



2021年浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司公司债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021年浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21 长湖债/21 环太湖债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“21 长湖债/21 环太湖债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：长兴县地处长三角中心区域，区位优势明显，公司是浙江长兴县太湖图影旅游度假区内主要的开发、建设与经营主体，土地整理业务收入较有保障，且获得的外部支持力度较大，此外中国投融资担保股份有限公司（以下简称为“中投保”或“担保方”）提供的保证担保能有效提升本期债券安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，贸易业务存在一定垫资风险，公司面临一定的资金压力和较大的债务偿付压力，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。

评级日期

2022 年 6 月 13 日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	261.65	241.59	223.03
所有者权益	129.70	131.50	117.81
总债务	118.64	93.26	86.13
资产负债率	50.43%	45.57%	47.18%
现金短期债务比	1.48	0.34	0.30
营业收入	19.95	17.60	14.28
其他收益	2.41	1.86	1.67
利润总额	1.82	1.75	1.66
销售毛利率	3.13%	3.82%	4.71%
EBITDA	2.56	2.30	2.10
EBITDA 利息保障倍数	0.86	0.63	0.45
经营活动现金流净额	0.35	-13.01	-6.97
收现比	94.14%	90.70%	95.71%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



优势

- **长兴县地处长三角中心区域，区位优势明显。**长兴县地处长三角中心腹地，作为浙江、江苏、安徽三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显；工业以新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造、现代纺织等为主导产业，电子信息、生物医药、新材料等战略性新兴产业重点培育，出口有力拉动了经济增长。
- **公司土地整理业务收入较有保障。**公司是浙江长兴县太湖图影旅游度假区内主要的开发、建设与经营主体，2021 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。
- **公司获得的外部支持力度较大。**公司在政府补贴、财政贴息等方面继续得到长兴太湖图影度假区管理委员会（以下简称“管委会”）及股东的较大支持。
- **中投保提供的保证担保能够有效提升本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为 AAA，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2021 年末，公司其他应收款和存货合计占资产总额的 81.08%，其中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。
- **贸易业务存在一定的垫资风险。**公司 2021 年贸易业务规模继续扩大，但盈利能力较弱，对公司资金形成占用且存在一定的回收风险。
- **公司面临一定的资金压力。**公司近年经营活动现金整体净流出规模较大，而主要在建代建项目、土地整理业务仍需持续投入。
- **公司面临较大的债务偿付压力。**公司 2021 年总债务规模继续攀升，EBITDA 利息保障倍数较低。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额 31.26 亿元，占当期末净资产的比重为 24.10%，担保对象均长兴县下属国有企业，区域集中度较高且均无反担保措施。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	4
	公共财政收入	3		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小



指示性信用评分		aa
调整因素	无	调整幅度 0
独立信用状况		aa
外部特殊支持调整		0
公司主体信用等级		AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-30	张旻燊、韩飞	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）	阅读全文
AA/稳定	AAA	2021-3-31	张旻燊、韩飞	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）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 长湖债/21 环太湖债	8.00	8.00	2021-6-30	2028-5-7

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年5月7日发行7年期8亿元公司债券，募集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份额，截至2022年5月22日，“21长湖债/21环太湖债”募集资金专项账户余额为742.09元。

三、发行主体概况

截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为15.00亿元，跟踪期内公司控股股东仍为浙江长兴金融控股集团有限公司（以下简称“长兴金控”），持有公司67%股权，此外浙江长兴经开建设开发有限公司（以下简称“长兴经开”）持有公司33%股权，实际控制人仍为长兴县财政局。2021年，公司合并报表范围变化情况如下：

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
长兴图影国信股权投资合伙企业（有限合伙） ¹	97.996%	25.00	股权投资	新设

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供

¹ 长兴图影国信股权投资合伙企业（有限合伙）系公司及长兴金控、国信融基投资管理（北京）有限公司（普通合伙人）共同设立的基金，截至 2021 年末已实际出资 8.01 亿元，主要投向长兴县内的企业和项目，行业包括但不限于文化旅游产业、生态环境、交通物流、区域发展等目标细分领域和主题，公司资金来源主要系“21 长湖债/21 环太湖债”募集资金。



给供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深



化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

长兴县地处长三角中心区域，区位优势明显，工业以新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造、现代纺织等为主导产业，电子信息、生物医药、新材料等战略性新兴产业重点培育，出口有力拉动了经济增长

区位特征：长兴县地处长三角中心腹地，作为浙江、江苏、安徽三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显。长兴县隶属于浙江省湖州市，位于湖州市西北部，下辖9个镇、2个乡、4个街道。县域面积1,430平方公里，有耕地60万亩，可开发旱地10万亩，林地90万亩，水面10万亩，是国家的“粮油大县”、“商品粮生产基地县”和浙江省的产油大县。根据第七次全国人口普查数据，长兴县常住人口为67.38万人，较第六次全国人口普查数据略有增长，相比户籍人口63.73万人呈净流入态势。长兴县地处长三角中心腹地，位于太湖西南岸，东临太湖，与苏州、无锡隔湖相望，拥有34公里太湖岸线，北与江苏宜兴、西与安徽广德交界，是浙江、江苏、安徽三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显，对外交通发达，县内有一条黄金水道（长湖申航道）、两条国道（104国道、318国道）、四条铁路（杭宁高铁、宣杭铁路、长牛铁路、新长铁路）、四条高速公路（杭宁、杭长、申苏浙皖、申嘉湖），与上海、杭州、南京等大城市均在90分钟交通圈内。

经济发展水平：长兴县经济总量在湖州市5个区县中居第二位，全国百强县位于第47名，整体发展水平较好，出口有力拉动了经济增长。近年长兴县地区生产总值持续增长，三次产业结构由2019年的5.1:51.3:43.6调整为2021年的5.2:50.2:44.6，经济结构以第二产业为主，但第三产业占比有所提升，按常住人口计算，2021年长兴县人均GDP为118,460元，是同期全国人均GDP的146.29%，经济发展水平高于全国平均水平。2021年长兴县GDP达801.39亿元，2021年全国百强县位于第47名，经济体量在湖州市“两区三县”中居第二位，同比增速为9.5%，与湖州市增速持平。此外，近年长兴县进出口总额持续增

