

2014 年平湖经济开发区投资(集团)有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2014年平湖经济开发区投资（集团）有限公司 公司债券2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【520】号 01

债券简称：14平湖经开
债/PR 平经开

债券剩余规模：1.4亿元

债券到期日期：2021年
04月17日

债券偿还方式：单利按
年计息，在每期债券存
续期的第3年至第7年
末分别偿还本金总额的
20%

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020年06月24日	2019年06月24日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对平湖经济开发区投资（集团）有限公司（以下简称“平湖经投”或“公司”）及其2014年4月17日公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务可持续性仍较好，获得较大力度的外部支持；同时我们也关注到了公司资产整体流动性较弱，面临一定的资金压力，偿债压力进一步加大，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好的基础。平湖市依托于优越的区位优势，形成了“战略性主导产业(先进装备制造、新材料)+成长性产业(电子信息、节能环保)+提升型传统产业(服装、箱包)”的现代产业体系，2019年全市实现地区生产总值765.8亿元，按可比价格计算，同比增长7.6%。
- 公司业务可持续性仍较好。公司为平湖经济开发区（以下简称“平湖经开区”）重要的基础设施投融资和建设主体，截至2019年末，存货中土地开发成本余额21.12亿元，可出让土地面积约4,857.55亩，受托代建项目未结算成本46.94亿元，在建厂房已投资15.90亿元，业务持续性较好。
- 公司获得较大力度的外部支持。2019年公司及其子公司合计收到平湖市财政局政府补贴1.39亿元，收到财政拨款及资产划入合计增加资本公积2.30亿元。

分析师

姓名：
张旻熿 秦风明

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

关注：

- **公司资产以其他应收款、存货和在建工程为主，整体流动性较弱。**2019 年底，公司存货规模为 92.08 亿元，占资产总额的 58.20%，存货主要由受托代建项目、土地、开发成本等构成，变现能力较弱；其他应收款主要系应收当地政府或国有企业的往来款，规模较大且回收时间存在一定不确定性；在建工程主要系在建厂房，2019 年末余额为 15.90 亿元，其中受限金额为 4.09 亿元。
- **公司面临一定的资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流出 7.16 亿元，投资活动现金净流出 7.70 亿元，同比均有所增长；截至 2019 年底，公司在建代建项目尚需投资 13.66 亿元，且在建厂房仍需持续投入，面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模持续增长，债务偿付压力加大。**截至 2019 年底，公司有息债务规模为 72.74 亿元，同比增长 53.59%，而公司经营活动现金流表现较差，资产流动性弱，2019 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.47，债务偿付压力加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额为 30.74 亿元，占 2019 年底所有者权益的 43.63%，担保对象为当地投融资平台，但对外担保余额较大且无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,582,264.43	1,252,841.10	1,153,157.35
所有者权益	704,565.61	675,004.78	666,057.30
有息债务	727,360.34	473,583.33	409,964.63
资产负债率	55.47%	46.12%	42.24%
现金短期债务比	1.33	0.83	1.36
营业收入	25,170.58	24,130.96	26,545.32
其他收益	13,868.21	10,430.00	4,803.99
利润总额	6,603.22	6,822.70	3,557.24
综合毛利率	-7.32%	0.02%	8.23%
EBITDA	13,986.63	15,139.52	7,791.89
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.69	0.38
经营活动现金流净额	-71,582.17	-42,119.02	-57,750.63
收现比	1.04	1.04	0.99

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月17日发行7年期7亿元公司债券，募集资金6亿元用于平湖经济开发区花园小区保障性住房项目、1亿元用于平湖经济开发区白马堰小区保障性住房项目。根据公司提供的募集资金银行专户明细，截至2019年12月31日，银行专户余额为1.46万元，系利息收入。

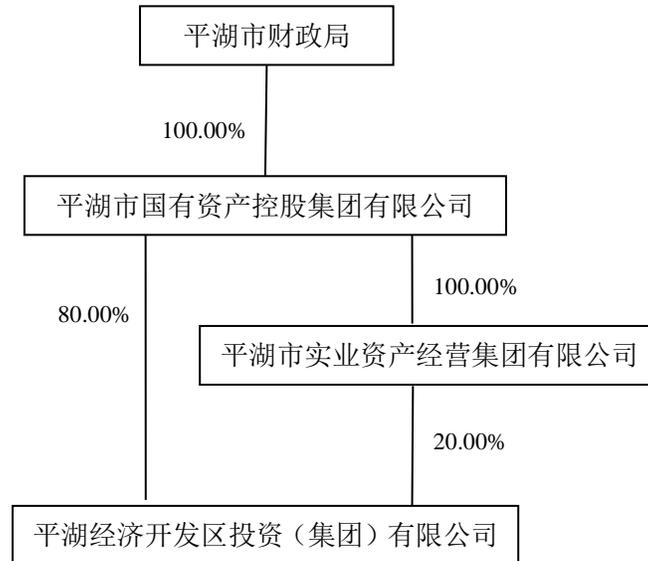
二、发行主体概况

2019年公司注册资本、控股股东均未发生变更。截至2019年底，公司注册资本、实收资本仍为20,000.00万元；控股股东仍为平湖市国有资产控股集团有限公司，最终实际控制人仍为平湖市财政局。

