

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【1090】号 02

债券简称：14 安吉债/PR
安吉债

债券剩余规模：2.8 亿元
债券到期日期：2021 年
4 月 24 日

分析师

姓名：
党雨曦 田珊

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@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

关于股权置换方案对安吉县国有资本投资运营有限公司 及其发行的“14 安吉债/PR 安吉债”影响的 专项信用评级报告

	本次专项评级结果	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 12 月 22 日	2020 年 08 月 06 日

评级结论：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对安吉县国有资本投资运营有限公司（以下简称“安吉国资”或“公司”）及其 2014 年 4 月 24 日发行的公司债券（以下简称“14 安吉债/PR 安吉债”或“本期债券”）的 2020 年度专项信用评级结果为：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此次股权置换事项未对公司及本期债券的偿付造成重大不利影响。

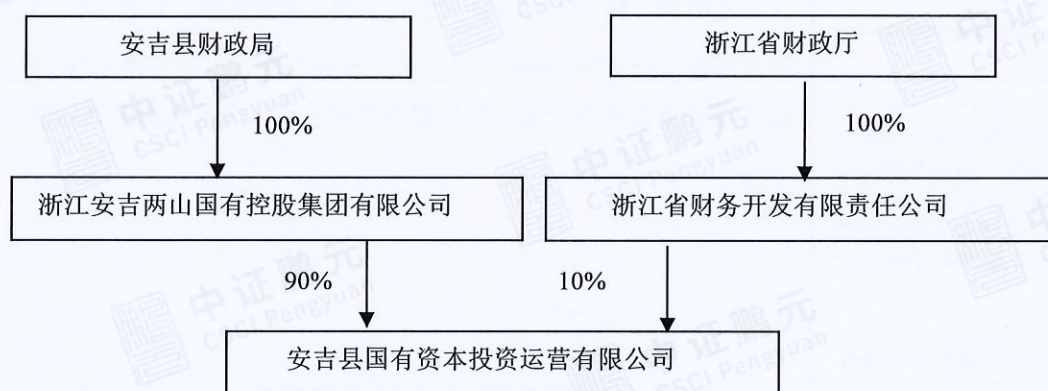


一、本次股权置换事项概述

经国家发展和改革委员会《关于浙江安吉县资产经营有限公司¹发行公司债券核准的批复》（发改财金【2014】563号字），公司于2014年4月24日发行14亿元公司债券（以下简称“14安吉债/PR安吉债”或“本期债券”），债券期限为7年，票面利率为8.3%。中证鹏元对本期债券的2020年跟踪信用评级结果为：本期债券信用等级为AA，发行主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

截至2020年11月末，浙江安吉两山国有控股集团有限公司（以下简称“两山国控”）持有公司90%股份，为公司控股股东，安吉县财政局为公司实际控制人。截至2019年末，公司纳入合并范围子公司23家，主要在安吉县内开展基础设施建设、土地整理、文旅、融资租赁、矿产资源开采和销售等业务；其中基础设施建设和土地整理业务收入占比达77.31%，系公司最主要的收入和利润来源。

图1 截至2020年11月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

根据公司提供的《安吉县人民政府场务会议纪要》（[2020]10号）以及《安吉县国有企业深化改革方案（送审稿）》，安吉县政府计划对公司进行股权置换，拟划入浙江安吉两山振兴旅游投资发展有限公司（以下简称“两山振兴”）和安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司（以下简称“七彩灵峰”）各100%股权，纳入公司合并报表范围；拟划出子公司安吉紫梅实业有限公司（以下简称“紫梅实业”）和浙江天子湖实业投资有限公司（以下简称“天子湖实业”）各100%股权，不再纳入公司合并范围。预计本次股权置换完成前后，公司的控股股东和实控人无变化，分别仍为两山国控和安吉县财政局。

