



2021年浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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



2021年浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-30	2021-03-31

债券概况

债券简称：21 环太湖债/21 长湖债

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：2028-05-07

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第 5、6、7 年度末，分别按照本次债券发行总额 30%、30%、40% 的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付

增信方式：保证担保

担保主体：中国投融资担保股份有限公司

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
hanf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司（以下简称“长兴环太湖”或“公司”）及其 2021 年 5 月公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：区域经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，公司土地整理业务收入来源较有保障，获得了较大力度的外部支持，此外，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”或“担保方”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性仍较弱，面临一定的资金压力和较大偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司土地整理收入较有保障，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	241.59	223.03	206.50
所有者权益	131.50	117.81	109.46
总债务	93.26	86.13	72.45
资产负债率	45.57%	47.18%	46.99%
现金短期债务比	0.17	0.30	0.68
营业收入	17.60	14.28	8.43
其他收益	1.86	1.67	1.62
利润总额	1.75	1.66	1.47
销售毛利率	3.82%	4.71%	4.92%
EBITDA	2.30	2.10	1.85
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.45	0.53
经营活动现金流净额	-13.01	-6.97	-2.03
收现比	0.91	0.96	1.12

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **区域经济保持增长，为公司发展提供良好外部环境。**2020 年长兴县经济保持增长，但增速出现下滑，长兴县工业基础仍较好，预计未来年度经济增速将有所反弹。
- **公司土地整理业务收入来源仍较有保障。**公司是浙江长兴县太湖图影旅游度假区内最主要的开发、建设与经营主体，2020 年末公司存货中土地开发成本规模较大，且太湖图影旅游度假区待出让地块较多，土地整理业务仍具有持续性。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2020 年公司合计获得股东投资款 13.30 亿元，在政府补贴、财政贴息方面均得到长兴太湖图影度假区管理委员会较大支持。
- **中投保提供的保证担保能有效提升本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**2020 年底公司资产仍以存货和其他应收款为主，存货中土地开发和代建项目收入确认时点存在较大不确定性；其他应收款回收时间存在较大不确定性、对营运资金形成较大占用，资产整体流动性仍较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**2020 年公司经营活动现金净流出规模扩大，2021 年 3 月底公司主要在建、拟建项目尚需投资 8.76 亿元，土地整理业务仍需持续投入，面临一定的资金压力。
- **公司债务偿付压力较大。**截至 2020 年末公司有息债务为 93.26 亿元，持续增长；2020 年末 EBITDA 利息保障倍数、现金短期债务比率较低，偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额 31.28 亿元，占当期末净资产的比重为 23.79%，担保对象主要为长兴县下属国有企业，区域集中度较高且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年5月公开发行7年期8亿元公司债券，募集的资金在扣除发行费用后全部用于认购长兴图影国信股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“长兴图影国信”）份额。截至2021年5月31日，募集资金专项账户余额为799.70元。

三、发行主体概况

2020年6月，长兴金控和长兴经开分别对公司增资6.70亿元和3.30亿元，已完成工商变更登记。截至2021年3月末，公司注册资本、实收资本均为15.00亿元，长兴金控持有公司67%的股权，长兴经开持有公司33%的股权，公司的实际控制人为长兴县财政局。

2020年6月，公司原法定代表人、董事长兼总经理羊文杰变更为倪咪，任期三年，已完成工商变更。2020年6月，公司出于业务经营发展需要，变更经营范围，经营范围有所扩充，由旅游项目开发，水利设施建设，土地前期开发，公共设施管理等变更为：旅游业务；各类工程建设活动；房地产开发经营；等。

2020年，公司合并范围未发生变化，截至2020年末合并范围子公司共8家，具体见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产



投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据



等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

受疫情影响，2020年长兴县经济保持增长，但增速出现下滑；长兴县工业基础仍较好，预计未来年度经济增速将有所反弹

2020年长兴县经济保持增长，实现GDP 702.39亿元，在疫情影响下增速出现较大幅度下滑，但仍略高于全国平均水平。从具体产业来看，2020年长兴县第二产业受到冲击最为明显，增速较2019年下降6.6个百分点，第三产业贡献了最主要的GDP增长；三次产业结构比例由2019年的5.1：51.3：43.6调整为2020年度的5.2：49.5：45.3，工业仍是当地经济的主导部门。按照户籍人口计算，2020年长兴县人均地区生产总值为110,178元，是同期全国平均水平的152.08%。