2019年，因工作调动原因，胡泓恬不再担任公司法定代表人、董事及董事长，孔明其不再担任公司董事及副董事长，丁根林和沈佳赞不再担任公司董事。钱道明不再担任公司监事及监事会主席。根据平湖市财政局任命，沈水良担任公司法定代表人、董事和董事长，张卫忠担任公司董事及副董事长，李永健和周嘉担任公司董事。沈敏峰担任公司监事及监事会主席。

2019年4月25日，平湖工业区开发有限公司根据平财国资[2019]35号文吸收合并浙江新平光电科技有限公司，合并范围减少一家子公司。截至2019年末，纳入公司合并范围子公司合计9家，详见附录二。

图1 截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等

传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司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，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，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；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得

作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年平湖市经济平稳增长，固定资产投资是经济增长重要动能，短期内疫情将对消费和进出口贸易产生一定影响

依托于优越的区位优势，平湖市经济持续增长。2019年平湖全市实现生产总值765.8亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。从经济结构来看，三次产业结构比由上年的1.7：60.1：38.2 调整为1.6：61.2：37.2，但仍以第二产业为主，工业对于区域经济贡献突出。平湖市工业经济保持增长，形成了“战略性主导产业(先进装备制造、新材料)+成长性产业(电子信息、节能环保)+提升型传统产业(服装、箱包)”的现代产业体系，是中国汽车零部件制造基地、中国LPG资源综合利用产业基地、国家级火炬计划光机电产业基地、中国服装制造名城和全国箱包、童车的重要生产基地。2019年全市工业增加值434.2亿元，同比增长7.5%。2019年末全市常住人口70.35万人，比上年增长1.1%。按常住人口计算，人均生产总值109,422元，人均生产总值是全国人均生产总值的1.54倍，入选2019年度全国综合实力百强县市（53名），平湖市经济发展水平仍较好。

从拉动经济增长的驱动因素来看，固定资产投资是平湖市经济增长重要动能之一。2019年固定资产投资同比增长13.8%，增速有所上升，增幅同比上升4.9个百分点。房地产投资方面，2019年房地产开发投资完成101.7亿元，比上年增长2.1%，增速有所下降。基建方面，随着当前中央财政提高赤字比率，增加专项债的发行额度以及推出特别国债，平湖市基建投资预计将明显受益，基建投资规模也可能继续增加。社会消费方面，2019年实现社会消费品零售总额235.1亿元，比上年增长8.6%。2019年全市实现进出口总额665.7亿元，比上年增长2.3%，其中出口总额317.4 亿元，增长2.1%。2020年受新冠疫情影响，线下消费短期受到明显抑制，但线上消费等其他消费形式迅速发展，将在一定程度上缓解消费下行趋势，预计全年影响可控；目前仍不确定的因素是海外疫情仍在发展过程中，出口可能存在较大不确定性。

2019年平湖市金融机构人民币存贷款保持较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境，2019年底平湖市金融机构各项人民币存款余额1,014.3亿元，增长9.4%，各项人民币贷款余额906.4亿元，增长21.0%。

表1 2018-2019年平湖市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	765.8	7.6%	693.9	9.8%
第一产业增加值	12.5	2.2%	11.9	1.5%
第二产业增加值	468.5	7.0%	417.2	10.4%
第三产业增加值	284.7	8.9%	264.8	9.5%
工业增加值	434.2	7.5%	398.3	10.9%
固定资产投资	350.8	13.8%	308.3	8.9%
社会消费品零售总额	235.1	8.6%	216.5	8.5%
进出口总额	665.7	2.3%	650.7	18.2%
存款余额	1,014.3	9.4%	927.3	9.8%
贷款余额	906.4	21.0%	748.9	17.4%
人均GDP（元）	109,442		100,227	
人均GDP/全国人均GDP	1.54		1.55	

