



# 2021年浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司公司债券2023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。

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 2023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

- 本次评级结果是考虑到：长兴县地处长三角中心腹地，区位优势明显，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”）作为长兴县太湖图影旅游度假区（以下简称“图影旅游度假区”）的核心开发、建设与经营主体，持续获得较大力度的外部支持，且中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供的保证担保能够有效提升“21长湖债/21环太湖债”（以下简称“本期债券”）的安全性；同时中证鹏元关注到公司存量资产主要沉淀于存货和应收款项，变现时点具有不确定性，流动性较弱；贸易业务存在一定的垫资风险；公司总债务规模继续扩大且债券融资占比较高，需关注再融资稳定性，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来仍将为图影旅游度假区的核心主体，将持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023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	2022	2021	2020
总资产	267.56	261.65	241.59
所有者权益	121.34	129.70	131.50
总债务	133.96	118.64	93.26
资产负债率	54.65%	50.43%	45.57%
现金短期债务比	1.03	1.48	0.34
营业收入	26.97	19.95	17.60
其他收益	2.31	2.41	1.86
利润总额	1.89	1.82	1.75
销售毛利率	2.20%	3.13%	3.82%
EBITDA	2.66	2.56	2.30
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.86	0.63
经营活动现金流净额	-5.50	0.35	-13.01

资料来源：公司 2020-2022 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，作为江浙皖三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显；新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造和现代纺织为当地主导产业，近年工业经济增长强劲，进出口是经济增长重要推力，2022 年实现地区生产总值 853.37 亿元，经济体量在湖州市 5 个区县中位列第二。
- **公司土地整理、受托代建等业务未来收入较有保障。**公司是浙江长兴县太湖图影旅游度假区内的核心开发、建设与经营主体，2022 年末公司存货中合同履行成本规模 81.58 亿元，主要为图影旅游度假区内已整理待出让的土地及已完工的代建项目，预计仍将对公司未来土地整理和受托代建收入形成较好保障。
- **公司继续获得来自管委会较大力度的支持。**2022 年公司继续获得来自长兴太湖图影旅游度假区管理委员会（本文简称“图影度假区管委会”）较大力度的支持，包括 2.31 亿元政府补助、3.43 亿元财政贴息，并将 5.00 亿元财政拨款转增资本公积，对公司利润水平和资本实力均实现了较好支撑。
- **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

- **存量资产主要沉淀于存货和应收款项，变现时点具有不确定性，流动性较弱。**公司近八成的存量资产沉淀于图影旅游度假区内的土地资产、基础设施建设成本以及面向图影度假区管委会和区域其他国有企业的应收款项，但图影旅游度假区内的土地出让情况以及公司应收款项的回收时点均存在一定的不确定性，资产整体流动性较弱。
- **贸易业务存在一定的垫资风险。**公司 2022 年贸易业务收入规模继续扩大，占营业收入比重达 81.49%，但毛利率仅为 0.65%，盈利能力较弱，且前五大客户占比进一步提升至 97.24%；部分下游客户为民营企业，回款平均账期为 1 个月，对公司资金形成占用，需关注潜在的回收风险。
- **公司总债务规模继续扩大且债券融资占比较高，需关注再融资稳定性。**2022 年公司总债务规模扩大至 133.96 亿元，货币资金对短期债务以及 EBITDA 对利息支出的保障能力均有所下滑；近年公司经营活动现金流波动较大，资产变现时点面临不确定性，预计仍将依赖外部融资平衡资金缺口；公司债券融资占比超 50%，需关注再融资稳定性。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年 12 月末，公司对外担保余额为 25.09 亿元，占当期末净资产的比重为 20.68%，担保对象均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。

## 同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
长兴交投	负责长兴县的交通基础设施建设、土地开发业务等	819.70	368.48	36.71
长兴城投	负责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	764.77	329.01	32.83
南太湖开发	南太湖产业集聚区内重要的基础设施建设、土地开发主体	245.42	119.00	10.61
长兴环太湖	负责长兴太湖图影旅游度假区的土地整理、工程代建等业务	267.56	121.34	26.97