2020年长兴县实现规模以上工业增加值236.6亿元，增速较上年下降4.7个百分点。长兴县的支柱产业为纺织、水泥和电池制造相关行业，2020年纺织业、电气机械和器材制造业、非金属矿物制品业和化学纤维制造业的累计产值占全县规模以上工业产值的60.9%，其中水泥、石灰和石膏制造及化学纤维制造业增速分别较上年下滑20.0%和17.4%。2020年长兴县规模以上工业高新技术产业和装备制造业的利润总额均实现增长，利税总额分别同比增长26.1%和17.1%，是长兴县经济增长的重要推动力之一。

2020年长兴县交通投资下降28.6%，固定资产增速降至6.2%。此外，2020年长兴县房地产开发投资同比增长3.7%，商品房销售面积141.74万平方米，同比下降7.1%；商品房销售额141.95亿元，同比下降6.8%，房地产市场运行态势有所调整。

2020年长兴县社会消费品零售总额增速下降1.4%，限额以上批发和零售业零售额中，粮油食品类、烟酒类、家具类和通讯器材等实现增长，但汽车类同比下降22.7%，形成一定拖累。2020年在出口带动下，长兴县实现进出口贸易总额241.04亿元；从具体行业来看，纺织服装出口同比增长0.5%；机械电子和化工表现较好，分别同比增长71.1%和28.2%。2020年长兴县金融机构本外币存款、贷款余额均实现较快增长，为区域内各产业提供了较好的金融环境。

总体来看，2020年长兴县经济保持增长，但在疫情影响下增速大幅放缓，仍高于全国平均水平。长兴县工业基础仍较好，国内疫情已经基本得到控制，预计未来年度经济增速将会有所反弹。

表1 长兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）



项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	702.39	2.6%	693.28	8.2%
第一产业增加值	36.86	3.7%	35.03	3.1%
第二产业增加值	347.46	1.5%	355.64	8.1%
第三产业增加值	318.07	3.8%	302.60	8.9%
规模以上工业增加值	236.6	4.5%	239.20	9.2%
固定资产投资	-	6.2%	-	11.2%
社会消费品零售总额	-	-1.4%	311.34	10.2%
进出口总额	241.04	24.4%	193.87	1.9%
存款余额	1,055.38	14.2%	923.87	11.1%
贷款余额	1,032.10	20.9%	853.37	22.2%
人均 GDP（元）		110,178		108,861
人均 GDP/全国人均 GDP		152.08%		153.56%

资料来源：长兴县 2019-2020 年统计公报，中证鹏元整理

2020 年长兴县实现一般公共预算收入 67.55 亿元，同比增长 2.6%，其中税收收入占比为 93.9%。该年度长兴县实现政府性基金收入 100.51 亿元，增长 30.0%。2020 年长兴县财政自给率（一般公共预算收入/公共预算支出）为 74.89%。

五、经营与竞争

公司是浙江长兴县图影旅游度假区主要的开发、建设与经营主体，负责区域内的土地整理、基础设施建设、旅游资源开发和管理、贸易等业务。2020 年，公司实现营业收入 17.60 亿元，同比增长 23.26%，主要系新增确认代建收入以及贸易收入规模进一步增长所致；毛利率方面，受毛利率较低的贸易收入占比上升的影响，公司综合毛利率同比下降 0.88 个百分点至 3.82%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	30,338.40	9.09%	42,340.45	9.09%
受托代建	16,615.08	8.15%	0.00	-
景区经营及租金	1,571.99	94.86%	2,684.75	94.47%
贸易	126,947.86	0.86%	97,257.33	0.21%
物业管理	502.21	9.58%	367.94	17.90%
其他	46.36	-18.63%	151.55	43.54%
合计	176,021.89	3.82%	142,802.01	4.71%

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

受益于太湖龙之梦乐园项目推进，公司土地整理收入较有保障，但受土地市场、政府规划以及龙



之梦乐园项目建设进度影响，该收入未来仍可能存在一定的波动性

土地整理业务主要由本部以及子公司浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司（以下简称“图影旅发”）负责。根据公司、图影旅发与长兴县国土资源局等签订《关于合作开发土地的协议》及其补充协议，公司负责对图影旅游度假区区域内合计23.8平方公里的土地进行分期开发整理，投资成本包括征地、拆迁、补偿、安置、场地平整及城市配套设施建设等项目。其中，图影旅游度假区湿地范围内4平方公里主要由图影旅发负责前期开发，其他由公司本部负责前期开发。土地平整完成后由长兴县国土资源局以招、拍、挂的形式进行出让，并由长兴县财政局统一与公司进行结算。2017年公司按照投资成本的105%确认土地整理收入，2018年起按照投资成本的110%确认土地整理收入。

2020年3月，根据长兴太湖图影旅游度假区管委会《关于落实度假区范围内国企改革方案的通知》，公司本部不再承担度假区范围内基础设施建设及后续运营工作，已发生各项工程业务截止2020年1月1日账面余额无偿转入图影旅发，尚未完工部分后续有图影旅发负责。