资料来源：2018-2019年平湖市国民经济和社会发展统计公报

2019年平湖市实现公共财政收入88.4亿元，同比增长8.0%，财政水平仍较好。

平湖市经济技术开发区外资企业集聚，重点发展光机电产业和生物医药（食品）产业，2019年经济继续保持较快发展

平湖经济技术开发区位于平湖市西北角，距离市中心仅3公里。开发区总规划面积27.5平方公里（其中第一期规划16.19平方公里已开发完毕，第二期11.31平方公里正在开发中），是省级信息产业特色园区、全省唯一一个经省政府批准的日商投资区、国家（嘉兴）机电元件产业园和国家火炬计划平湖光机电产业基地核心区、浙江外商投资新兴产业（光机电、生物技术）示范基地、浙江中日（平湖）产业合作园，是浙江省乃至全国日资企业最集聚的开发区之一，被国家发改委列入全省三家之一的长江经济带国家级转型升级示范开发区。

2019年，平湖经济技术开发区实现生产总值175.5亿元，同比增长7.0%，占全市比重22.9%；平湖经济技术开发区规模以上工业总产值为467.5亿元，同比增长2.4%，占全市比重为23.8%。光机电产业是平湖经济技术开发区以及平湖市的第一大支柱产业，以现有的日资、台资企业为骨干，以光电子、光传送及光传感器件、光学零部件精密机械及其装置、智能仪器仪表等产品为主导，包括新型光电子材料，高性能、小型化、集成化光电子器件，

自动化装置、数控加工设备等产品的产业格局。生物医药（食品）产业是平湖经济技术开发区继光机电产业之后优先发展的新兴产业，目前已引进了包括美国嘉吉（高果糖）、日本森永制果（软糖）、日清食品（方便面）、SSK食品（婴儿辅食）、爱科来（血糖仪）、华福医械（医疗器械）、优康制药（抗癌制剂）、莎普爱思（滴眼液）等20多家相关企业。

四、经营与竞争

公司为平湖经开区重要的基础设施投融资和建设主体，主要从事平湖经开区内土地开发整理、保障房建设、基础设施建设、标准厂房租赁及清运保洁等业务。2019年公司实现营业收入25,170.58万元，同比增长4.31%，主要系清运保洁服务收入增长所致。2019年公司综合毛利率为-7.32%，同比下降7.34个百分点，主要系当期部分房产由固定资产调整至投资性房地产核算、租金业务折旧成本上升、租金收入毛利率同比下降68.49个百分点所致。

表2 2018-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	11,866.28	13.04%	11,009.00	13.04%
受托代建收入	5,011.80	5.22%	6,390.10	4.35%
租金收入	3,954.24	-77.03%	3,821.12	-8.54%
清运保洁服务	3,714.23	-20.98%	2,334.41	-68.08%
物业费收入	333.13	76.03%	310.51	73.07%
水电费	290.91	-27.90%	265.82	-7.97%
合计	25,170.58	-7.32%	24,130.96	0.02%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地开发成本、待开发整理土地较多，土地开发整理业务可持续较好

公司土地整理业务主要为农村土地开发整理，土地开发业务委托方为平湖经开区管理委员会（以下简称“经开区管委会”），建设资金自筹，根据政府规划进行土地开发整理，土地整理完毕后由经开区管委会通过平湖市土地储备中心以“招拍挂”方式出让，土地出让后，平湖市财政局向公司支付相关的土地开发整理费用及收益。

2019年公司实现土地开发收入11,866.28万元，同比略有增长；毛利率为13.04%，同比无变动。公司土地开发收入确认的单价均为50.01万元/亩。截至2019年底，公司存货中土地开发成本211,237.20万元，开发的可出让土地面积约4,857.55亩，土地开发整理业务可持续性较好，但受政府规划、土地市场影响，未来收入实现存在一定的不确定性。

表3 2019年公司土地一级开发收入成本情况（单位：万元；亩）

受让单位名称	出让地块	面积	收入	成本
平湖经济开发区资产管理有限公司	平湖经济技术开发区新兴二路东侧、独黎公路南侧	40.15	2,007.68	1,745.81
日本电产京利机械（浙江）有限公司	平湖经济技术开发区昌盛路南侧、平善大道东侧	19.34	967.17	841.02
平湖经济开发区资产管理有限公司	平湖经济技术开发区钟溪路北侧、平兴公路东侧	82.34	4,117.56	3,580.48
平湖经济开发区资产管理有限公司	平湖经济技术开发区钟溪路北侧、平兴公路东侧	4.92	246.07	213.97
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	平湖经济技术开发区镇南东路南侧、平兴公路以西	39.00	1,950.37	1,695.98
浙江小微臻品食品科技有限公司	平湖经济技术开发区兴工路南侧、新兴三路东侧	15.10	755.02	656.54
平湖市祥飞箱包有限公司	平湖经济技术开发区北市河北侧、荷花路东侧	2.00	100.02	86.97
嘉兴市恒工精密机械有限公司	平湖经济技术开发区昌盛路南侧、兴平四路西侧	10.15	507.54	441.34
平湖市长城智能科技有限公司	平湖经济技术开发区新明路南侧、福善公路东侧	24.29	1,214.85	1,056.39
合计	-	237.28	11,866.28	10,318.50