¹ 公司原名为安吉县资产经营有限公司，2017年4月改为现名。

二、本次股权置换事项对公司的影响

（一）对公司经营方面的影响

公司作为安吉县重要的国有资产经营及基础设施投资建设主体之一，近年业务范围覆盖基础设施建设、土地整理、旅游项目开发等多个领域。公司2019年合计取得营业收入9.85亿元，主要来源于设施建设和土地整理业务；综合毛利率为20.50%。

表1 2018-2019 年公司业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
设施建设板块	4.76	8.04%	-	--
土地业务板块	2.85	8.04%	6.88	8.04%
文化旅游业务	0.22	15.41%	0.47	56.74%
融资租赁业务	0.22	22.42%	-	-
矿产资源业务	0.14	75.82%	-	-
其他业务	0.12	14.03%	0.03	-3.32%
商品贸易业务	0.07	11.26%	-	-
融资担保业务	0.03	75.93%	0.03	91.61%
主营业务	8.39	10.01%	7.41	11.36%
其他业务	1.45	81.19%	0.83	75.62%
合计	9.85	20.50%	8.24	17.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司子公司天子湖实业和紫梅实业股权拟被划出。紫梅实业主要在安吉县梅溪镇开展土地整理业务，安吉县梅溪镇人民政府将梅溪镇土地整理工程项目委托紫梅实业进行建设，完工后与安吉县财政局进行结算。天子湖实业负责天子湖镇和湖州省际承接产业转移示范区安吉分区内（以下简称“安吉示范区”）的基础设施建设，受安吉县天子湖农业综合开发有限公司（以下简称“天子湖农业”）的委托，天子湖实业及其子公司负责天子湖镇和示范区安吉分区内的基础设施建设工程。紫梅实业和天子湖实业确认收入的比例均为业务成本加成12%。2019年公司设施建设和土地业务板块分别取得收入4.76亿元和2.85亿元，毛利率均为8.04%，是公司该年度最主要的收入和利润来源。

同时，公司拟获得划入子公司七彩灵峰和两山振兴。七彩灵峰主要负责安吉县灵峰旅游度假区（以下简称“灵峰度假区”）范围内的景区开发与建设以及环灵峰山美丽乡村精品示范区的建设与经营，收入主要来源于工程建设。七彩灵峰与其子公司安吉七彩灵峰农业发展有限公司分别与安吉灵峰旅游度假区管理委员会（以下简称“灵峰管委会”）签订了《安吉县基础设施建设项目工程建设框架协议》，灵峰管委会作为发包方承诺支付协议

内项目的工程建设资金，投资回报率不超过工程实际造价的30%。2019年，七彩灵峰实现营业收入11.75亿元；截至该年末，公司主要在建项目包括香溪路（半岭路-七贤坞路）、灵峰度假区绿化资源基地等工程，总投资合计15.94亿元，已投资额14.62亿元，尚需投资1.32亿元，未来随着项目完工结算，业务收入具有一定保障，但受到项目建设进度及结算安排的一定影响，未来可能存在一定波动。

表3 截至2019年末七彩灵峰主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
香溪路（半岭路-七贤坞路）	3.60	3.37
灵峰度假区绿化资源基地工程	3.39	3.26
灵峰旅游度假区征地工程	1.50	1.25
灵峰旅游度假区拆迁工程	1.17	1.07
灵峰山景区一期工程	1.10	0.90
天带南路、天带北路	0.90	0.81
彭年路	0.86	0.83
大竹园省级农房设计落地示范工程	0.80	0.74
永康北路（新客运中心-目莲路）	0.63	0.59
万章路	0.55	0.48
七贤坞路（独松关路-墨竹路）	0.47	0.44
嘉祥路（浮玉路-支一路）	0.43	0.40
嘉祥路改建工程	0.30	0.28
灵岩路	0.24	0.20
合计	15.94	14.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