2020年，公司土地整理收入实现收入3.03亿元，同比有所下降，主要系土地出让面积大幅下降所致。2020年土地整理收入均为子公司图影旅发所得，截至目前已回款0.5亿元。

截至2020年末，存货中土地开发成本合计63.13亿元，主要系征地拆迁费构成；太湖图影旅游度假区2021年拟出让地块300亩，仍有约4,500亩待出让地块。整体来看，公司土地整理业务收入未来较有保障，但需关注受土地市场、政府规划以及龙之梦乐园项目建设进度影响，公司土地整理业务收入未来仍可能存在一定的波动性。

表3 2020 年公司出让土地情况（单位：亩；万元）

地块名称	面积	确认成本	确认收入
太湖图影度假区新碧岩路南侧 2019-01 号地块	5.474	326.76	359.44
太湖图影度假区二通道西南侧 2019-05 号地块	8.175	487.95	536.74
太湖图影度假区碧岩路南延伸线东侧 2019-1 号地块	7.692	459.12	505.03
太湖图影旅游度假区横山路东侧 3-1 号地块	88.038	11,430.71	12,573.78
太湖图影旅游度假区横山路东侧 3-2 号地块	102.073	13,252.99	14,578.28
太湖图影旅游度假区城山路东侧 1 号地块	12.499	1,622.85	1,785.13
合计	223.951	27,580.37	30,338.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司代建业务在建及已完工规模较大，但代建收入易受项目规划及工程进度影响，收入波动较大

除土地整理之外，公司及子公司图影旅发还承担了区域内基础设施建设、旅游资源开发等项目建设任务。长兴太湖图影旅游度假区管理委员会（以下简称“管委会”）就重大项目与公司及图影旅发签订工程代建协议，由公司及图影旅发前期垫付资金进行获批项目的开发，工程竣工验收后管委会根据公司及图影旅发实际的工程成本发生的105%支付工程款，按照结算的工程款确认工程代建收入并结转工程代建成本。



2020年图影旅发与管委会结算滨湖大道夹浦连接线工程、太湖生态湿地修复工程及太湖图影度假区供水引入工程成本合计1.53亿元，结算收入合计1.66亿元，加成比例10%，截至目前尚未回款。

截至2020年末，公司主要在建的项目有太湖图影重点项目基础设施及配套工程、申苏浙皖高速公路新增南太湖互通及连接线工程（湖长二通道）、碧岩路工程和图影大道配套改造工程等，代建项目均未签订专项协议，未来收益实现存在一定不确定性。截至2020年末，公司存货中受托代建项目成本合计29.98亿元，公司主要的在建工程项目计划总投资合计13.54亿元，已投资4.78亿元，尚需投入8.76亿元，仍面临一定的资金压力。

表4 截至2020年末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	项目总投资	项目已投资
太湖图影重点项目基础设施及配套工程	代建	53,940.68	18,553.34
申苏浙皖高速公路新增南太湖互通及连接线工程（湖长二通道）	代建	45,300.00	24,310.99
碧岩路工程	代建	28,000.00	2,466.02
图影大道配套改造工程	代建	8,200.00	2,491.86
合计		135,440.68	47,822.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司商品贸易品种有所调整，贸易业务规模增长较快，盈利能力仍较差，客户和供应商集中度仍较高

出于战略规划考虑，推动公司向实体化经营方向发展，2018年公司新增贸易板块业务，公司商品贸易收入来源于子公司长兴图兴贸易有限公司（以下简称“图兴贸易”），图兴贸易于2018年8月13日成立，核心业务为供应链金融，即按照下游客户需求垫资采购货物，下游客户承担图兴贸易资金成本并在结算协议中约定收益率。结算账期方面，公司采购商品需发货前付款，下游客户回款平均账期一个月。所需资金均由图兴贸易负责，因需在采购时进行垫资，故面临一定的资金以及回款压力。下游客户主要为当地国企，部分为民营企业，需关注其账款回收风险。

公司商品贸易业务收入规模较大，但盈利能力仍较差。2020年，贸易品结构有所调整，主要产品电解铅、涤纶丝、铅合金、小麦、棉纱、电解铅、涤纶丝、网格丝等，业务规模发展较快，实现贸易收入12.69亿元，同比增加30.56%；但贸易业务毛利率仅为0.86%，对利润水平的贡献不大，且贸易业务的上下游集中度较高，且存在一定垫资风险。

2020年景区经营及租金收入受疫情影响同比有所下降，物业管理收入保持增长

租金收入主要系公司将位于长兴太湖图影旅游度假区碧岩村的部分土地经营权流转给长兴太湖龙之梦动物世界文化旅游开发有限公司和长兴太湖龙之梦欢乐世界文化旅游开发有限公司，流转土地合计1,900.00亩，单价为8.00万元/亩，期限合计40年，每年分摊形成租金收入380.00万元。