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受工程施工进度、政府财政安排影响，2019年公司受托代建收入有所下降；在建工程尚需投入资金规模较大，公司面临一定的资金压力

公司受托代建业务包含安置房建设、基础设施建设，主要由公司本部以及子公司平湖新市镇建设、平湖工业区开发有限公司（以下简称“工业区开发公司”）和平湖经济开发区市政园林建设有限公司（以下简称“市政园林公司”）负责运营。根据公司、工业区开发公司与平湖经开区管委会、平湖市西城区投资建设有限公司签订的委托代建协议，委托代建的建设资金由公司自行筹措，待项目完成竣工验收后，由平湖经开区管委会按成本加成15%进行回购，平湖市西城区投资建设有限公司进行拨付工程结算款。

公司受托代建业务受工程施工进度、政府财政安排影响，2019年公司确认委托代建收入5,011.80万元，同比下降21.57%；毛利率为5.22%，同比略有上升。截至2019年底，公司存货中受托代建项目合计469,383.54万元，均已签订回购协议，其中主要在建代建项目成本149,821.34万元，公司受托代建收入未来较有保障，但受工程施工进度、政府财政安排影响，未来该收入仍存在较大波动的可能。本期债券募投项目已全部完工，存货核算，需关注平湖经济开发区花园小区保障性住房建设项目未按照本期债券募集说明书进行回购。

表4 2019年公司受托代建业务结算项目明细（单位：万元）

项目	结算金额	结算成本
昌盛路(欧迪恩-南湖区分界)道路拓宽改造提升工程	121.41	115.08

钟埭街道和盎路(和盎桥-平黎公路)改造工程	269.13	255.09
新兴三路南延伸段工程	234.28	222.06
钟埭产业园横三路资产	230.78	218.74
兴工路南二期道路工程资产	502.31	476.11
兴平四路(宏建路-永兴路)工程	524.66	497.29
新兴二路、宏建路污水工程	360.56	341.75
新群路(兴平一路-新华路)两侧绿化、路灯工程	169.73	160.87
平湖经济技术开发区兴平二路人行道及路灯改造工程	138.98	131.73
钟埭街道群建路、育才路、广安路改造工程	112.97	107.07
平湖经济技术开发区昌盛路人行道改造工程	97.52	92.43
建行路	2,249.46	2,132.10
合计	5,011.80	4,750.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年底，公司主要在建基础设施项目为日本电产汽车马达工程、平湖经济技术开发区时代福臻(花园南区)安置房工程二期、兴平四路以西道路工程、平湖经济技术开发区永兴大厦工程、中南花园安置房二期等项目。公司主要在建项目计划总投资27.61亿元，已投资14.98亿元，未来尚需投资13.66亿元，面临一定的资金压力。

表5 截至2019年底，公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资
日本电产汽车马达工程	44,000.00	15,587.34
平湖经济技术开发区时代福臻(花园南区)安置房工程二期 2014-35 号	36,964.76	28,223.31
兴平四路以西道路工程	36,811.00	7,049.12
平湖经济技术开发区永兴大厦工程(平开立 2014-185 号)	32,069.00	21,450.59
中南花园安置房二期	24,935.00	16,660.19
平湖经济技术开发区客运站工程	16,215.00	4,812.36
北国之春（二期）安置房	16,196.49	16,192.00
平湖经济技术开发区解放丽都安置房工程(平开立 2014-117 号)	15,233.00	7,542.42
小桥人家安置房工程	12,930.00	1,888.37
钟溪廊桥工程	11,874.00	2,920.40
平湖市福善公路(独黎公路-平兴公路)改造提升工程(平开立 2018-249 号)	10,263.09	3,027.84
福嘉公路两侧企业搬迁	5,560.00	15,920.91
东方大道工程（永兴路-北市河）道路工程	5,000.00	4,205.76
平湖经济技术开发区新兴五路（独黎公路-永南路）2018-1 号	4,494.15	3,235.65
新兴五路（独黎公路-永南路）工程	3,562.00	1,105.08
合计	276,107.49	149,821.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司物业出租收入主要依赖于经开区管委会的补贴支持，在建厂房较多，给公司带来一定资金压力，同时未来能否顺利招商出租存在较大的不确定性