注：（1）长兴交投为长兴交通投资集团有限公司的简称、长兴城投为长兴城市建设投资集团有限公司的简称、南太湖开发为长兴南太湖投资开发有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年（末）数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	评分要素	评分	
区域状况	区域状况评分	5/7	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	5/7	城投经营&财务状况	5/7
	行政层级	2/5		
调整因素	ESG 因素			0
	审计报告质量			0
	不良信用记录			0
	补充调整			0
个体信用状况				aa-
外部特殊支持				1
主体信用等级				AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 公司是长兴县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，长兴县人民政府提供特殊支持的意愿强，主要体现为公司与长兴县人民政府的联系中等以及对长兴县人民政府较为重要。同时，中证鹏元认为长兴县人民政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

### 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/“21长湖债/21环太湖债”	2022-6-13	秦风明、何馨逸	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2019V1.0）</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AAA/“21长湖债/21环太湖债”	2021-3-31	张旻燊、韩飞	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2019V1.0）</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	2022-6-13	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2023年5月4日，“21长湖债/21环太湖债”募集资金专项账户余额为814.50元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人、主营业务、合并范围均未变更。截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍均为15.00亿元，跟踪期内公司控股股东仍为长兴金控，持有公司67.00%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33.00%股权，公司实际控制人仍为长兴县财政局。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。

货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

**2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，

以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

## 区域经济环境

**长兴县地处长三角中心腹地，良好的生态优势为旅游赋能，新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造和现代纺织为当地主导产业，近年工业经济增长强劲，进出口是经济增长重要推力，整体财政实力有所提升**

**区位优势：**长兴县地处长三角中心腹地，作为江浙皖三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显。长兴县是浙江省湖州市下辖县，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。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。长兴县下辖9个镇、2个乡、4个街道，另设有长兴经济技术开发区（国家级开发区）、湖州省际承接产业转移示范区长兴分区等。长兴县对外交通发达，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。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，相比2010年第六次全国人口普查64.20万人呈增长态势。

**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，整体发展水平较好，进出口是经济增长重要抓手。近年长兴县地区生产总值持续增长，三次产业结构由2020年的5.2:49.5:45.3调整为2022年的5.2:51.1:43.7，经济结构以第二产业为主，第三产业占比小幅下降，按常住人口计算，2022年长兴县人均GDP为125,680元，是同期全国人均GDP的146.65%，经济发展水平高于全国平均水平。2022年长兴县GDP达853.37亿元，位于2022年全国百强县第62位，经济体量在湖州市“两区三县”中居第二位，同比增速为4.2%，高于同期湖州市增速0.9个百分点。2021年长兴县固定资产投资同比下降14.3%，降幅较大，主要系交通投资同比大幅下降29.8%所致，2022年生态环境和公共设施投资增加带动同期投资增速由负转正；2020年受宏观经济影响，社会消费品零售总额呈现负增长，2021年及2022年持续向好。近年长兴县进出口总额保持良好增速，是经济增长的重要抓手，其中2022年出口额289.39亿元，同比增长12.6%。

**表1 湖州市各区县 2022 年经济财政指标情况（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	897.3	3.5%	12.34	62.49	114.25
<b>长兴县</b>	<b>853.4</b>	<b>4.2%</b>	<b>12.57</b>	<b>81.88</b>	<b>102.22</b>

德清县	658.2	3.8%	11.89	79.84	106.61
安吉县	582.4	0.9%	9.77	62.48	89.54
南浔区	559.2	3.5%	10.24	39.55	50.5

注：人均GDP根据2022年末常住人口数据计算。

资料来源：长兴县统计月报2022年12月、湖州市人民政府网站、各区县2022年预算执行情况及2023年预算草案的报告，中证鹏元整理

**表2 长兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	853.37	4.2%	801.39	9.5%	702.39	2.6%
固定资产投资	-	2.4%	-	-14.3%	-	6.2%
社会消费品零售总额	-	2.9%	-	8.3%	-	-1.4%
进出口总额	325.32	11.6%	296.61	21.2%	241.04	24.4%
人均GDP（元）		125,680		118,460		104,247
人均GDP/全国人均GDP		146.65%		146.29%		143.89%