景区门票收入来源于公司子公司长兴太湖图影景区经营管理有限公司（以下简称“太湖图影”）经



营的图影湿地文化园。图影湿地文化园为国家4A级景区，位于长兴县东南端，龙之梦项目附近，湿地公园总面积5,000余亩，由3,000亩湖漾水域和2,000亩自然岛屿组成。目前游客主要来自长三角各大城市，包括上海、苏州、无锡、常州、杭州、宁波、台州等地，其中以上海为最主要客源地，2020年受疫情影响门票收入同比下降41.45%至157.19万元。

物业管理业务经营主体为长兴图兴物业管理有限公司（以下简称“图兴物业”）。图兴物业成立于2018年5月，由公司和浙江京兴物业管理有限公司共同出资设立，主要负责图影旅游度假区的物业管理、餐饮企业管理、园林绿化工程施工和酒店管理等业务，服务对象包括龙之梦内酒店、龙之梦动物世界和湿地慢行系统的绿化养护等业务。2020年图兴物业实现物业管理收入502.21万元，同比有所增长，主要系在原有的基础上新接若干项目，如度假区道路保洁，湿地水面保洁，图影村村庄保洁等。

公司在资产划拨、财政补贴方面持续获得较大力度的支持

由于公司承担的图影旅游度假区开发任务对于带动当地经济发展、实现产业结构调整具有较为重要的意义，且整体工程体量较大，为增强公司可持续发展能力，地方政府通过注资、财政补贴、政府债务置换债务转增资本公积等方式给予公司较大支持。

2020年，长兴金控和长兴经开分别对公司增资6.70亿元和3.30亿元，此外，收到股东长兴金控投资款3.30亿元，计入资本公积。2020年根据管委会文件，公司及图影旅发合计收到政府补助1.86亿元，计入其他收益。2020年根据管委会文件（环太湖公司[2020]26号），公司收到1.68亿元财政贴息冲减公司财务费用。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容城会计师事务所（特殊普通合伙）（原名：华普天健会计师事务所（特殊普通合伙））审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年合并范围无变化。

资产结构与质量

2020年公司资产规模大幅增长，但存货和其他应收款占比仍较高，整体资产流动性仍较弱

2020年公司资产规模同比增长8.32%，资产结构仍以流动资产为主。

2020年末货币资金余额同比有所增长，因借款质押受限定期存单金额5.50亿元。其他应收款主要系应收管委会及其他国企的往来款，2020年其他应收款同比有所下降，其他应收款余额前五大分别为浙江太湖图影旅游度假区管理委员会、长兴长发建设开发有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江

长兴融兴实业有限公司、浙江长兴金控控股股份有限公司，均为当地国企或政府单位，前五大余额合计占比84.71%；公司其他应收款金额较大且回收时间存在较大的不确定性，对资金形成了较大的占用。

公司存货规模较大，是资产最主要构成，2020年末存货规模同比有所增长，主要系在建项目投入及在建工程转入存货科目核算所致。截至2020年末，公司存货开发成本主要由招商及其他项目征地拆迁款、横山集镇征拆项目、图影生态湿地文化园、图影区域征地拆迁及零星工程、湿地区域、太湖图影湿地治理及开发项目构成，2020年开发成本增幅较大，主要系太湖图影湿地治理及开发项目由在建工程科目转为存货科目核算；受托代建项目主要由图影区域征地拆迁、环太湖公路、图影村安置点配套工程、湖长二通道、太湖图影重点项目基础设施及配套工程等项目构成；土地资产包括27宗政府注入的土地及7宗招拍挂取得的土地（其中6宗土地2020年招拍挂买入，均为商服用地，入账价值16.06亿元），土地性质主要为城镇混合住宅用地、商业用地，面积合计4.31平方千米，账面价值98.68亿元。其中，3.84平方千米、账面价值78.60亿元的土地系政府注入，尚未缴纳土地出让金，其余土地为公司招拍挂取得。

可供出售金融资产系对参股公司的投资款，均按成本法计量，未形成现金红利，资产存在一定的减值风险。在建工程系2018年新增的太湖湿地治理及开发项目，为原有湿地公园的升级扩大工程，2020年末该项目转入存货开发成本核算。