为满足平湖经开区招商引资的需要，公司建设了较多的标准厂房、公寓等物业，用于出租。物业建设、出租均由子公司平湖经济开发区资产管理有限公司（以下简称“平湖经开区资产管理公司”）负责。考虑到招商引资企业可为平湖经开区带来税收收入，公司物业出租的定价较低，物业出租收入主要来源于经开区管委会给予的政府补贴。

根据2010年3月经经开区管委会与公司签订的房租补差协议书约定：（1）以2010年为基期，按实际租赁面积，经开区管委会给予每月每平方米12.5元的差额补助，并从2011年起每年同比递增10%；（2）自协议签订之日起，应经开区管委会要求，签订的招商项目租赁协议月租金低于每平方米8元的，由经开区管委会补足；（3）因招商引资需求，给予已签租赁协议租金优惠、减免的，其优惠、减免的租金由经开区管委会补足。协议有效期为10年，即自2010年1月1日起至2019年12月31日止。房租补差协议有效提升了公司租赁业务的盈利水平。

根据2019年7月4日经开区管委会文件，新入住、到期重新签订租赁合同的承租企业出租方按市场价与入住企业签订租赁合同，收取租金，全额开票；原已签订租赁合同的老企业，按市场价确认收入，承担政府招商引资职责而给予入住企业租金减免政策的，差额部分由经开区管委会补足。

截至2019年末¹，出租对象主要为日本电产集团（含下属企业）等招商引资企业。2019年实现租金收入3,954.24万元，同比有所增长，毛利率为-77.03%，同比下降68.49个百分点，系当期部分房屋建筑物改变用途、由固定资产转入投资性房地产核算，相应折旧成本计入租金成本。截至2019年底，公司在建厂房较多，主要在建厂房已投资159,041.55万元，但未来能否顺利招商出租存在较大的不确定性。

表6 2019年底公司主要的在建厂房工程情况（单位：万元）

项目名称	已投资
平湖经济技术开发区波勒厂房工程	4,787.57
开发区标准厂房园区一期工程	2,860.10
兴平一路 1688 号厂房工程	2,720.55
开发区宏建路 2298 号标准厂房工程	1,446.25
新群路 2291 号厂房工程	2,995.60

¹ 公司未提供可出租面积、已出租面积及出租率数据。

花园工业集聚区标准厂房工程	397.50
新凯路南侧、平兴公路西侧标准厂房工程	5,961.11
平湖经济技术开发区新凯路南侧、新兴二路东侧厂房工程	5,506.94
日本电产东测新建厂房工程	12,291.20
平湖经济技术开发区两创中心	18,396.55
平湖经济开发区中心幼儿园临时操场工程	2,402.23
汇钜特种纸（平湖）有限公司（整体回购）	2,774.86
平湖经济技术开发区客运中心工程	5,680.90
平湖经济技术开发区两创中心欧拓二期厂房工程	9,704.38
平湖经济技术开发区人才公寓工程	14,621.03
平湖经济技术开发区两创中心纳铁福（二期）工程	14,614.67
毅进卡迪夫公学平湖学校工程	13,638.82
平湖经济技术开发区两创中心红星路北侧厂房工程	5,705.46
浙江瑞德士科能重工有限公司（整体回购）	4,939.47
平湖经济技术开发区中心幼儿园扩建工程	4,282.73
日本电产增成机器装置新建厂房工程	3,204.65
平湖经济技术开发区两创中心宏建路南兴平三路东新建厂房工程	2,838.59
尼得科三协材料科技（浙江）有限公司厂房工程	2,640.92
平湖经济技术开发区特勤消防站工程	2,321.90
平湖经济技术开发区独黎公路北侧新兴三路东公共停车工程	1,886.73
平湖市 54 村标准厂房 1#车间改造工程	1,147.78
平湖经济技术开发区职工公寓改造工程（二期）	1,034.69
其他工程	8,238.37
合计	159,041.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司清运、保洁业务主要由子公司平湖经济开发区资产管理有限公司、平湖新平现代服务业开发有限公司负责运营，主要从事平湖经开区内的垃圾清运业务，具有一定的公益性。2019年公司实现清运保洁服务收入3,714.23万元，同比增长59.11%，主要系本期由于国家大力推动垃圾分类等导致本期项目大幅增加所致。

2019年公司获得较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和盈利水平

作为平湖经开区重要的基础设施投融资和建设主体，公司得到了平湖市以及平湖市经济开发区人民政府的支持。根据平湖市财政局文件，2019年公司及下属子公司合计获得政府补贴1.39亿元；公司及下属子公司收到财政拨款合计增加资本公积2.30亿元，有效提升