长，2021年增长迅速，其中出口总额为256.92亿元，同比增长17.2%。

表2 湖州市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
吴兴区	853.18	9.7%	10.00	63.4	102.06
长兴县	801.39	9.5%	11.02	82.75	100.51
德清县	615.54	8.7%	12.79	83.25	89.48
安吉县	566.33	10.8%	8.38	65.83	74.57
南浔区	528.95	8.5%	8.58	43	71.90

注：上表中GDP、GDP增速、一般公共预算收入为2021年数据，人均GDP及政府性基金收入为2020年数据。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 长兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	801.39	9.5%	702.39	2.6%	693.28	8.2%
固定资产投资	-	-14.3%	-	6.2%	-	11.2%
社会消费品零售总额	-	8.3%	-	-1.4%	311.34	10.2%
进出口总额	296.61	21.2%	241.04	24.4%	193.87	1.9%
人均 GDP（元）	118,460		104,247		108,861	
人均 GDP/全国人均 GDP	146.29%		143.89%		153.86%	

注：“-”表示数据未公布；2021 年及 2020 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得。

资料来源：2019-2021 年长兴县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：长兴县良好的生态优势为旅游赋能，工业以新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造、现代纺织为主导产业，电子信息、生物医药、新材料等战略性新兴产业重点培育，工业经济增长强劲。长兴县拥有国家4A级景区6家、3A级景区10家，全国优选旅游项目2个，省级旅游度假区1个，生态旅游（示范）区3个，工业旅游示范基地2个，2021年全年游客接待量、旅游收入分别增长16.9%、21.2%，获得全国文旅融合高质量发展典范城市、全国最佳推广旅游胜地、全国县域旅游综合实力百强县等荣誉称号。此外，长兴县目前形成了以新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造、现代纺织为支柱的主导产业，其中新型电池产业拥有天能、超威、江森等一批国内外知名蓄电池品牌，拥有中国驰名商标4只，获得“中国电池产业之都”等荣誉称号，新能源汽车及关键零部件产业目前以康迪、普朗特等整车生产企业以及均胜、百利得等一批汽车零部件知名企业为代表，同时2018年总投资326亿元的吉利新能源汽车项目签约落户长兴，高端装备制造产业主要以诺力机械、巨源机械等企业为代表，现代纺织产业拥有桐昆、金三发等重点企业，长兴县是全国家纺面料、服装辅料、窗帘布主要供应地之一，获得“中国长丝织造名城”称号。同时，长兴县重点培育电子信息、生物医药、新材料等战略性新兴产业，2021年长兴县实现规上工业增加值296.05亿元，同比增长14.1%，战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业分别实现增加值 93.91 亿元、177.45 亿元和 91.52 亿元，分别同比增长 16.2%、18.5%和 25.9%，占规上工业比重分别为31.7%、59.9%和 30.9%，工业经济增长强劲。

财政及债务水平：近年来长兴县财力稳步提升，财政自给程度较高，政府债务余额不断扩张且增速较快。2021 年，长兴县实现一般公共预算收入 82.75 亿元，同比增速为 22.5%，高于浙江省 14.0% 的增速，但略低于湖州市 22.9% 的增速，其中税收收入占比达 88.90%，财政质量较好，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 81.29%，财政自给程度较高。近年长兴县地方政府债务余额规模有所扩大，2021 年末长兴县地方政府债务余额达 177.99 亿元。

表4 长兴县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	82.75	67.55	65.83
税收收入占比	88.90%	93.90%	84.90%
财政自给率	81.29%	74.89%	81.18%
政府性基金收入	98.28	100.51	77.30
地方政府债务余额	177.99	164.86	158.06

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2021 年长兴县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，长兴县的主要投融资主体有 14 家，其中一级投融资主体 4 家，分别为长兴交通投资集团有限公司（以下简称“长兴交投”）、长兴金控、长兴城市建设投资集团有限公司（以下简称“长兴城建”）和浙江长兴经济发展集团有限公司（以下简称“长兴经发”），其中长兴交投主要负责长兴县内的交通等基础设施建设业务、土地开发业务，下属子公司主要有长兴南太湖投资开发公司（以下简称“南太湖开发”）和长兴滨湖建设开发有限公司等；长兴金控为控股集团，下属企业有浙江太湖新城实业投资有限公司（以下简称“新城实业”）及长兴环太湖等，主要负责长兴县内土地开发整理、基础设施建设等业务；长兴城投主要负责长兴县内基础设施工程建设、土地开发整理、房地产销售等业务；长兴经发业务主要由下属子公司长兴经开和长兴港通建设开发有限公司负责，主要承担长兴经济技术开发区及长兴县范围内的城市基础设施建设、土地开发整理、房地产销售等业务，具体见下表，区域内城投公司数量较多，且债务体量总体较大。

表5 长兴县主要投融资主体情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
长兴交投	长兴县交通运输局	350.06	53.51%	40.40	346.91	长兴县的交通基础设施建设、土地开发业务等
长兴金控	长兴县财政局	276.57	56.41%	53.06	305.30	长兴县内土地开发整理、基础设施建设等业务
长兴城投	长兴县人民政府国有资产监督管理办公室	299.48	52.05%	22.94	269.77	长兴县基础设施工程建设、土地整理开发、房地产销售等业务
长兴经开	浙江长兴经济发展集团有限公司	177.94	52.08%	15.83	133.22	长兴经济技术开发区基础设施建设、土地开发整理、房地产销售等业务