总体来看，公司资产仍以存货和其他应收款为主，存货中土地开发和代建项目收入确认时点存在较大不确定性；其他应收款回收时间存在较大不确定性、对营运资金形成较大占用，整体资产整体流动性仍较弱。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.04	4.57%	8.53	3.82%
其他应收款	23.11	9.56%	26.26	11.77%
存货	192.23	79.57%	161.99	72.63%
流动资产合计	231.64	95.88%	198.61	89.05%
可供出售金融资产	9.30	3.85%	9.30	4.17%
在建工程	0.00	0.00%	13.52	6.06%
非流动资产合计	9.96	4.12%	24.43	10.95%
资产总计	241.59	100.00%	223.03	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司经营活动现金净流出规模扩大，盈利能力有所下降，但外部支持对公司利润总额仍能形成有效支撑

2020年公司贸易收入规模保持增长、新增确认代建项目收入规模较大，营业收入规模持续增长，但

销售毛利率同比有所下降，经营活动现金整体回款情况一般。2020年经营活动现金净流出规模同比有所上升，主要系土地支付款规模较大所致。

此外，2020年公司收到政府补贴1.86亿元，获得财政贴息1.68亿元，外部支持对公司利润规模形成较大支撑，但未来公司获得政府补助规模的大小与公司基础设施建设情况以及地方政府财政实力强弱的关系较大，存在一定的不确定性。

整体来看，公司待整理土地规模较大，在建代建项目较多，未来营业收入仍具有一定持续性，外部支持力度加大，利润总额同比有所上升。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	17.60	14.28
收现比	0.91	0.96
营业利润	1.75	1.66
其他收益	1.86	1.67
财政贴息	1.68	0.21
利润总额	1.75	1.66
销售毛利率	3.82%	4.71%

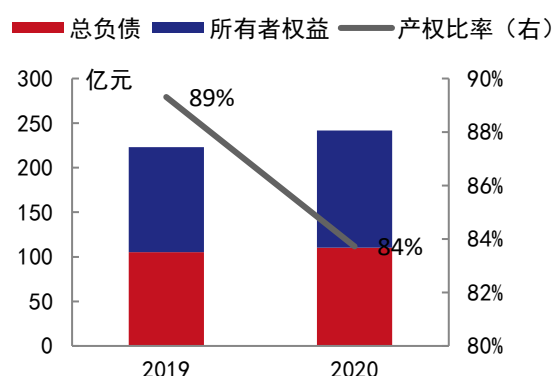
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司杠杆水平持续增长，面临较大的短期债务偿付压力

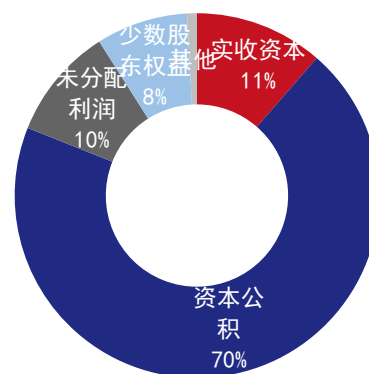
2020年公司总负债及所有者权益均有所增长，产权比率同比有所下降，权益对负债的保障程度有所提升。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理



公司短期借款、长期借款主要由质押借款、保证借款、质押兼保证借款等构成，保证人为当地其他国企，抵押物为房产，质押物为定期存单、基础设施项目收益权等，借款单位主要为商业银行、融资租赁及信托借款构成，2020年末余额均同比大幅增长。

其他应付款主要系应付其他单位的往来款构成。其他流动负债系长兴太湖图影湿地整治项目收益权融资产品、湖州长兴基础设施（环太湖系列）投资收益权融资产品构成，2020年末余额同比降幅较大，主要系产品到期偿还所致。

应付债券系公司发行的公司债、企业债，包括“18长兴太湖 01”、“19长兴太湖01”、“19长湖债”、“20长湖债”，中债估值在5.05%-7.38%左右。

长期应付款系应付湖州南太湖建设投资管理有限公司和招商财务资产管理有限公司款项（有息）构成。其他非流动负债系新发行金融资产收益权（兴长环太湖）融资产品。

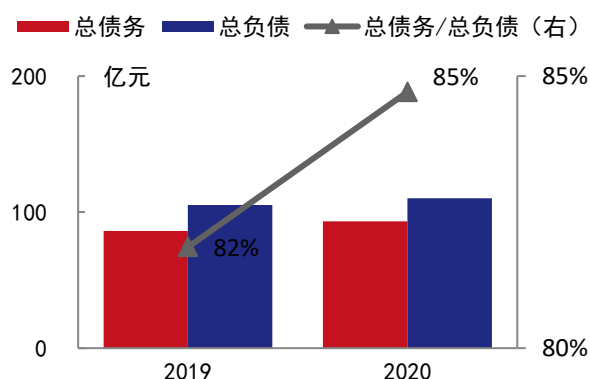
表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.29	5.72%	4.55	4.32%
其他应付款	11.26	10.23%	12.29	11.68%
一年内到期的非流动负债	25.09	22.79%	19.74	18.77%
其他流动负债	0.87	0.79%	3.93	3.73%
流动负债合计	44.62	40.53%	42.84	40.71%
长期借款	24.05	21.85%	20.50	19.48%
应付债券	26.53	24.10%	30.88	29.34%
长期应付款	4.14	3.76%	4.74	4.51%
其他非流动负债	7.98	7.25%	3.51	3.33%
非流动负债合计	65.47	59.47%	62.38	59.29%
负债合计	110.09	100.00%	105.22	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