注：“-”表示数据未公布；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；2021年人均GDP根据2021年末常住人口数据计算。

资料来源：2020-2022年长兴县国民经济和社会发展统计公报、长兴县统计月报2022年12月，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，近年工业经济增长强劲。**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，其中太湖龙之梦乐园为长兴县近年来重点旅游项目，项目于2019年起陆续运营，总投资251亿元，占地面积1.2万亩，是一个集游乐、文化演艺、宴会及养老为一体的综合性文化旅游休闲度假区，2022年实现接待旅客665万人次，完成营收9.6亿元，并推进太湖图影旅游度假区完成财政总收入1.38亿元，成为当地打造现代服务业创新发展新引擎。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，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，2022年长兴县智能汽车及关键零部件产业产值突破300亿元，同比增长187.9%；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，2022年长兴县实现规上工业增加值321.62亿元，同比增长7.4%，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109.34亿元、209.36亿元和119.52亿元，分别同比增长2.6%、13.8%和34.7%，工业经济增长强劲。

**发展规划及机遇：**长兴县以长兴经济技术开发区为母体，整合原湖州南太湖产业集聚区长兴分区和长兴新能源装备高新技术产业园，联动循环经济产业园（和平）和绿色制造产业园（煤山），完善构建

“一核心两分园”空间架构的新长兴经济技术开发区，加快建成智能汽车“万亩千亿”新产业平台，创成省级高新区，推动新能源小镇进入全省特色小镇领跑者行列，打造国家级产业转型升级示范区。长兴县主动参与以“一地六县”为主体的长三角产业合作区建设，以湖州省际承接产业转移示范区长兴分区为基础，加快建设长三角产业合作区湖州片区长兴区块，打造长三角高端制造集聚区、绿色发展样板区、深度合作先行区，力争成为长三角省际毗邻区域协同发展示范平台。此外，长兴县全面参与G60科创走廊建设，共建环太湖生态文化旅游圈、江南水乡文化体验廊道，加快建设“立足南太湖，辐射长三角”的枢纽型交通强县，完善“一环两廊、三港、六网络”布局：“一环两廊”为环太湖网和宁杭廊道、沪浙皖廊道两条廊道；“三港”为“陆、水、空”三港枢纽体系；“六网络”为建设多层次轨道交通网、纵横交织高速公路网、环状放射骨架公路网、骨干航道网、品质公交网和智慧物流网，谋划实施八三机场军民两用工程，加快推进盐泰锡常宜湖城际、如通苏湖长城际、宣长城际、宣杭铁路开行城际列车等项目规划建设，共建“轨道上的长三角”。

**财政及债务水平：**近年来长兴县财政实力整体有所提升，财政自给程度尚可，政府债务余额规模较大。长兴县近年一般公共预算收入呈波动增长趋势，其中 2020 年受宏观经济影响增速大幅放缓，2021 年情况显著改善，2022 年长兴县一般公共预算收入较上年自然口径小幅回落 1.05%，扣除留抵退税因素后增长 7.6%。近年长兴县税收收入占比在高位有所波动，整体来看财源基础较好，财政质量较佳，财政自给程度尚可，其中 2022 年财政自给率较上年显著下降，主要系同期社会保障和就业支出显著增长所致。近年长兴县地方政府债务余额规模较大且持续扩张。

**表3 长兴县主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	81.88	82.75	67.55
税收收入占比	91.68%	88.90%	93.90%
财政自给率	69.88%	81.29%	74.89%
政府性基金收入	102.22	98.28	100.51
地方政府债务余额	190.94	177.34	164.44