了公司资本实力和盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的容诚会计师事务所（特殊普通合伙）²审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围减少1家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以其他应收款、存货和在建工程为主，资产流动性仍较弱

截至2019年底，公司资产总额为1,582,264.43万元，同比增长26.29%，资产的增长主要集中在在建工程、存货的增长。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2019年底流动资产占比77.79%，同比有所下降。

2019年底，公司货币资金规模为108,782.05万元，同比增长72.70%；其中，受限货币资金为7,875.45万元，系存放在专门用于标准厂房建设工程的银行监管账户中的银行存款，受限规模很小。其他应收款主要系应收当地政府或国有企业的往来款，包括平湖市钟埭街道财政办、平湖市城市发展投资（集团）有限公司、平湖市自然资源和规划局、浙江多凌置业股份有限公司（代垫款）、平湖市建设房地产有限公司（代垫款），合计占总额的99.55%，同比大幅增长，主要系与平湖市钟埭街道财政办往来增加所致；代垫款系工程建设代垫维修费用，已计提坏账准备合计538.92万元；往来款回收风险较小，但规模较大且回收时间存在一定不确定性，对公司资金形成较大占用。

公司存货主要由受托代建项目、土地、开发产品和开发成本等构成，受托代建项目系已确定回购项目的工程成本、安置房建设成本和土地开发成本，开发产品系完工的安置房建设成本，开发成本系未确认收益实现方式的安置房建设成本、基础设施建设成本和土地开发成本。公司在基础设施及安置房建设方面的投资规模较大，存货规模持续增长，2019年底，公司存货账面价值为920,803.76万元，同比增长14.05%；其中，受托代建项目、开发成本分别同比增长11.66%、31.88%，开发产品同比无变化；2019年末存货中土地账面价值168,731.99万元，同比无变化，主要系商业住宅用地，均为出让性质。

² 原名“华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）”

表7 公司存货构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
低值易耗品	158.83	0.02%	35.78	0.00%
开发产品	16,546.23	1.80%	16,546.23	2.05%
土地	168,731.99	18.32%	168,731.99	20.90%
开发成本	265,983.17	28.89%	201,690.56	24.98%
受托代建项目	469,383.54	50.98%	420,364.28	52.07%
合计	920,803.76	100.00%	807,368.84	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

投资性房地产系用于出租的厂房等房屋、建筑物，采用成本模式计量，2019年底账面价值155,762.78万元，同比增长13.69%，主要系原固定资产核算的房屋建筑物改变用途、调整至投资性房地产核算所致；其中账面价值21,299.94万元的房屋、建筑物权证尚在办理中；借款抵押受限投资性房地产账面价值合计56,096.30万元。固定资产主要为房屋及建筑物，2019年底账面价值20,318.47万元，同比下降42.73%，主要系15,024.13万元固定资产转入投资性房地产所致。其中借款抵押受限固定资产账面价值合计5,352.07万元。在建工程主要系在建的厂房项目，2019年底为159,041.55万元，同比增长133.40%，主要系新增平湖经济技术开发区人才公寓工程、平湖经济技术开发区两创中心纳铁福（二期）工程、毅进卡迪夫公学平湖学校工程等在建项目所致。其中借款抵押受限在建工程账面价值合计40,864.20万元。

整体上看，公司资产规模增长较快，以其他应收款、存货、在建工程为主，整体资产流动性仍较弱。

表8 2018-2019 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	108,782.05	6.88%	62,987.57	7.68%
其他应收款	175,681.71	11.10%	89,456.56	8.72%
存货	920,803.76	58.20%	807,368.84	66.99%
流动资产合计	1,230,907.06	77.79%	992,480.76	84.96%
投资性房地产	155,762.78	9.84%	137,010.95	3.38%
固定资产	20,318.47	1.28%	35,477.55	2.34%
在建工程	159,041.55	10.05%	68,141.61	6.95%
非流动资产合计	351,357.38	22.21%	260,360.34	15.04%
资产总计	1,582,264.43	100.00%	1,252,841.10	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司整体盈利能力持续下降，外部支持对利润水平形成有效补充

2019年公司实现营业收入为25,170.58万元，同比略有上升。截至2019年末，公司存货中土地开发成本211,237.20万元，开发的可出让土地面积约4,857.55亩；主要在建代建项目、在建厂房合计已投资308,862.89万元，公司未来收入较有保障，但需关注收入结转受当地财政状况、招商情况影响较大，存在一定的不确定性。2019年公司综合毛利率为-7.32%，同比下降7.34个百分点，主要租金收入毛利率大幅下降所致。

