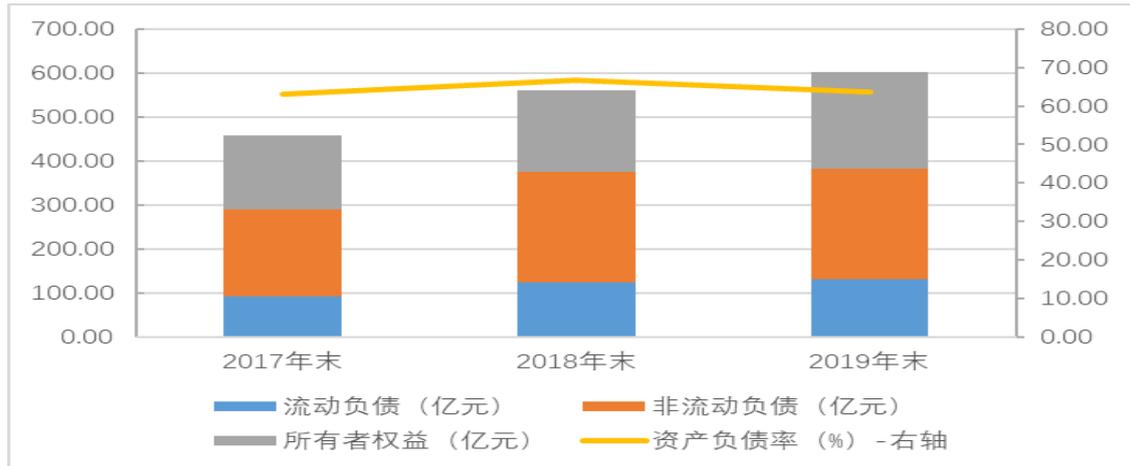
2019年末，该公司所有者权益为219.37亿元，同比增长17.83%，其中，资本公积174.37亿元，占所有者权益的79.49%。2019年末资本公积变动主要系新昌县政府向公司注入县长诏水库林场所属的经济林、用材林使用权3.70亿元；公司根据文件将本年及历年收到的财政拨款作为国有资本投入，增加资本公积19.30亿元²⁸；鳌峰科技、财务开发公司等13家公司股权无偿划入公司调增资本公积10.58亿元；无偿划入停车场经营权增加8.08亿元等；此外，资本公积减少主要系13家转入子公司属同一控制下企业合并被合并方实现、转出资本公积10.58亿元²⁹；划出5家公司股权合计减少资本公积6.67亿元，收回土地资产减少资本公积1.04亿元。2019年末所有者权益构成中，实收资本2.00亿元、资本公积174.37亿元、未分配利润21.93亿元、其他综合收益10.90亿元，其余为盈余公积、少数股东权益等；其中，其他综合收益同比大幅增长85.10%至10.90亿元，主要系投资性房地产以公允价值评估增值。

该公司项目资金需求较大，公司主要通过银行借款、金融机构借款、发行债券等方式融入资金。2019年末，公司负债总额为383.13亿元，资产负债率为63.59%，财务杠杆已处于偏高水平。

²⁸ 其中，4.96亿元为2019年收到的财政拨款计入资本公积，6.23亿元为专项应付款转入资本公积，8.11亿元为其他应付款转入资本公积。

²⁹ 同一实际控制下企业合并，追溯调整2018年末数。

图表 15. 2017-2019 年末公司财务杠杆水平变化趋势



资金来源构成	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动负债 (亿元)	91.77	123.07	131.09
非流动负债 (亿元)	197.08	251.10	252.05
所有者权益 (亿元)	168.17	186.18	219.37
资产负债率 (%)	63.20	66.77	63.59

资料来源：根据新昌投资所提供资料整理、绘制

从负债结构来看，2019 年末该公司负债以刚性债务、其他应付款和应付账款为主，2019 年末分别占负债总额的 87.96%、8.98%和 1.07%。2019 年末，公司其他应付款同比下降 37.74%至 34.39 亿元，均为与新昌县其他企事业单位的往来款，减少主要系公司根据文件将应付财政局款项 8.11 亿元转为资本公积、以及偿还部分往来款，同期末构成主要包括应付新昌县城东城镇建设有限公司 10.72 亿元、新昌县星辉医疗器械有限公司 3.78 亿元、新昌县梅渚新城（新村）建设投资有限公司 5.05 亿元、高新农业公司 2.14 亿元和新昌县国有资产经营有限公司 2.11 亿元等；同期末，公司应付账款余额 4.09 亿元，主要系应付收购款和各类工程款等，主要包括应付浙江伊利诺斯皮尔轴承有限公司 0.87 亿元³⁰、浙江省第一水电建设集团股份有限公司工程款 0.66 亿元等。此外，2019 年末，公司预收款项大幅增长至 2.36 亿元，主要系大明市安置房项目预收房款增加；同期末专项应付款同比减少 91.49%至 0.69 亿元，主要系公司将历年收到的 6.23 亿元财政拨款转至资本公积以及纳入合并范围子公司减少。