新城实业	长兴金控	95.10	64.38%	44.49	151.56	长兴县太湖新城区内土地开发、安置房、道路和管网等基础设施建设业务
长兴环太湖	长兴金控	131.50	45.57%	17.60	93.26	长兴太湖图影旅游度假区的土地整理、工程代建等业务
南太湖开发	长兴交投	64.76	60.89%	10.30	83.34	南太湖产业集聚区内重要的基础设施建设、土地开发主体

注：财务数据为 2020 年末/2020 年度。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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。2021年公司营业收入规模继续增长，主要系受托代建收入和贸易收入规模增长所致。毛利率方面，受毛利率较低的贸易收入占比上升的影响，2021年公司销售毛利率较2020年有所下降。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	12,222.60	9.09%	30,338.40	9.09%
受托代建	36,708.62	8.32%	16,615.08	8.15%
景区经营及租金	1,836.99	78.61%	1,571.99	94.86%
贸易	147,854.24	0.32%	126,947.86	0.86%
物业管理	815.36	15.88%	502.21	9.58%
其他	106.47	36.83%	46.36	-18.63%
合计	199,544.29	3.13%	176,021.89	3.82%

资料来源：公司 2020-2021 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，2021年毛利率保持稳定，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，并由管委会与公司进行结算。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，尚未完工部分后续由图影旅发负责。

2021年公司实现土地整理业务收入1.22亿元，毛利率为9.09%，同比无变动。

表7 2021 年公司土地整理收入情况（单位：亩；万元）

地块名称	面积	确认成本	确认收入
太湖图影度假区瑞峰南侧 2021-02 号地块	27.62	3,569.54	3,926.49
太湖图影度假区瑞峰南侧 2021-01 号地块	5.68	740.74	814.81
太湖图影度假区横二通道西侧 2020-03 号地块	0.39	50.91	56.00
太湖图影度假区横二通道西侧 2020-02 号地块	0.24	30.91	34.00
太湖图影度假区横二通道西侧 2020-04 号地块	0.19	24.05	26.46
太湖图影度假区龙之梦隧道西侧 2021-05 号地块	51.82	6,695.31	7,364.84
合计	85.93	11,111.45	12,222.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司存货中土地开发整理的合同履约成本合计52.20亿元，主要系征地拆迁费构成，太湖图影旅游度假区仍有约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。

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，公司本部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。管委会就重大项目与公司本部及图影旅发签订工程代建协议，由公司本部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本部及图影旅发实际的工程成本加成一定比例后支付工程款，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。2021年图影旅发与管委会结算图影村安置点配套工程、图影一期（1-5号路）等工程成本3.37亿元，结算收入3.67亿元，加成比例10%，截至目前尚未回款。

截至2021年末，公司存货中代建工程的履约合同成本合计28.02亿元，主要在建项目预计总投资合计10.74亿元，已投资5.15亿元，尚需投入5.59亿元，面临一定的资金压力，同时代建项目易受项目规划及工程进度影响，收入波动较大。

表8 截至 2021 年末，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	项目已投资	尚需投资
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）	45,300.00	27,539.99	17,760.01
太湖图影重点项目基础设施及配套工程	53,940.68	21,491.27	32,449.41
图影大道配套改造工程	8,200.00	2,491.86	5,708.14



合计	107,440.68	51,523.12	55,917.56
----	------------	-----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品贸易处于发展初期，2021年品种结构有所调整，规模增长较快，但盈利能力较差，客户和供应商集中度较高，面临一定的资金压力且存在一定垫资风险

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。

公司商品贸易业务处于发展初期，2021年主要贸易品种较2020年新增火法铅、铝钙锡铝、稀土合金等，实现贸易业务收入14.79亿元，规模增长较快，但毛利率仅为0.32%，盈利能力较弱，对利润水平的贡献不大，且贸易业务的上下游集中度较高，存在一定垫资风险。

表9 公司商品贸易前五大供应商（单位：万元）

项目类型	公司名称	产品类型	金额	占比
2021 年	中环振兴有限责任公司	火法铅	103,647.50	70.33%
	浙江新威能源贸易有限公司	火法铅、电解铅、 铅钙母合金	8,980.63	6.09%
	新凤鸣集团湖州中石科技有限公司	涤纶丝	6,834.73	4.64%
	桐乡市中盈化纤有限公司	涤纶丝	6,716.69	4.56%
	济源市金有稀土科技有限公司	稀土合金等	4,295.67	2.91%
	合计	--	130,475.23	88.53%
2020 年	济源市金有稀土科技有限公司	稀土合金等	54,706.33	43.47%
	山东滨州黄河三角洲粮食批发市场有限公司	小麦	14,794.90	11.76%
	浙江国兴金属材料有限公司	电解铝	12,421.24	9.87%
	江苏杭之金属材料有限公司	电解铝	9,401.33	7.47%
	桐乡市中盈化纤有限公司	涤纶丝	6,850.59	5.44%
	合计	-	98,174.38	78.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 公司商品贸易前五大客户（单位：万元）

项目类型	公司名称	产品类型	金额	占比
2021 年	长兴鑫长贸易有限公司	电解铝、火法铅、铝 钙锡铝等	104,191.70	70.47%
	浙江长兴综合物流园区发展有限公司	稀土合金	10,116.00	6.84%
	长兴经开贸易有限公司	电解铝、铅钙母合金	8,225.55	5.56%
	浙江寰丰纺织有限公司	涤纶丝	4,802.64	3.25%



2020 年	浙江湖州瑞祥金属材料贸易有限公司	电解铝	3,555.18	2.40%
	合计	--	130,891.07	88.53%
	长兴鑫长贸易有限公司	电解铝、涤纶丝、铝合金等	82,486.45	64.98%
	浙江天赢供应链管理有限公司	小麦、棉纱	17,079.52	13.45%
	浙江长兴综合物流园区发展有限公司	电解铝	8,022.79	6.32%
	长兴汇融贸易有限责任公司	涤纶丝、网格丝	6,705.53	5.28%
	德清县城市资产经营管理有限公司	铅钙母合金	4,470.64	3.52%
	合计	--	118,764.93	93.55%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