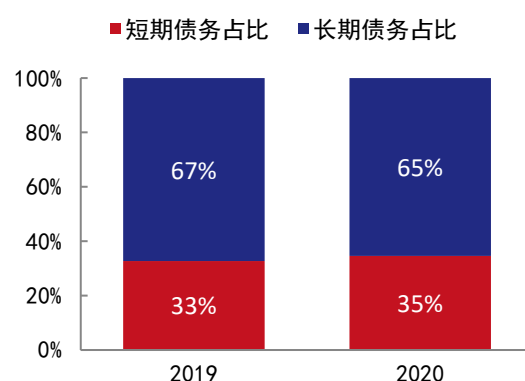
截至2020年末，公司总债务规模达93.26亿元，同比增长8.28%，新增借款主要由债券发行、银行借款和金交所产品构成。从公司债务结构来看，主要为长期借款，2020年末短期借款占比同比上升2个百分点至35%，2021年债务偿付压力较大。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年受益于股东支持，公司整体杠杆水平有所下降。受2021年到期债务规模较大影响，现金短期债务比同比有所下降，保障水平较低，公司面临较大的短期偿债压力。2020年底公司总债务规模继续增长，利息支出继续增长，但由于收到政府贴息，公司EBITDA利息保障倍数同比略有提高，表现仍欠佳。总体来看，公司债务规模较大，面临较大的偿债压力。

表8 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	45.57%	47.18%
现金短期债务比	0.17	0.30
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.45

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月19日），公司本部及子公司图影旅发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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额为31.28亿元，占当期末净资产的比重为23.79%。公司担保对象均为长兴县下属国有企业，区域集中度较高，对外担保规模较大且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。



表9 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
长兴洪湖投资开发有限公司	5,950.00	2020/3/30-2021/3/30	否
长兴交通投资集团有限公司	21,000.00	2017/4/7-2027/4/5	否
	10,000.00	2017/5/19-2027/4/5	否
	30,300.00	2017/4/28-2033/4/26	否
	11,650.00	2017/5/17-2033/5/13	否
	27,000.00	2019/5/7-2022/5/7	否
	20,000.00	2021/1/5- 2022/6/29	否
长兴城市建设投资集团有限公司	58,700.00	2017/7/18-2037/7/13	否
	11,687.89	2019/8/15-2024/8/15	否
长兴永能建设发展有限公司	15,500.00	2017/8/28-2021/3/25	否
	6,750.00	2020/8/27-2021/8/27	否
浙江太湖新城实业投资有限公司	5,903.00	2019/8/20-2024/6/20	否
	20,000.00	2019/12/18-2021/12/30	否
浙江百叶龙文化发展股份有限公司	1,500.00	2020/9/22-2021/9/21	否
长兴永茗建设发展有限公司	280.00	2019/11/6-2021/1/20	否
长兴文化旅游发展集团有限公司	19,800.00	2019/11/28-2034/11/27	否
浙江长兴经开建设开发有限公司	4,170.00	2020/4/30-2022/1/30	否
	20,000.00	2020/1/10-2022/1/10	否
长兴滨湖建设开发有限公司	5,000.00	2020/4/17-2023/4/14	否
长兴滨湖建设开发有限公司	4,000.00	2020/6/2-2023/6/1	否
浙江长兴综合物流园区发展有限公司	4,732.20	2020/4/1- 2023/3/1	否
长兴和美农林有限公司	5,950.00	2020/8/27-2021/8/27	否
长兴图顺贸易有限公司	950.00	2020/12/17-2021/12/3	否
长兴广播电视网络有限公司	2,000.00	2020/5/26-2030/5/24	否
合计	312,823.09	-	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

中投保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息、本期债券受益人实现主债权的费用，不包括违约金、罚息、复利或类似性质费用，任何损害赔偿金或类似性质款项。担保期限为本期债券到期之日起三年内。发行金额上限为10亿元，发行时限以国家发改委的批复或注册通知要求为准。

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）是目前国内成立时间最早、业务规模最大、



产品种类和客户资源最为丰富、综合实力最强的担保机构之一，经过长期的发展和业务实践，已形成了跨货币市场、股票市场、债券市场的业务线，致力打造“担保增信、资管投资、金融科技”一体两翼的业务架构。截至2021年3月末，中投保注册资本和总股本均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）为其控股股东，持有中投保48.93%的股份，国投集团雄厚的综合实力有利于强化中投保在担保行业的地位并为其提供强有力的资金支持。