刚性债务是该公司负债的重要组成部分，包括银行及金融机构借款、直接债务融资工具等。2019 年末，公司刚性债务余额为 336.99 亿元，同比增长 10.90%；同期末公司刚性债务主要包括短期借款 48.61 亿元、应付票据 0.50 亿元、一年内到期的非流动负债 39.20 亿元、各类金融机构长期借款 174.51 亿元、各类债券 44.24 亿元³¹、长期应付款

³⁰ 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。

³¹ 除图表 17 中列示的存续债券外，其余主要包括 5.00 亿元债权投资计划以及 4.38 亿元绍兴新昌基础设施（高投系列）定向融资系列计划。

12.50 亿元³²以及其他非流动负债 15.86³³亿元。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，质押物主要系水费等运营收费权、应收账款收益权、定期存单等，保证方主要系子公司及新昌县国有企业互保。公司借款利率主要在 4%-8% 区间。公司金融机构借款中包含金融租赁借款 26.34 亿元，主要系 2018 年以来新增，到期时间集中于 2020-2026 年；信托借款 12.31 亿元，到期时间集中于 2020-2022 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，偿付来源主要为公司收到的土地开发及代建项目业务收入回款、财政拨款以及政府补贴，公司偿债压力较大。

图表 16. 2017-2019 年末公司刚性债务构成（单位：亿元）

资金来源构成	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期借款	9.89	21.65	48.61
应付票据	0.00	5.00	0.50
应付利息	0.51	1.18	1.57
一年内到期的非流动负债	16.65	35.42	39.20
长期借款	165.26	193.89	174.51
应付债券	19.21	27.62	44.24
长期应付款刚性债务部分	7.70	19.10	12.50
其它非流动负债	--	--	15.86
合计	219.22	303.86	336.99

资料来源：根据新昌投资所提供资料整理、绘制

根据该公司测算，2020 年公司需偿还到期债务本息约 87.80 亿元，偿还资金来源包括公司经营性业务收入、政府补贴及外部融资。目前公司刚性债务规模较大且公司在建及拟建项目仍需较大的资金投入，预计公司债务仍有扩张压力。

截至 2019 年末，该公司对外提供担保余额为 46.86 亿元，其中关联担保余额为 46.68 亿元，非关联担保余额为 0.18 亿元，担保对象主要系新昌县县属企事业单位，期末担保比率为 21.36%，存在由此形成的担保代偿风险。

图表 17. 截至 2019 年末公司对外担保情况

被担保方	担保余额（万元）	是否为关联担保
新昌县小康新农村建设有限公司	35030.00	是
新昌县石城水利建设有限公司	23500.00	是
新昌县七星新区发展有限公司	160000.00	是

³² 主要系中银资产管理有限公司（简称“中银资管”）应付款 7.60 亿元和杭州睿沣越启投资管理合伙企业应付款 4.80 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%。杭州睿沣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、公司和杭州睿沣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 11.40 亿元借款（其中 6.60 亿元入账一年内到期的非流动负债科目），利率 5.5%，期限 2017.4-2022.4。

³³ 主要包括：①非公开发行债权融资计划 5.00 亿元，期限 2 年，利率 7.20%-7.80%；②南岩区块改造资产收益权转让项目借款 4.89 亿元，期限为 2019.04-2021.04，利率 7.00%-7.80%；③应收账款债权融资产品 0.47 亿元，期限为 2019.12-2021.12，利率 6.30%-6.70%；④ 19 理财产品直接融资工具 2.50 亿元，期限为 2019.02-2021.02，利率为 6.40%；⑤ 19 第一期定向融资计划 3.00 亿元，期限为 2019.12-2021.06，利率为 6.44%。