租金、景区门票和物业管理收入为公司营收提供有益补充，景区经营及租金收入受疫情影响有所波动，物业管理收入仍保持增长

租金收入来自于景区出租业务，包括湿地水面出租和土地经营权流转。湿地水面出租系公司将部分图影湿地水面出租给上海长峰（集团）有限公司，按约定收取一定的租金。土地经营权流转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，2021年公司共实现租金收入1,381.36万元。

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，2021年实现景区经营收入455.63万元，受疫情影响近年景区经营收入波动较大。

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。2021年公司物业管理收入保持增长，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。

公司在政府补贴、财政贴息等方面持续获得较大力度的外部支持，有力提升了公司的投融资能力及可持续发展能力

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。根据管委会文件，2021年公司及图影旅发收到政府补助2.41亿元，计入其他收益，同时公司收到2.15亿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诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年新增长兴图影国信股权投资合伙企业（有限合伙）1家子公司。

资产结构与质量

2021年公司资产规模保持增长，以其他应收款和存货为主，其他应收款回收时间不确定，存货收入实现时点存在较大不确定性，资产整体流动性较弱

2021年公司资产规模持续增长，从资产结构来看，仍以流动资产为主。

2021年公司货币资金增幅较大，主要系当年公司债券发行规模较大所致，2021年末公司受限货币资金规模为4.85亿元，主要为受限的定期存单和承兑保证金。公司应收账款主要为对管委会的应收款项，2021年增幅较大主要系对管委会新增应收的委托代建和土地开发收入未回款所致。公司其他应收款主要系应收当地国企的往来款，2021年规模有所缩减，2021年末前五大余额合计占比82.73%。总体来看，公司应收款项金额较大且回收时间不确定，对营运资金形成了一定的占用。

存货仍是公司最主要的资产，主要由土地资产、合同履行成本和开发成本等构成，2021年末土地资产账面价值为95.19亿元，较2020年有所减少系管委会收回土地资产；公司土地资产为通过政府划拨或招拍挂取得的土地使用权，土地性质主要为城镇混合住宅用地和商业用地，面积合计4.03平方千米，其中账面价值75.11亿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，2021年末因借款抵押受限的土地资产账面价值为13.61亿元；2021年末合同履行成本账面价值为80.22亿元，主要包括图影生态湿地文化园一至三期等52.20亿元土地开发整理成本以及环太湖公路等28.02亿元代建工程成本；2021年末开发成本账面价值14.74亿元，主要包括太湖图影湿地治理及开发项目（2020年由在建工程科目转入存货科目核算）和山湖花园三期安置房工程。截至2021年末，公司合同履行成本和开发成本账面价值合计94.96亿元，对未来收入能够形成较好的保障，但其变现情况受到项目进展、土地出让情况和财政资金安排等多种因素影响，收入实现时点存在较大的不确定性。

公司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，股利收入较低，资产存在一定的减值风险，2021年起转入其他权益工具投资和其他非流动金融资产核算。2021年无形资产有所增加，主要系新购置的水面使用权所致。

总体来看，2021年公司资产规模保持增长，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，

资产整体流动性较弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	25.73	9.83%	11.04	4.57%
应收账款	9.54	3.65%	5.03	2.08%
其他应收款	21.56	8.24%	23.11	9.56%
存货	190.59	72.84%	192.23	79.57%
流动资产合计	248.98	95.16%	231.64	95.88%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	9.30	3.85%
其他权益工具投资	1.73	0.66%	0.00	0.00%
其他非流动金融资产	7.55	2.89%	0.00	0.00%
无形资产	2.81	1.07%	0.00	0.00%
非流动资产合计	12.67	4.84%	9.96	4.12%
资产总计	261.65	100.00%	241.59	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司主营业务盈利能力较弱，回款情况一般，但外部支持对公司利润能形成有效支撑

2021年公司营业收入规模继续增长，主要系受托代建收入和贸易收入规模增长所致，2021年末合同履行成本和开发成本的规模较大，对未来收入能够形成较好的保障。毛利率方面，受毛利率较低的贸易收入占比上升的影响，2021年公司销售毛利率较2020年有所下降，整体盈利能力仍较弱，且公司主营业务回款情况一般。

2021年公司继续获得较大规模的政府补贴，计入其他收益，占当期利润总额的比例较高，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，主营业务盈利能力较弱，但外部支持对公司利润能形成有效支撑。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	94.14%	90.70%
营业收入	19.95	17.60
营业利润	1.83	1.75
其他收益	2.41	1.86
利润总额	1.82	1.75

销售毛利率	3.13%	3.82%
-------	-------	-------

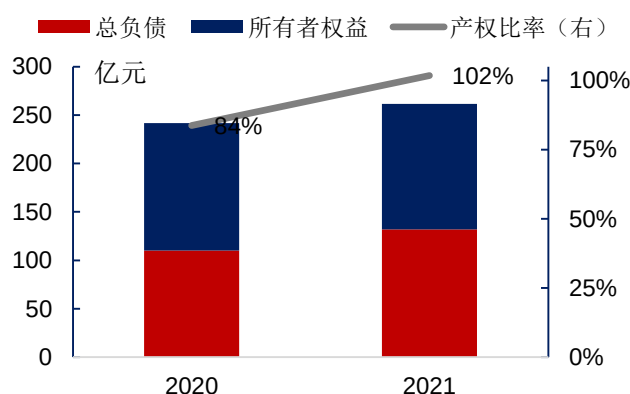
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，面临较大的偿债压力

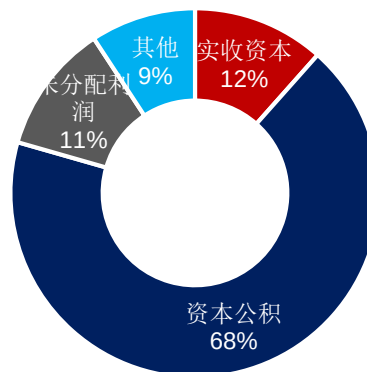
2021年公司总负债规模继续上升，受管委会收回公司土地资产²的影响，所有者权益规模有所减少。截至2021年末，公司的负债总额为131.95亿元，所有者权益为129.70亿元，产权比率为102%，权益对负债的保障程度较2020年有所降低。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主。