注：“-”表示数据未公布；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：2020-2021 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、长兴县统计月报 2022 年 12 月，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至 2022 年末，长兴县的一级投融资主体主要有 4 家，分别为长兴交投、长兴金控、长兴城投和浙江长兴经济发展集团有限公司（以下简称“长兴经发”），其中长兴交投下属发债一级子公司主要有长兴南太湖投资开发有限公司（以下简称“南太湖开发”）、长兴文化旅游发展集团有限公司（以下简称“长兴文旅”）和长兴滨湖建设开发有限公司等；长兴金控为控股集团，下属发债一级子公司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；长兴城投是长兴县内重要的基础设施建设主体，长兴县永兴建设开发有限公司（以下简称“永兴建设”）为其一级子公司；长兴经发为长兴经济技术开发区重要的投融资主体，下属发债一级子公司主要有浙江长兴经开建设开发

有限公司（以下简称“长兴经开”）和长兴港通建设开发有限公司（以下简称“港通建设”），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4 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
长兴金控	长兴县财政局	369.56	55.98%	41.19	382.67	长兴县内土地开发整理、基础设施建设等业务
长兴交投	长兴县交通运输局	368.48	55.05%	36.71	405.26	长兴县的交通基础设施建设、土地开发业务等
长兴城投	长兴县财政局	329.01	56.98%	32.83	327.95	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
长兴经发	长兴县财政局	273.44	52.28%	23.01	227.71	长兴经济技术开发区最重要的基础设施建设、土地开发整理主体
长兴经开	长兴经发	190.13	53.45%	12.07	167.16	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
长兴环太湖	长兴金控	121.34	54.65%	26.97	118.64	长兴太湖图影旅游度假区的土地整理、工程代建等业务
新城实业	长兴金控	127.92	54.08%	29.72	151.13	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
南太湖开发	长兴交投	119.00	51.51%	10.61	103.52	南太湖产业集聚区内重要的基础设施建设、土地开发主体
永兴建设	长兴城投	108.67	56.53%	13.73	76.38	长兴县龙山新区最主要的基础设施建设主体，负责长兴县龙山新区内土地开发、基础设施建设及安置房建设等
港通建设	长兴经发	78.37	51.32%	10.94	62.43	负责长兴县西部及北部区域基础设施建设等业务
长兴文旅	长兴交投	53.74	46.28%	7.03	41.25	长兴县重要的旅游景区建设及经营管理主体、文艺及体育赛事活动承办方、水利工程建设主

注：上表中长兴文旅为 2021 年末/2021 年度财务数据，其他投融资主体总债务为 2021 年末数据，净资产、资产负债率、营业收入为 2022 年末/2022 年度数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、债券发行人公告，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司为长兴县图影旅游度假区核心的开发、建设与经营主体，负责区域内的土地整理等基础设施建设业务以及景区经营等旅游资源开发业务；公司已完工的土地整理及代建项目规模较大，预计对未来相关收入形成较好保障，但需关注龙之梦乐园项目的建设进展对图影旅游度假区的带动情况

公司是长兴县图影旅游度假区核心开发、建设与经营主体，负责区域内的土地整理等基础设施建设业务以及景区经营等旅游资源开发业务。2022年由于图影旅游度假区内未出让地块，公司未确认土地整理收入，但受托代建和贸易收入均有所增长，带动公司整体营业收入规模扩大。毛利率方面，由于低毛利的贸易收入占比进一步提高，公司整体毛利率有所下降。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	--	--	--	12,222.60	6.13%	9.09%
受托代建	47,817.54	17.73%	8.37%	36,708.62	18.40%	8.32%
景区经营及租金	1,082.69	0.38%	30.70%	1,836.99	0.92%	78.61%
贸易	219,828.20	81.49%	0.65%	147,854.24	74.10%	0.32%
物业管理	837.95	0.31%	18.90%	815.36	0.41%	15.88%
其他	180.91	0.09%	6.29%	106.47	0.05%	36.83%
<b>合计</b>	<b>269,747.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.20%</b>	<b>199,544.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.13%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）土地整理业务