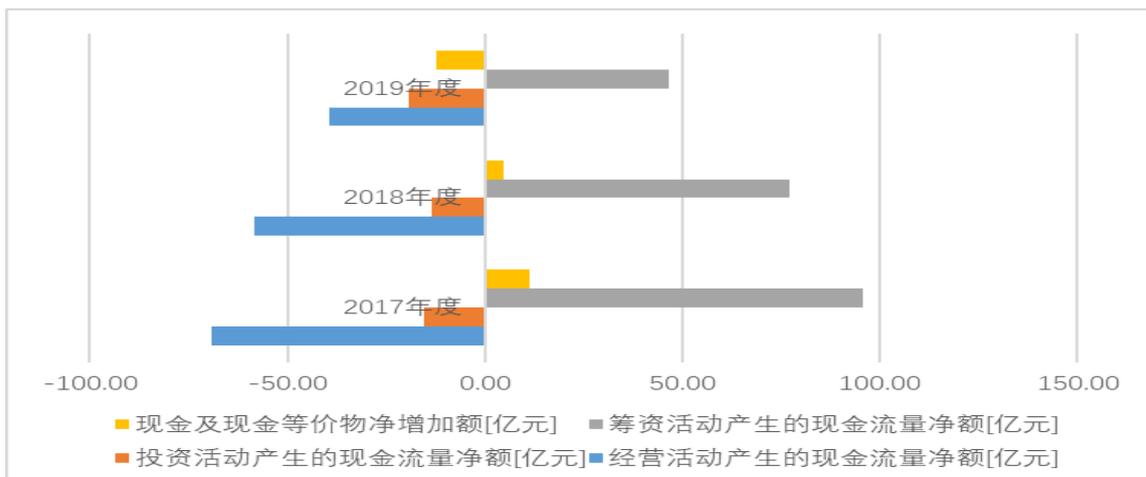
被担保方	担保余额（万元）	是否为关联担保
新昌县南岩城市建设投资有限公司	30000.00	是
新昌县南岩水利建设发展有限公司	4000.00	是
新昌县梅渚新城（新村）建设投资有限公司	78000.00	是
新昌县开发区基础设施建设有限公司	37950.00	是
新昌县高新基础设施投资有限公司	80000.00	是
新昌县澄潭新农村建设投资开发有限公司	2400.00	是
新昌县城东城镇建设有限公司	15950.00	是
新昌县长诏水库运行管理中心	1800.00	否
合计	468630.00	--

资料来源：新昌投资

（2）现金流分析

该公司经营性现金流主要体现项目建设资金收支、经营性业务收支、财政补助和属于经营活动的企业往来等。2019年该公司项目建设及土地开发资金需求仍然很大，主业现金回笼不能覆盖主业现金支出，销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金差额为-22.03亿元；但公司营业收入资金回笼较为及时，同期公司营业收入现金率为105.55%。公司与新昌县企事业单位经营性往来活动较为频繁，2019年其他经营活动现金净流出为13.37亿元；综合影响下，经营活动现金净流出为39.37亿元。2019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12.25亿元，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15.57亿元，主要系参股项目资本金投入以及购买理财产品和股票等，当年公司投资性现金净流出19.13亿元。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46.40亿元，现金收支得以平衡。

图表 18. 公司现金流量情况



资料来源：根据新昌投资所提供资料整理、绘制

2017-2019年，该公司EBITDA分别为5.13亿元、7.76亿元和7.88亿元，主要为列入财务费用的利息支出和利润总额。近年来金融机构借款规模较大，EBITDA无法对刚性债务形成有效覆盖。

图表 19. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.52	0.43	0.38
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-87.04	-54.48	-30.98
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-37.75	-22.38	-12.29
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-106.29	-67.14	-46.04
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-46.10	-27.58	-18.26