近年公司短期借款和长期借款规模均呈增长态势，短期借款和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，抵押物为土地使用权，质押物为定期存单、基础设施项目收益权等，借款单位主要由商业银行、融资租赁及信托借款构成。其他应付款主要系应付其他单位的往来款。一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券利息等构成，2021年末降幅较大主要系当年偿还到期的16长湖01、16长湖02和部分一年内到期的长期借款。

应付债券主要系公司发行的公司债和企业债，期限以3-7年为主，2021年债券融资规模大幅增加，公司直接融资占比快速提升。长期应付款由应付湖州南太湖建设投资管理有限公司、招商财务资产管理有限公司款项（有息）和环太湖公路的建设补助资金构成。其他非流动负债系金融资产收益权融资产品，2021年降幅较大主要系偿还部分到期融资产品所致。

² 根据管委会文件，2021 年收回公司账面价值 3.49 亿元土地资产，冲减资本公积，土地坐落地址为雒城镇彭城村，权证号长土国用（2008）第 1-4695 号，土地面积 420.59 亩。

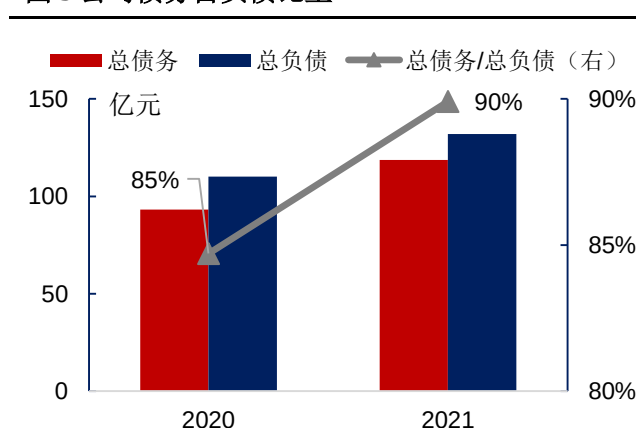
表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.09	6.13%	6.29	5.72%
其他应付款	7.04	5.33%	11.26	10.23%
一年内到期的非流动负债	7.02	5.32%	25.09	22.79%
其他流动负债	2.06	1.56%	0.87	0.79%
流动负债合计	26.25	19.89%	44.62	40.53%
长期借款	26.20	19.85%	24.05	21.85%
应付债券	70.67	53.56%	26.53	24.10%
长期应付款	6.33	4.80%	6.90	6.27%
其他非流动负债	2.50	1.89%	7.98	7.25%
非流动负债合计	105.70	80.11%	65.47	59.47%
负债合计	131.95	100.00%	110.09	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

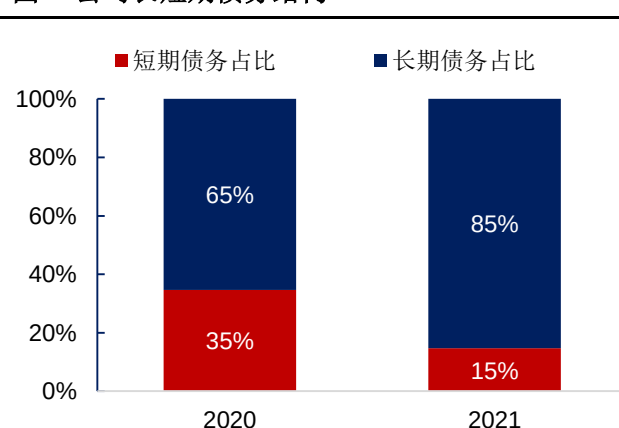
2021年公司整体债务规模继续增长，新增借款主要由债券发行、银行借款和其他产品构成，2021年末公司总债务规模为118.64亿元。从偿债指标来看，自2021年以来公司加大债券融资力度，资产负债率有所上升，货币资金规模大幅增加，偿还部分到期债务后短期债务占比有所降低，现金短期债务比提高。受公司总债务规模持续增长的影响，EBITDA利息保障倍数仍表现欠佳。总体来看，公司债务规模较大，面临较大的偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 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 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	50.43%	45.57%
现金短期债务比	1.48	0.34
EBITDA 利息保障倍数	0.86	0.63

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月13日），公司本部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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额为31.26亿元，占当期末净资产的比重为24.10%。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15 截至 2021 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	2022/3/25	否
长兴交通投资集团有限公司	18,000.00	2027/4/5	否
	9,000.00	2027/4/5	否
	26,500.00	2033/4/26	否
	10,350.00	2033/5/13	否
	10,000.00	2022/5/7	否
长兴文化旅游发展集团有限公司	20,000.00	2022/6/29	否
	19,800.00	2034/11/27	否
	14,550.00	2023/6/1	否
浙江长兴经开建设开发有限公司	20,000.00	2022/1/10	否
长兴滨湖建设开发有限公司	4,900.00	2023/4/14	否
	4,000.00	2023/6/1	否
浙江长兴综合物流园区发展有限公司	4,632.20	2023/3/1	否
	2,900.00	2024/7/28	否
	5,000.00	2024/1/4	否
长兴经开建设开发有限公司	7,394.75	2024/7/21	否
长兴城南新城开发建设有限公司	25,000.00	2022/4/2	否
长兴图顺贸易有限公司	3,750.00	2022/2/28	否
	1,000.00	2022/1/19	否
	9,500.00	2022/4/29	否
	9,500.00	2022/9/15	否
	3,000.00	2022/6/3	否
	1,900.00	2022/3/11	否