两山振兴在安吉县下属乡镇²开展乡村振兴项目的建设运营，主要业务板块包括工程代建、广电网络业务和文化旅游业务。两山振兴代建业务板块的开展主体为下属子公司安吉山川振兴旅游投资有限公司（以下简称“山川旅投”）和安吉鄞南旅游发展有限公司（以下简称“鄞南旅发”）等，业务模式方面，山川旅投和鄞南旅发作为承包人，分别与安吉县山川乡人民政府和安吉县鄞吴镇人民政府签订《乡村振兴建设项目委托合同》，并约定签约价格，根据施工进度由乡村振兴推进办进行结算，2019年两山振兴未实现代建收入；该年度两山振兴合计实现营业收入1.51亿元，其中广电网络业务收入1.04亿元，文化旅游业务收入0.45亿元。

预计经过此次股权置换后，公司业务构成将发生一定变化，紫梅实业的股权划出导致

² 上述区域不包括灵峰旅游度假区、安吉经济开发区和湖州市际承接产业转移示范区安吉分区。

公司土地整理业务规模下降；而另一占比较大的工程建设业务实施主体变更为七彩灵峰和两山振兴，区域范围由天子湖镇和安吉示范区变更为灵峰度假区及山川乡等，矿产业务也随同天子湖实业划出；此外，公司新增广电网络业务及大竹海等景区的运营收入，对公司收入构成有益补充。

（二）对公司财务方面的影响

根据公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计的标准无保留意见的2019年审计报告和模拟股权置换后的2019年模拟审计报告，以及未经审计的2020年半年报和模拟股权置换后的2020年上半年审计报告，本次股权置换对公司的主要财务数据的账面影响主要表现为：

资产方面，拟置换后，截至2019年12月31日，公司仍以流动资产为主，但规模出现下降，总资产减少61.89亿元。公司划出资产主要为紫梅实业的土地整理成本以及天子湖实业的工程代建成本，划入资产主要为七彩灵峰与两山振兴的应收往来款和存货中的建设成本及土地使用权，预计置换后公司存货总体下降27.57亿元，但其中土地资产规模由9.54亿元上升至17.73亿元。截至2020年6月末，公司拟置换后的总资产规模下降105.67亿元至367.20亿元。

负债方面，本次股权划转净减少了公司的负债规模，2019年公司拟置换后的负债金额降至227.37亿元，模拟资产负债率下降7.71个百分点至61.26%。截至2020年6月末，公司拟置换后的模拟资产负债率为61.20%，下降9.91个百分点，财务杠杆有所改善，但仍处于较高水平；从期限结构来看，公司拟置换后的流动负债占比为34.79%，下降8.96个百分点，债务结构有所优化。

盈利方面，受益于两山振兴和紫梅实业的股权划入，拟置换后的公司2019年模拟营业收入提升至11.75亿元。两山振兴2019年出现亏损；同时由于公司主要的划入代建项目已经完工或接近完工，其所产生的借款利息将无法资本化，以致公司2019年模拟利息费用支出高达2.51亿元，对公司的利润水平形成了较大侵蚀，2019年公司的模拟净利润仅为1.19亿元，较股权置换前大幅下降。2020年上半年，模拟报表显示公司实现营业收入1.88亿元、净利润亏损1.10亿元，收入与利润水平均较股权置换前出现较大幅度下降，后续对公司收入的稳定程度及盈利能力的变化情况需予以一定关注。

表 4 截至 2019 年 12 月 31 日公司拟股权置换前后的财务数据变动情况（单位：亿元）

项目	划转前	划转后	变动额
总资产	433.07	371.18	-61.89

净资产	134.4	143.81	9.41
营业收入	9.85	11.75	1.9
净利润	2.04	1.19	-0.85
资产负债率	68.97%	61.26%	-7.71 个百分点

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 5 截至 2020 年 6 月 30 日公司股权置换前后的财务数据变动情况（单位：亿元）

项目	划转前	划转后	变动额
总资产	472.87	367.20	-105.67
净资产	136.63	142.49	5.86
营业收入	6.93	1.88	-5.05
净利润	0.25	-1.10	-1.35
资产负债率	71.11%	61.20%	-9.91 个百分点