表10 截至 2021 年 3 月末中投保前五大股东情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例
国家开发投资集团有限公司	220,168.80	48.93%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
新政泰达投资有限公司	34,269.20	7.62%
合计	399,298.60	88.74%

资料来源：中投保 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

2020年中投保积极推进担保业务市场的开拓，开发新的业务品种并增加业务储备，新增担保业务规模显著上升，2020年实现担保业务收入2.16亿元，同比增长21.04%。长期以来，投资收益为中投保的重要收入和利润来源，2020年中投保结合市场情况对投资项目进行退出，取得了良好的投资收益。2020年投资收益的同比大幅增长也导致了营业收入同比明显增长，2020年确认投资收益29.97亿元，同比增长71.23%，带动营业收入实现了同比明显上升。

表11 中投保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	3,240.41	8.16%	21,593.76	5.54%	17,839.79	7.77%
减：分出保费	35.98	0.09%	580.49	0.15%	656.20	0.29%
减：提取未到期责任准备金	-4,161.83	-10.47%	-7,839.80	-2.01%	-17,830.34	-7.76%
已赚保费	7,366.26	18.54%	28,853.07	7.41%	35,013.93	15.25%
投资收益	15,286.68	38.47%	299,670.01	76.94%	175,012.36	76.21%
其他收益	2.62	0.01%	202.97	0.05%	546.02	0.24%
公允价值变动损益	514.38	1.29%	31,415.57	8.07%	956.92	0.42%
汇兑收益	11,437.08	28.79%	-7,122.85	-1.83%	568.80	0.25%
其他业务收入	4,617.40	11.62%	35,843.40	9.20%	17,341.12	7.55%
资产处置收益	507.55	1.28%	635.10	0.16%	216.82	0.09%
营业收入合计	39,731.98	100.00%	389,497.26	100.00%	229,655.97	100.00%

数据来源：中投保 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

截至2021年3月末，中投保资产总额为258.44亿元，所有者权益合计为117.57亿元；2020年度，中投保实现净利润8.34亿元。



表12 近年中投保主要经营财务数据（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
资产总额	258.44	258.52	265.13	204.53
所有者权益合计	117.57	116.42	106.67	101.27
营业收入	3.97	38.95	22.97	28.74
担保业务收入	0.32	2.16	1.78	3.13
净利润	1.63	8.34	8.31	18.61
净资产收益率	1.53%	3.82%	8.95%	22.92%
融资担保责任余额	375.83	368.98	336.29	419.11
融资担保放大倍数	3.70	3.67	3.24	4.25
当期担保代偿率	0.00%	0.15%	0.28%	0.00%