	4,100.00	2022/11/16	否
浙江千景实业有限公司	1,000.00	2022/9/27	否
	1,700.00	2022/3/27	否
长兴广播电视网络有限公司	2,000.00	2030/5/24	否
长兴城市建设投资集团有限公司	53,900.00	2037/7/13	否
	8,884.51	2024/8/15	否
浙江太湖新城实业投资有限公司	4,388.84	2024/6/20	否
合计	312,600.30	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

长兴县地处长三角中心腹地，作为浙江、江苏、安徽三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显，公司是长兴县太湖图影旅游度假区内主要的开发、建设与经营主体，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，公司土地整理业务收入较有保障，同时公司继续获得较大力度的外部支持。中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力，总债务规模较大，面临较大的债务偿付压力，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

整体来看，公司具备较强的抗风险能力。

九、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够有效提升本期债券的安全性

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。

中投保于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委出资成立，是国内首家全国性专业担保机构。截至2021年末，中投保注册资本和股本总额均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）为中投保控股股东，持有其48.93%的股份，国投集团作为国务院批准设立的国家投资控股公司，综合实力强，能提升中投保品牌形象，并在业务拓展、资金等方面给予中投保大力支持。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）持有国投集团90.00%的股份，中投保实际控制人为国资委。截至2021年末，中投保前十大股东情况如下表所示。

表16 截至2021年末中投保前十大股东情况（单位：亿股）

序号	股东名称	期末持股数	期末持股比例
----	------	-------	--------



1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93%
2	中信资本担保投资有限公司	5.01	11.14%
3	金鼎投资(天津)有限公司	4.97	11.05%
4	鼎晖嘉德(中国)有限公司	4.50	10.00%
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62%
6	中信证券投资有限公司	1.90	4.23%
7	孙晨	0.45	1.00%
8	宁波华奥股权投资合伙企业(有限合伙)	0.40	0.89%
9	上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87%
10	增慧芳	0.27	0.60%
合计		43.34	96.33%

资料来源：中投保 2021 年年报，中证鹏元整理

中投保作为国内担保行业的龙头企业，近年来积极推进业务、产品和领域创新，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，致力打造以“担保增信为主体、资管投资和金融科技为两翼”的“一体两翼”业务架构。中投保主要业务为担保业务，包括融资性担保和非融资性担保等，同时中投保利用自有资金开展投资业务，为担保主业的发展提供重要支撑。受益于新增担保业务规模大幅增长，2021年中投保已赚保费显著增长，2021年已赚保费4.45亿元，同比增长54.21%。受2020年大额投资项目退出影响，当年确认投资收益规模较大，2021年中投保投资收益同比下降60.00%至11.99亿元。总体来看，2021年中投保营业收入有所下降，2021年实现营业收入23.81亿元，同比下降38.87%。

表17 中投保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年 金额	2020 年 金额	2019 年 金额
担保业务收入	99,862.00	21,593.76	17,839.79
减：分出保费	609.40	580.49	656.20
减：提取未到期责任准备金	54,757.01	-7,839.80	-17,830.34
已赚保费	44,495.59	28,853.07	35,013.93
投资收益	119,858.76	299,670.01	175,012.36
其他收益	1,364.45	202.97	546.02
公允价值变动损益	21,971.66	31,415.57	956.92
汇兑损益	28,980.83	-7,122.85	568.80
其他业务收入	18,214.37	35,843.40	17,341.12
资产处置收益	3,202.31	635.10	216.82
营业收入合计	238,087.96	389,497.26	229,655.97

资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

中投保担保业务分为融资担保和非融资担保两大类，其中以融资担保业务为主。融资担保业务包括

公共融资类担保、房地产类金融产品担保及其他金融产品担保等；非融资担保业务主要包括诉讼保全担保、履约担保等。除传统的担保业务之外，近年来中投保加大担保业务创新力度，主要围绕资产证券化（ABS）、类REITS、CMBS等方向开拓业务，拓展供应链金融平台担保增信等业务领域，并取得了一定成效。

2020年以来中投保调整业务开展思路，2021年以来大力发展担保增信业务，当年业务投放规模同比显著增长，期末担保业务规模同比亦有较明显增长。2021年中投保新增担保额429.10亿元，是2020年新增担保额的2.23倍，2021年末担保余额为634.62亿元，较2020年末增长32.20%，主要系债券类担保和银行间接融资担保规模大幅增长所致。随着业务规模增长，中投保融资担保责任余额放大倍数亦有所上升，由2020年末的3.67倍上升至2021年末的4.94倍。

2021年，中投保进一步加强风险控制体系建设，并根据“全面风险管理”理念以及动态跟踪管理等手段管理控制风险。此外，中投保确立了按照“风险与效率”平衡的原则不断完善风险管理工作的指导思想，根据外部环境和自身战略规划，优化和完善风险管理机制，风险管理能力进一步提升。2021年当期担保业务未发生代偿。整体来看，中投保风险防控体系较为完善，运行效果较好，风险控制能力较强。但在宏观经济增速放缓、国内疫情反复以及部分重点业务开展领域相关融资政策调整仍给中投保未来业务开展、风险管理提出一定挑战。

风险准备金计提方面，受新增担保业务规模大幅增长影响，2021年中投保计提的担保风险准备金、未到期责任准备金和一般风险准备金均呈增长态势，2021年末前述三类准备金余额分别为12.04亿元、9.18亿元和5.23亿元，分别同比增长18.33%、147.75%和8.07%。截至2021年末，中投保应收代位追偿款账面余额7.89亿元，已计提坏账准备7.89亿元，年末账面净额仅24.98万元，2021年末中投保拨备覆盖率同比大幅提升且处于很高水平。

表18 担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期新增担保额	429.10	192.03	87.70
当期解除担保额	274.51	213.68	265.01
期末担保余额	634.62	480.03	501.67
融资担保余额	587.35	459.94	481.98
非融资担保余额	47.28	20.09	19.69
融资担保责任余额	471.03	368.98	336.29
融资担保责任余额放大倍数	4.94	3.67	3.24
当期担保代偿额	0.00	0.32	0.74
当期担保代偿率	0.00%	0.15%	0.28%
当期代偿回收额	0.04	0.24	0.35
累计代偿回收率	0.37%	1.90%	2.76%
担保风险准备金	26.30	18.72	12.68
拨备覆盖率	1,052,804.31%	749,424.23%	507,712.19%