资料来源：根据新昌投资所提供资料整理、绘制

(3) 资产质量分析

2019 年末，该公司资产总额同比增长 7.52% 至 602.51 亿元，同期末公司资产仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比例为 67.29%。2019 年末，该公司流动资产 405.44 亿元，主要集中于货币资金、其他应收款和存货，年末余额分别为 64.50 亿元、51.55 亿元和 269.92 亿元。其中，2019 年末公司货币资金同比增长 7.68% 至 64.50 亿元，扣除用于借款质押受限的定期存单，可动用货币资金余额为 32.23 亿元；同期末其他应收款同比增长 35.96% 至 51.55 亿元，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，年末主要包括七星公司 14.68 亿元、新昌县财政局 9.31 亿元、浙江新昌经济开发区管理委员会 7.95 亿元、新昌县启辰物资有限公司 5.01 亿元和新昌县开发区基础设施建设有限公司 4.47 亿元等，回收期限具有不确定性；同期末公司存货同比减少 8.09% 亿元至 269.92 亿元，减少主要系七星公司 51% 股权划出后不再纳入公司合并范围，期末公司存货主要包括以土地整理及棚户区改造投入为主的土地开发成本 182.19 亿元³⁴、政府拨入及招拍挂的土地资产 5.06 亿元、受托代建项目投入成本 78.05 亿元以及当年政府注入的林地资产 3.70 亿元，存货的变现能力更多依赖于基础设施建设回购和土地出让的进度。此外，2019 年末公司交易性金融资产同比增长 78.79% 至 4.93 亿元，主要系当年购买的万丰奥威、美盛文化和三花智控股票；同期末应收账款同比大幅增长 214.64% 至 2.07 亿元，主要系应收物资销售业务货款增加；同期末预付款项同比增长 19.39% 至 5.54 亿元，主要系公司预付商宁波宝都商贸有限公司物资销售业务货款；同期末其他流动资产增加 4.07 亿元至 6.19 亿元，主要系子公司财务开发公司转贷业务委托贷款余额增至 4.90 亿元。

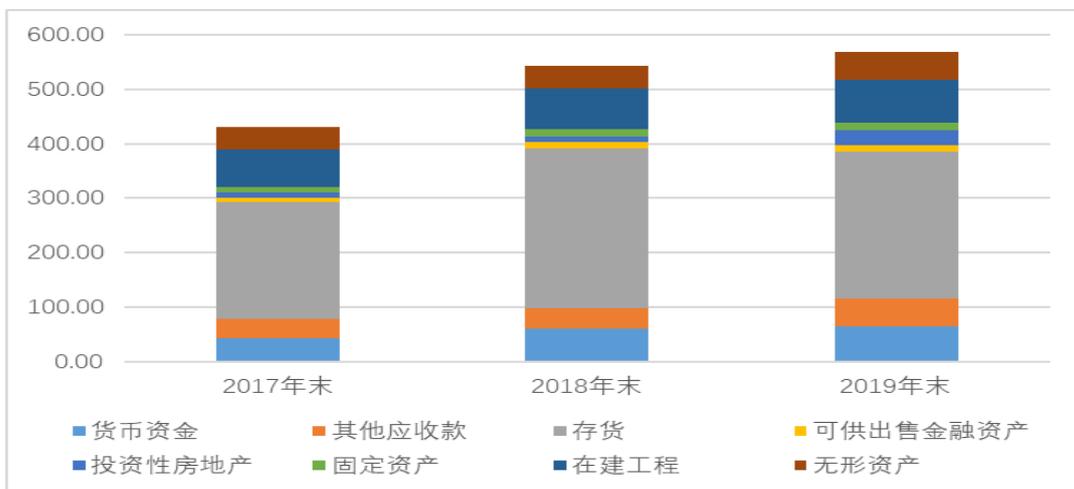
2019 年末该公司非流动资产为 197.07 亿元，较上年末增长 24.23%，构成以可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产为主，期末余额分别为 11.13 亿元、26.80 亿元、14.03 亿元、78.86 亿元和 51.08 亿元。其中，可供出售金融资产当期增加主要包括对浙江绍金高速公路有限公司追加投资 0.61 亿元³⁵、对 PPP 项目公司中电建华明追加投入资本金 0.21 亿元、对绍兴市融资担保有限公司及新昌华宇浙鑫博远人才创业投资合伙企业（有限合伙）分别投资 1.00 亿元和 0.13 亿元等，当期减少主要系 1.50 亿元可交换债券 18 美盛 E1 于本期转为美盛文化股票后转记交易性金融资