2019年公司其他收益合计13,868.21万元，系公司及子公司收到的财政补贴收入；实现利润总额6,603.22万元，仍全部来自于政府补助。

整体上看，2019年公司盈利能力有所下降，外部支持对利润水平形成有效补充。

表9 2018-2019年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	25,170.58	24,130.96
其他收益	13,868.21	10,430.00
营业利润	7,674.22	6,785.97
营业外收入	53.87	37.06
利润总额	6,603.22	6,822.70
综合毛利率	-7.32%	0.02%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动、投资活动现金净流出规模仍较大，主要在建项目尚需投入一定资金，仍面临一定的资金压力

公司业务资金回笼情况尚可，2019年收现比为1.04。公司销售商品、提供劳务收到的现金26,110.16万元，同比有所上升，其他与经营活动有关的现金净流入12,591.72万元；公司作为平湖经济开发区重要的投资建设主体，投资建设资金投入规模较大，2019年公司购买商品、接受劳务支付的现金达107,943.19万元，综合来看，经营活动现金净流出71,582.17万元，同比有所扩大。

2019年公司投资活动现金支出主要系在建工程的投资建设，投资活动现金净流出77,029.72万元。筹资活动方面，公司主要通过银行贷款融资，2019年筹资活动现金净流入达186,605.78万元。

整体上看，公司依赖筹资活动支持经营活动、投资活动，截至2019年底，主要在建项

目尚需投入13.66亿元，且在建厂房仍需持续投入，公司仍面临一定的资金压力。

表10 2018-2019年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.04	1.04
销售商品、提供劳务收到的现金	26,110.16	25,059.96
收到的其他与经营活动有关的现金	160,178.02	108,977.58
经营活动现金流入小计	186,288.18	134,037.54
购买商品、接受劳务支付的现金	107,943.19	124,283.41
支付的其他与经营活动有关的现金	147,586.30	49,173.98
经营活动现金流出小计	257,870.36	176,156.56
经营活动产生的现金流量净额	-71,582.17	-42,119.02
投资活动产生的现金流量净额	-77,029.72	-43,575.87
筹资活动产生的现金流量净额	186,605.78	61,601.49
现金及现金等价物净增加额	37,993.89	-24,093.40

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模同比增幅较大，偿债压力进一步加大

截至2019年底公司所有者权益为704,565.61万元，同比增长4.38%。同时，为满足投资建设及偿还存量债务所需资金，公司加大对外融资力度，截至2019年底公司负债总额为877,698.82万元，同比增长51.89%，负债增长主要集中在长期借款和其他应付款。2019年底公司产权比率大幅上升至124.57%，所有者权益对负债的保障程度持续下降。

表11 2018-2019年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	877,698.82	577,836.32
所有者权益	704,565.61	675,004.78
产权比率	124.57%	85.60%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债仍以非流动负债为主，截至2019年底占负债总额的比重为67.19%。应付账款主要由工程款和土地款构成，截至2019年底应付账款余额为15,861.60万元，同比变动不大；公司其他应付款主要为应付政府及相关单位的往来款和借款，截至2019年底规模为188,603.03万元，同比增长126.01%，主要系新增与平湖市国有资产控股集团有限公司的借款60,418.43万元，平湖市西城区投资建设有限公司往来款19,586.52万元，与平湖市芝田富民投资有限公司11,056.00万元。一年内到期的非流动负债系即将到期的长期借款以及2020

年需支付的本期债券20%本金，2019年底为78,380.00万元。

银行借款主要为抵、质押及保证借款，质押物主要为应收账款、项目收益权，保证人主要为平湖市城市发展投资（集团）有限公司和公司本部为子公司借款担保，抵押物主要为土地及房产。截至2019年底，公司长期借款余额为559,458.57万元，同比增长56.28%，主要系新增借款、支付工程项目款所致。公司应付债券为本期债券，截至2019年底应付本金规模为14,000.00万元。长期应付款系中国农发重点建设基金有限公司投资款和服务中心等专项应付款。

表12 2018-2019 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	15,861.60	1.81%	15,007.26	2.60%
其他应付款	188,603.03	21.49%	83,449.40	14.44%
一年内到期的非流动负债	78,380.00	8.93%	76,160.00	13.18%
流动负债合计	288,005.68	32.81%	175,723.16	30.41%
长期借款	559,458.57	63.74%	357,990.00	61.95%
应付债券	13,603.33	1.55%	27,433.33	4.75%
长期应付款	16,441.76	1.87%	16,441.76	2.85%
非流动负债合计	589,693.14	67.19%	402,113.16	69.59%
负债合计	877,698.82	100.00%	577,836.32	100.00%
有息债务	727,360.34	82.87%	473,583.33	81.96%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司主要通过银行借款满足其资金需求，截至2019年底，公司有息债务规模为727,360.34万元，同比上升53.59%，占负债总额的82.87%，公司有息债务规模大幅增长，偿债压力进一步加大。