资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告及年报，中证鹏元整理

集中度方面，2021年末中投保担保业务客户中第一大行业水利、环境和公共设施管理业客户担保余额合计为166.82亿元，相当于同期末中投保权益总额的149.82%；区域分布方面，中投保担保客户主要位于江苏省、山东省等经济发达地区，2021年末中投保在江苏省的客户担保余额合计为170.37亿元，相当于同期末中投保权益总额的153.00%。从客户集中度来看，截至2021年末，中投保担保业务单一最大客户和前十大客户担保余额分别为14.40亿元和115.80亿元，分别占期末净资产的比例为12.93%和104.00%。整体来看，中投保在行业、地区、客户等方面的集中度较高，不利于其实现风险分散。

近年来中投保资产规模较为稳定，以金融资产为主，金融资产在总资产中的占比保持在50%左右。截至2021年末，中投保资产总额262.56亿元，同比增长1.56%，其中货币资金为27.57亿元，较2020年末增长122.02%，占总资产的比重为10.50%，货币资金中有13.65亿元银行存款因为子公司上海经投资产管理有限公司提供借款质押担保受限，受限货币资金在同期末货币资金中的占比为49.51%；2021年末定期存款为43.84亿元，较2020年末减少42.19%，占总资产的比重为16.70%，上述变动主要系中投保考虑资金安全及收益性，对资金配置结构进行调整所致。2021年末中投保金融投资合计金额为144.07亿元，同比增长13.01%，金融投资主要分为交易性金融资产、债权投资和其他债权投资三大类。截至2021年末，中投保交易性金融资产金额为98.05亿元，同比增长17.46%，主要系2021年中投保增加理财资产配置所致；2021年末其他债权投资金额为28.42亿元，同比增长17.45%，主要系2021年中投保加大对高信用评级债券资产投资力度所致。中投保投资资产规模较大，需关注投资业务相关的信用风险和市场风险。2021年末，中投保本部 I、II、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为58.84%、15.57%和 25.59%，I、II、III级资产比例指标满足相应监管要求。

2021年末中投保负债规模和负债结构较上年末保持稳定。截至2021年末，中投保负债合计151.22亿元，较2020年末增长6.42%，负债构成仍以长期债务为主。2021年末中投保短期借款余额为32.87亿元，占负债总额的21.74%。2021年随着新增担保业务规模大幅上升，中投保计提的未到期责任准备金显著增长，2021年末未到期责任准备金为9.18亿元，同比增长147.77%。2021年末中投保长期借款余额为43.67亿元，主要为向亚洲开发银行（以下简称“亚行”）的信用借款，另有一定规模向国有大型商业银行和国投集团下属财务公司的借款。2021年末应付债券余额为44.75亿元，占负债总额的29.59%，主要为面向合格投资者发行的公司债券。

截至2021年末，中投保所有者权益总额111.35亿元，同比下降4.36%，所有者权益呈小幅下降，但总体来看权益稳定性尚可。截至2021年末，中投保融资性担保责任余额放大倍数为4.94倍，整体来看仍具备较大的业务发展空间。

2021年受益于新增担保业务规模大幅上升，中投保担保业务收入显著增长，2021年担保业务收入为9.99亿元，同比增长362.46%。受2021年投资收益大幅下降影响，2021年中投保营业收入同比下降较为

明显，2021年实现营业收入23.81亿元，同比下降38.87%。2021年中投保实现净利润8.07亿元，同比下降3.24%。2021年净资产收益率和总资产收益率分别为7.09%和3.10%，同比分别下降0.39和0.09个百分点。剔除非经常性损益影响，整体来看中投保盈利能力较为稳定。

表19 中投保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	23.81	38.95	22.97
担保业务收入	9.99	2.16	1.78
已赚保费	4.45	2.89	3.50
投资收益	11.99	29.97	17.50
提取担保赔偿准备金	1.83	6.67	0.96
业务及管理费	3.79	6.25	4.72
信用减值损失	3.78	5.51	1.80
营业利润	10.32	12.52	9.70
利润总额	10.32	12.50	9.70
净利润	8.07	8.34	8.31
营业利润率	43.36%	32.14%	42.25%
净资产收益率	7.09%	7.48%	7.99%
总资产收益率	3.10%	3.19%	3.54%

资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告及年报，中证鹏元整理

从外部支持来看，中投保第一大股东为国投集团，综合实力雄厚，有利于提升其品牌形象，并在业务拓展、资金等方面获得大力支持。

综上所述，中投保综合实力强，业务发展稳健，创新能力较强；股东背景良好，实力雄厚，可在业务拓展、资金等方面为其提供大力支持；风险控制体系较为完善，风险控制和管理能力较强，担保代偿水平很低，拨备覆盖率和处于很高水平，整体代偿能力极强。同时，中证鹏元也关注到，中投保担保业务行业和区域集中度较高，不利于分散风险；宏观经济增速放缓、国内疫情反复以及部分重点业务开展领域相关融资政策调整仍给中投保未来业务开展、风险管理提出一定挑战，同时中投保投资资产规模相对较大，也给其带来了一定的信用风险和市场风险敞口。

经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，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“21长湖债/21环太湖债”的信用等级为AAA。