³⁴ 其中包括土地整理及棚户区改造投入 177.11 亿元、大明市安置房投入 1.49 亿元以及公司招拍挂购入计划用于建设安置房的土地 3.60 亿元。

³⁵ 对浙江绍金高速公路有限公司的投资系该公司代表新昌县政府的投资。

产核算；投资性房地产主要系公司目前正在经营的物业为主，采用公允价值计量，当期增长主要系存货、固定资产、无形资产转入及无偿划入合计增加 9.85 亿元，同时当期以公允价值评估增值 6.72 亿元，同期末投资性房地产大幅增长 161.98%至 26.80 亿元；同期末固定资产 14.03 亿元，主要系公司自持房屋及建筑物；在建工程同比增长 5.16%至 78.86 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 71.19 亿元、十九峰景区工程 3.09 亿元等；期末无形资产同比增长 23.56%至 51.08 亿元，当期增加主要系购入 1.53 亿元采矿权及无偿划入 8.08 亿元停车场经营权，期末主要包括政府注入的矿石资源 36.68 亿元及停车场经营权 8.08 亿元。此外，2019 年末公司长期股权投资同比大幅增长 232.67%至 8.85 亿元，增长主要系当期末七星公司、石城水利、新昌水利公司、南岩水利公司不再纳入公司合并范围后增加对联营企业的长期股权投资。

图表 20. 2017-2019 年末公司核心资产情况（单位：亿元）



资料来源：根据新昌投资所提供资料整理、绘制

(4) 流动性/短期因素

2019 年末，该公司流动比率和现金比率分别为 309.29%和 52.96%，流动资产对于流动负债的覆盖能力尚可，但公司资产中存货、其他应收款占款规模较大，周转周期长，公司资产流动性实际一般。此外，同期末公司短期刚性债务现金覆盖率为 77.25%，公司在持货币资金可为即期债务偿付提供一定支撑。

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	342.85	326.42	309.29
现金比率 (%)	46.99	50.91	52.96
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	159.47	99.06	77.25

资料来源：根据新昌投资所提供资料整理、绘制

截至 2019 年末，该公司资产总额中受限资产账面价值合计为 51.81 亿元，占总资产比例为 8.60%，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 22. 截至 2019 年末公司受限资产情况

科目	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	32.27	50.03	定期存单用于借款质押
存货	0.65	0.24	用于银行借款抵押
投资性房地产	17.99	67.13	用于银行借款抵押
固定资产	0.54	3.85	用于银行借款抵押
无形资产	0.36	0.70	用于银行借款抵押
合计	51.81	--	--

资料来源：新昌投资

3. 公司盈利能力

2019 年该公司实现营业毛利 0.69 亿元，当年公司综合毛利率为 2.69%，较上年下降 2.11 个百分点。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。公司基础设施建设和土地开发业务前期建设资金主要由公司垫付，资金压力较大。

跟踪期内，该公司利息支出仍主要资本化处理，期间费用主要由管理费用构成，2019 年公司期间费用同比增长 28.63% 至 5.84 亿元，其中管理费用较上年增长 2.22% 至 3.97 亿元，主要系合并范围的子公司增加；当期财务费用大幅增长至 1.45 亿元，主要系利息支出增加。政府补助对公司盈利形成较大补充，同期公司获得政府补助收入 8.14 亿元计入“其他收益”。实现净利润 2.85 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，该公司为新昌县核心的城市基础设施建设及国有资产经营主体，承担了区域内重大政府项目建设任务，同时，公司经营的自来水、污水处理、客运服务等业务在区域内具有专营优势。2019 年公司大力发展物资销售业务，带动当年营业收入大幅上升。

2. 外部支持因素

该公司为新昌县核心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 2019 年末，公司获得银行授信 230.66 亿元，其中未使用授信 10.73 亿元。

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 2019 年末，中投保公司注册资本为 45.00 亿元，其中国家开发投资公司为其控股股东。中投保公司前五大股东持股情况见下表。

图表 23. 截至 2019 年末中投保公司股权结构

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	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

截至 2019 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 265.13 亿元，净资产为 106.67 亿元；当年实现营业总收入 22.97 亿元，其中已赚保费 3.50 亿元，投资收益 17.50 亿元，净利润 8.31 亿元。2019 年公司担保业务发生额为 87.70 亿元；当年末公司在保余额为 501.67 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。

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

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，近年来经济实力持续增强，2020 年入选浙江省创造力十强县（市、区）。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，该公司仍为新昌县核心的城市基础设施建设及国有资产经营主体，承担了区域内重大政府项目建设任务，目前公司仍有大额基建和土地开发投入沉淀在存货中，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。同时，公司经营的自来水、污水处理、客运服务等业务在区域内具有专营优势。此外，公司还开展物资销售、工程施工、物业租赁、旅游等经营性业务；2019 年公司大力发展物资销售业务，带动当年营业收入大幅上升，但盈利空间有限。