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、本次股权置换对本期债券的影响

本期债券拟用于安吉旅游集散体系建设项目、中国竹乡建设项目、安吉竹博园二期旅游开发项目、馒头山景区旅游服务建设项目和黄浦江源旅游景区修复改善项目。截至2020年12月4日，本期债券募集资金专项账户余额为34.35万元。

本次股权置换对本期债券的偿还能力影响如下：

1、置换后，本期债券偿债资金来源将发生一定变化。2019年模拟报表营业收入有所增加，但公司业务构成发生一定变化，紫梅实业的股权划出导致公司土地整理业务规模下降，该板块业务不再成为公司的还款来源，而另一占比较大的工程建设业务实施主体变更为七彩灵峰和两山振兴，区域范围也由天子湖镇和安吉示范区变更为灵峰度假区及山川乡等；后续对公司收入的稳定程度及盈利能力的变化情况需予以一定关注。

2、置换后，公司业务板块由区域内的土地整理与基础设施建设向旅游基础设施开发建设、旅游产业经营等方向逐步转型，业务范围较股权置换前发生一定变化。

3、置换后，公司仍是安吉县财政局二级子公司，战略地位尚未发生重大变化，公司有望继续获得政府支持。2019年公司作为安吉县基础设施建设和土地开发业务的重要投融资主体，继续在资产注入、财政补贴等方面得到安吉县财政局的外部支持。2019年公司取得财政补贴2.01亿元，有效提升了公司的盈利水平；安吉县财政局2019年对子公司的股权划入及资本性投入合计净增加公司资本公积11.41亿元，公司资本实力有所增强。

此外，2019年安吉县实现地区生产总值469.59亿元，同比增长7.8%，高于全国平均水平，经济实力较强。安吉县旅游资源较为丰富，安吉县生态环境优越、旅游资源丰富，拥有108万亩毛竹林，全县森林覆盖率、植被覆盖率均保持在70%以上，是首个获得联合国人居环境奖的县级市，2019年全年安吉县接待国内外旅游人数2,807万人次，比上年增长12.1%；实现旅游总收入388.24亿元，比上年增长19.6%。区域经济仍保持快速增长势头，为公司发展创造了较好的外部环境。

四、结论性意见

安吉县的经济实力逐年增强；股权置换后，公司战略地位未出现重大变化，业务构成将发生一定变化；公司总资产规模缩小，财务杠杆有所改善，债务结构有所优化；公司收入水平有所提升，但盈利有所下降。

综合来看，中证鹏元认为，此次股权置换事项未对公司及本期债券的偿付造成重大不利影响，维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券的信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2019 年	2019 年模拟
货币资金	372,111.05	375,980.68
其他应收款	1,715,074.48	1,343,999.06
存货	1,957,881.19	1,682,212.85
流动资产合计	4,111,003.94	3,450,414.42
资产总计	4,330,732.97	3,711,768.62
短期借款	117,338.00	43,050.00
其他应付款	646,736.98	564,555.70
一年内到期的非流动负债	393,143.52	193,670.93
流动负债合计	1,262,643.27	826,585.66
长期借款	901,927.63	874,453.54
应付债券	595,235.81	355,616.81
非流动负债合计	1,724,076.03	1,447,104.94
负债合计	2,986,719.30	2,273,690.60
实收资本（或股本）	100,000.00	100,000.00
资本公积	1,141,220.75	1,283,959.05
盈余公积	12,237.66	12,237.66
未分配利润	85,085.68	39,232.77
归属于母公司所有者权益合计	1,338,544.08	1,435,429.48
少数股东权益	5,469.59	2,648.55
所有者权益合计	1,344,013.67	1,438,078.02
营业收入	98,458.98	117,535.50
营业利润	23,096.42	13,490.12
其他收益	20,078.59	24,529.37
营业外收入	1,093.52	1,194.96
净利润	20,421.55	11,889.98
经营活动产生的现金流量净额	120,857.53	-
投资活动产生的现金流量净额	4,536.94	-
筹资活动产生的现金流量净额	-19,806.15	-

资料来源：公司 2019 年审计报告及模拟报告，中证鹏元整理

附录二 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。