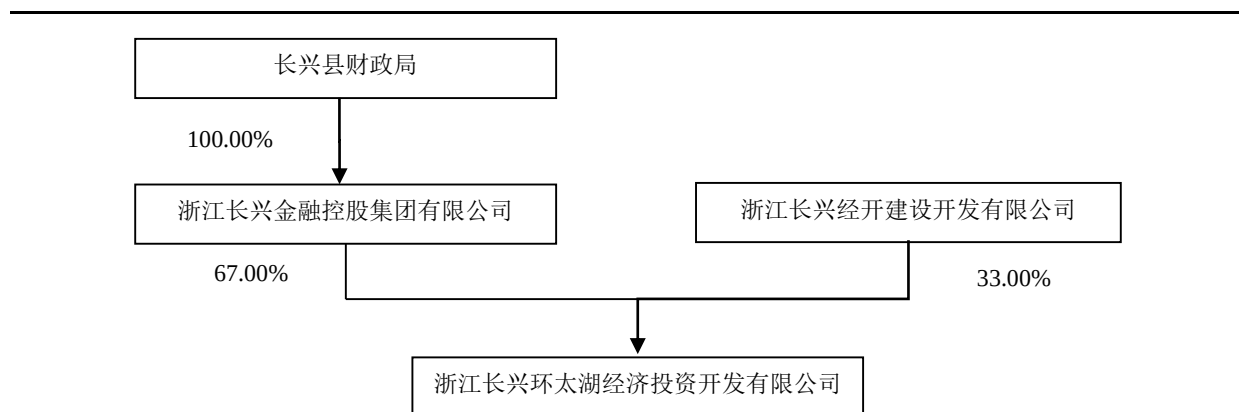
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	25.73	11.04	8.53
存货	190.59	192.23	161.99
流动资产合计	248.98	231.64	198.61
非流动资产合计	12.67	9.96	24.43
资产总计	261.65	241.59	223.03
短期借款	8.09	6.29	4.55
一年内到期的非流动负债	7.02	25.09	19.74
流动负债合计	26.25	44.62	42.84
长期借款	26.20	24.05	20.50
应付债券	70.67	26.53	30.88
长期应付款	3.58	4.14	4.74
非流动负债合计	105.70	65.47	62.38
负债合计	131.95	110.09	105.22
总债务	118.64	93.26	86.13
营业收入	19.95	17.60	14.28
所有者权益	129.70	131.50	117.81
营业利润	1.83	1.75	1.66
其他收益	2.41	1.86	1.67
利润总额	1.82	1.75	1.66
经营活动产生的现金流量净额	0.35	-13.01	-6.97
投资活动产生的现金流量净额	-2.84	-0.02	-5.31
筹资活动产生的现金流量净额	17.83	14.33	7.58
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	3.13%	3.82%	4.71%
收现比	94.14%	90.70%	95.71%
资产负债率	50.43%	45.57%	47.18%
现金短期债务比	1.48	0.34	0.30
EBITDA（亿元）	2.56	2.30	2.10
EBITDA 利息保障倍数	0.86	0.63	0.45

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

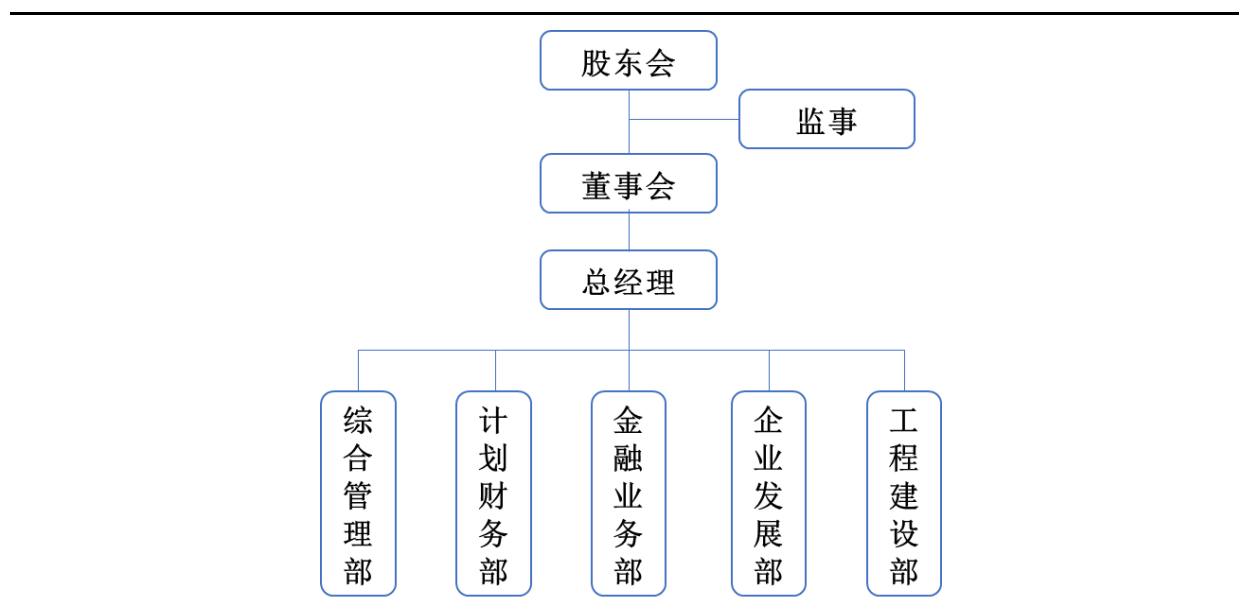


附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



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 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2021 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	业务性质
长兴图影建设有限公司	20,000.00	100.00%	房地产业
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	50,000.00	97.06%	旅游开发、旅游景区管理
长兴太湖图影景区经营管理有限公司	500.00	100.00%	旅游开发、旅游景区管理
长兴虹之谷农业发展有限公司	10,000.00	100.00%	农、林、牧、渔业
长兴太湖图影旅行社有限公司	30.00	100.00%	国内旅游业务
长兴山图水影旅游开发有限公司	151,000.00	0.66%	旅游景区基础设施建设
长兴图兴贸易有限公司	10,000.00	100.00%	通用机械设备、金属材料销售
长兴图兴物业管理有限公司	200.00	70.00%	物业管理、餐饮企业管理
长兴图影国信股权投资合伙企业（有限合伙）	250,000.00	97.996%	股权投资

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

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。