跟踪期内，得益于政府资金拨款、资产及股权划入，该公司资本实力持续增强，2019 年末资产负债率有所下降。但公司经营和投资现金缺口仍较大，近年来刚性债务规模大幅增加，债务偿付压力持续上升。2019 年末公司债务期限结构尚属合理，在持货币资金能够为即期债务偿付提供一定支撑。公司资产沉淀于土地开发和基础设施建设投入构成的存货，还存在较大规模的资金占款，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。

本评级机构仍将持续关注：（1）新昌县经济发展及主导产业运营情况；（2）新昌县政府对该公司的持续支持情况；（3）新昌县土地交易及房地产波动对公司经营产生的影响；（4）公司负债总额持续增长产生的偿债压力；（5）公司土地整理及基建项目投融资压力及现金流平衡情况；（6）公司物资销售、工程施工等经营性业务开展情况；（7）公司对外担保及转贷业务的或有负债风险；（8）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：

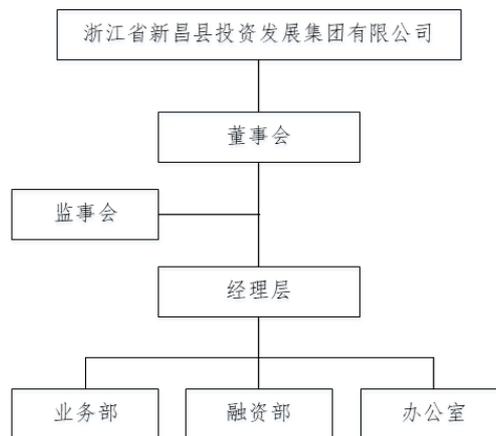
公司股权结构图



注：根据新昌投资提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 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]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	457.03	560.35	602.51
货币资金 [亿元]	42.29	59.90	64.50
刚性债务[亿元]	219.22	303.86	336.99
所有者权益 [亿元]	168.17	186.18	219.37
营业收入[亿元]	16.85	16.00	25.74
净利润 [亿元]	1.52	3.22	2.85
EBITDA[亿元]	5.13	7.76	7.88
经营性现金净流入量[亿元]	-69.25	-58.52	-39.37
投资性现金净流入量[亿元]	-15.32	-13.60	-19.13
资产负债率[%]	63.20	66.77	63.59
长短期债务比[%]	214.76	204.03	192.27
权益资本与刚性债务比率[%]	76.71	61.27	65.10
流动比率[%]	342.85	326.42	309.29
速动比率[%]	90.87	84.01	99.15
现金比率[%]	46.99	50.91	52.96
短期刚性债务现金覆盖率[%]	159.47	99.06	77.25
利息保障倍数[倍]	0.42	0.29	0.27
有形净值债务率[%]	227.48	259.16	228.17
担保比率[%]	32.84	22.19	21.36
毛利率[%]	6.83	4.80	2.69
营业利润率[%]	11.83	22.34	12.79
总资产报酬率[%]	1.11	1.04	0.95
净资产收益率[%]	1.18	1.82	1.40
净资产收益率*[%]	1.30	1.93	1.48
营业收入现金率[%]	86.51	121.41	105.55
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-87.04	-54.48	-30.98
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-37.75	-22.38	-12.29
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-106.29	-67.14	-46.04
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-46.10	-27.58	-18.26
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.43	0.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.02

注：表中数据依据新昌投资经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数。

附录四：

担保方主要财务数据及指标表

项目	2017年	2018年	2019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）	100.29	101.27	106.67
总资产（亿元）	191.65	204.53	265.13
货币资金（亿元）	11.14	6.19	57.68
风险准备金（亿元）	14.48	12.97	12.68
已赚保费（亿元）	6.49	5.69	3.50
营业利润（亿元）	8.92	20.97	9.70
净利润（亿元）	6.85	18.61	8.31
平均资本回报率（%）	9.55	22.92	7.99
担保放大倍数（倍）	12.60	-	-
融资性担保业务放大倍数（倍）	2.39	4.25	3.24
担保业务：			
担保发生额（亿元）	168.30	146.19	87.70
担保余额（亿元）	1263.98	678.98	501.67
当期担保代偿率（%）	0.07	0.00	0.28
代偿回收率（%）	6.96	4.24	2.76
当期代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注 1：根据中投保经审计的 2017-2019 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算；

注 2：2017-2019 年末，中投保股东权益中包括 24.90 亿元的可续期公司债券。

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+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×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%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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。