注：净资产收益率为中投保年报披露的加权平均净资产收益率数据

资料来源：中投保 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

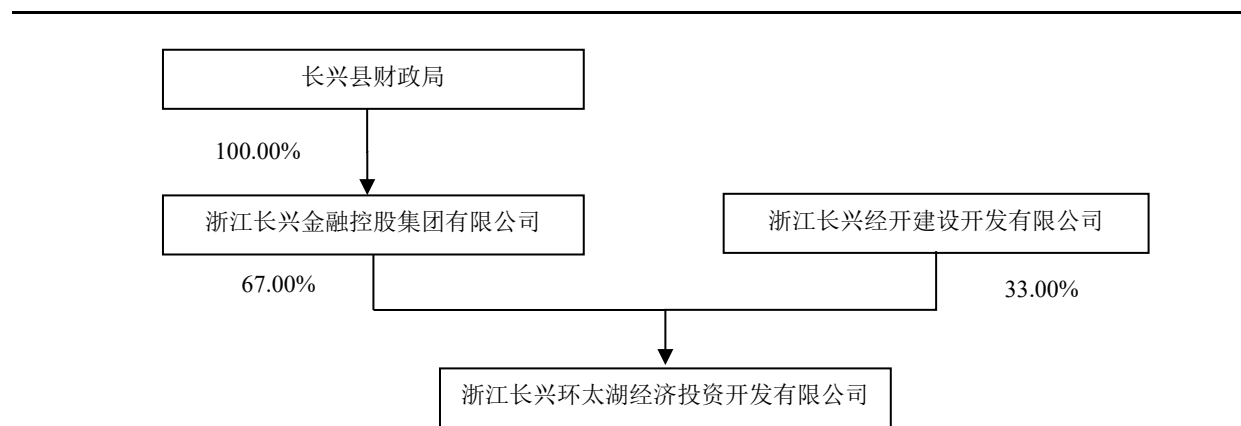


附录一 公司主要财务数据和财务指标（单位：亿元）（合并口径）

财务数据	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	11.04	8.53	10.98
存货	192.23	161.99	156.42
流动资产合计	231.64	198.61	186.89
非流动资产合计	9.96	24.43	19.61
资产总计	241.59	223.03	206.50
短期借款	6.29	4.55	0.00
一年内到期的非流动负债	25.09	19.74	15.47
流动负债合计	44.62	42.84	29.60
长期借款	24.05	20.50	24.32
应付债券	26.53	30.88	20.84
长期应付款	4.14	4.74	12.09
非流动负债合计	65.47	62.38	67.44
负债合计	110.09	105.22	97.04
总债务	93.26	86.13	72.45
所有者权益	131.50	117.81	109.46
营业收入	17.60	14.28	8.43
营业利润	1.75	1.66	1.47
其他收益	1.86	1.67	1.62
利润总额	1.75	1.66	1.47
经营活动产生的现金流量净额	-13.01	-6.97	-2.03
投资活动产生的现金流量净额	-0.02	-5.31	-14.32
筹资活动产生的现金流量净额	14.33	7.58	19.71
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	3.82%	4.71%	4.92%
收现比	0.91	0.96	1.12
资产负债率	45.57%	47.18%	46.99%
现金短期债务比	0.17	0.30	0.68
EBITDA（亿元）	2.30	2.10	1.85
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.45	0.53

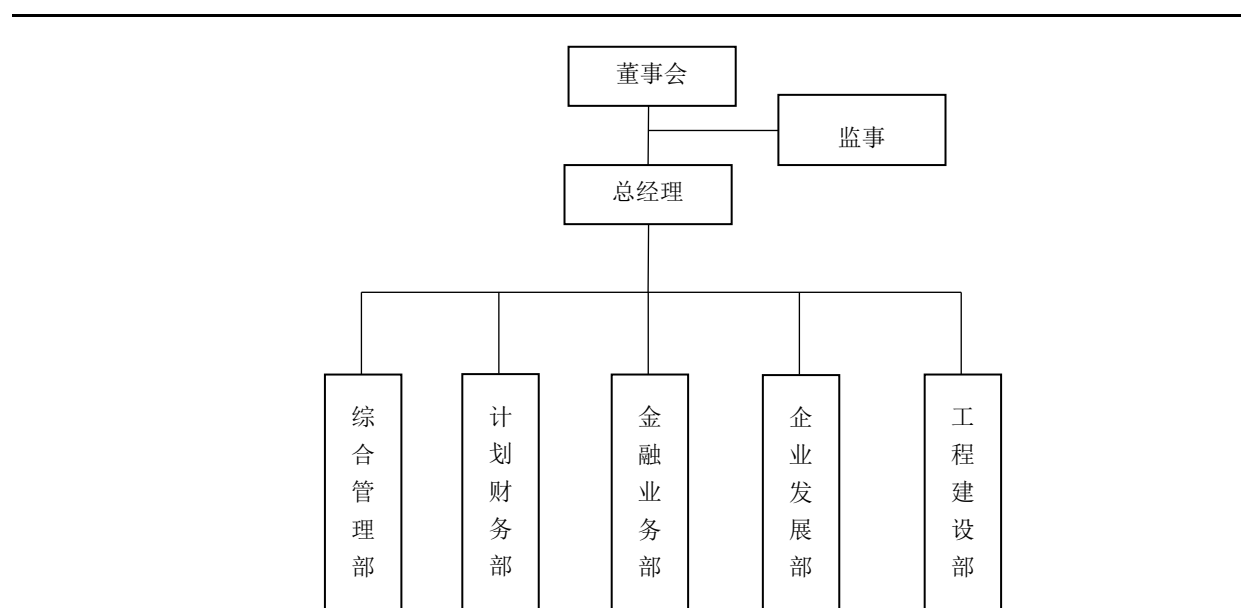
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
长兴图影建设有限公司	20,000	100.00%	景区基础设施建设
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	21,470	97.06%	旅游景区经营管理
长兴太湖图影景区经营管理有限公司	500	100.00%	旅游景区经营管理
长兴虹之谷农业发展有限公司	100	100.00%	生态农业开发
长兴太湖图影旅行社有限公司	30	100.00%	国内旅游业务
长兴山图水影旅游开发有限公司 ¹	151,000	0.66%	旅游景区经营管理
长兴图兴贸易有限公司	10,000	100.00%	商品贸易
长兴图兴物业管理有限公司	200	70.00%	物业管理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

¹浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司对长兴山图水影旅游开发有限公司持股比例 0.66%，具有的 51%表决权，实质控制，且浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司为本公司全资子公司，因此纳入合并范围

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。