2019年底，公司资产负债率同比上升9.35个百分点至55.47%，受益于货币资金有所上升，现金短期债务比上升至1.33，短期偿债能力尚可。2019年受盈利能力持续下降的影响，EBITDA同比下降7.62%至13,986.63万元，EBITDA利息保障倍数下降至0.47，有息债务/EBITDA下降至52.00，长期来看，偿债压力将进一步加大。

表13 2018-2019 年公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	55.47%	46.12%
现金短期债务比	1.33	0.83
EBITDA（万元）	13,986.63	15,139.52
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.69

有息债务/EBITDA	52.00	31.28
-------------	-------	-------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月12日），公司本部及子公司平湖经济开发区资产管理有限公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年12月31日，公司对外担保余额为307,420.00万元，占2019年底所有者权益的43.63%，担保对象为当地投融资平台，但对外担保余额较大且无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表14 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
平湖市城市发展投资（集团）有限公司	65,000.00	2023.10.23	否
平湖市新农村建设投资有限公司	170,460.00	2025.12.21	否
平湖城市建设投资有限公司	40,000.00	2022.11.31	否
平湖市西城区投资建设有限公司	30,000.00	2033.10.8	否
平湖市钟埭投资有限公司	1,960.00	2025.12.6	否
合计	307,420.00	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2019年平湖经济保持较快增长，公司外部发展环境依然良好，作为平湖经开区重要的基础设施投融资和建设主体，目前土地开发成本和委托代建项目较为充足，在建厂房完工之后用于出租，未来可形成租金收入，公司营业收入较有保障。此外，公司获得较大力度的外部支持。

同时我们也关注到，公司资产以其他应收款、存货和在建工程，整体流动性较弱，在建项目规模较大，面临一定资金压力，有息债务持续增长较快且规模较大，2019年EBITDA

利息保障倍数下降至0.47，债务偿付压力加大，对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	108,782.05	62,987.57	88,565.11
其他应收款	175,681.71	89,456.56	100,511.75
存货	920,803.76	807,368.84	772,460.61
在建工程	159,041.55	68,141.61	80,184.59
资产总计	1,582,264.43	1,252,841.10	1,153,157.35
短期借款	3,500.00	0.00	0.00
其他应付款	188,603.03	83,449.40	72,975.44
一年内到期的非流动负债	78,380.00	76,160.00	65,165.00
长期借款	559,458.57	357,990.00	281,500.00
应付债券	13,603.33	27,433.33	41,299.63
负债合计	877,698.82	577,836.32	487,100.05
所有者权益合计	704,565.61	675,004.78	666,057.30
营业收入	25,170.58	24,130.96	26,545.32
营业利润	7,674.22	6,785.97	3,557.25
净利润	6,610.69	6,834.47	3,547.32
经营活动产生的现金流量净额	-71,582.17	-42,119.02	-57,750.63
投资活动产生的现金流量净额	-77,029.72	-43,575.87	-40,617.56
筹资活动产生的现金流量净额	186,605.78	61,601.49	109,137.13
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	-7.32%	0.02%	8.23%
收现比	1.04	1.04	0.99
产权比率	124.57%	85.60%	73.13%
资产负债率	55.47%	46.12%	42.24%
现金短期债务比	1.33	0.83	1.36
EBITDA（万元）	13,986.63	15,139.52	7,791.89
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.69	0.38
有息债务/EBITDA	52.00	31.28	52.61

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
平湖工业区开发有限公司	5,000	100%	租赁和商务服务业
平湖经济开发区资产管理有限公司	5,000	100%	水利、环境和公共设施管理业
平湖新平现代服务业开发有限公司	10,000	100%	居民服务、修理和其他服务业
平湖经济开发区拆迁事务有限公司	100	100%	房地产业
平湖市高新技术创业服务中心发展有限公司	800	100%	居民服务、修理和其他服务业
平湖经济开发区市政园林建设有限公司	200	100%	建筑业
平湖市新市镇投资建设有限公司	15,000	100%	租赁和商务服务业
平湖经济技术开发区产业投资有限公司	10,000	100%	租赁和商务服务业
平湖樱花小镇旅游发展有限公司	5,000	100%	租赁和商务服务业

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{其他应付款有息部分} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款有息部分}$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。