受土地市场和政府规划等因素影响，图影旅游度假区内2022年未出让地块，公司未确认相关土地整理收入；公司存货中已完工待出让土地规模较大，对未来土地整理收入形成较好保障，但图影旅游度假区的土地出让情况存在不确定性，公司土地业务结算可能存在波动

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，并由图影度假区管委会与公司进行结算。2020年3月，根据图影度假区管委会《关于落实度假区范围内国企改革方案的通知》，公司本部不再承担图影旅游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至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。

受土地市场和政府规划等因素影响，公司2022年未实现土地整理收入。截至2022年末，公司存货中土地开发整理的合同履约成本合计55.97亿元，主要系征地拆迁费构成，完成整理的待出让土地面积较

大，未来土地整理业务收入较有保障，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。

## （二）受托代建业务

2022年公司受托代建项目结转收入规模增长，结算毛利率保持稳定；公司存货中已完工代建项目规模较大，但受托代建收入受项目规划及工程进度影响存在一定的不确定性，此外需关注公司未来新承接代建项目的情况

公司本部及子公司图影旅发承担了区域内基础设施建设和旅游资源开发等项目建设任务。图影度假区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，工程竣工验收后图影度假区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。2022年图影旅发与图影度假区管委会结算湖长二通道工程、图影区块湖泊清淤工程等工程成本4.38亿元，结算收入4.82亿元（含税），项目加成比例均为10%。

**表6 公司 2022 年受托代建收入确认情况（单位：万元）**

项目名称	结算成本	结算收入（含税）
湖长二通道工程	36,274.65	39,902.11
图影区块湖泊清淤工程	1,921.68	2,113.85
太湖图影中心幼儿园工程	2,049.76	2,254.73
浙江太湖图影旅游度假区污水处理工程	2,135.63	2,349.20
八都芥路道路工程	1,435.10	1,578.61
<b>合计</b>	<b>43,816.82</b>	<b>48,198.50</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司存货中代建工程的履约合同成本合计25.60亿元，主要为已完工和部分在建代建项目。截至2022年末，公司主要在建代建项目预计总投资6.21亿元，已投资2.52亿元，尚需投入3.70亿元，面临一定的资金压力。整体而言，公司已完工代建项目规模较大，可为未来受托代建收入提供一定支撑，但收入实现时点可能存在一定的不确定性，此外仍需关注公司代建业务未来承接新项目的情况。

**表7 截至 2022 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
太湖图影重点项目基础设施及配套工程	53,940.68	22,683.58	31,257.10
图影大道配套改造工程	8,200.00	2,502.59	5,697.41
<b>合计</b>	<b>62,140.68</b>	<b>25,186.17</b>	<b>36,954.51</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （三）贸易业务

2022年公司商品贸易收入规模继续扩张，品种结构有所调整，盈利能力仍较差，客户集中度进一

### 步提高，公司面临一定的资金压力且存在一定的垫资风险

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，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，2022年主要贸易品种除火法铅和电解铅以外，较2021年新增电解铜、化纤丝等，实现贸易业务收入21.98亿元，规模增长较快，但毛利率仅为0.65%，盈利能力仍然较弱，对公司整体利润水平的贡献不大，且贸易业务的上下游集中度较高，2022年前五大客户占比进一步提升至97.24%，存在一定垫资风险。

**表8 公司商品贸易前五大供应商（单位：万元）**

年份	公司名称	产品类型	金额	占比
2022年	江苏新春兴再生资源有限责任公司	火法铅、电解铅	100,434.66	45.99%
	太和县陶威金属有限公司	火法铅	46,748.06	21.40%
	安新县辰泰有色金属熔炼有限公司	火法铅	17,154.18	7.85%
	中环振兴有限责任公司	火法铅	11,288.46	5.17%
	江西齐劲材料有限公司	火法铅	9,582.11	4.39%
	<b>合计</b>	--	<b>185,207.47</b>	<b>84.80%</b>
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%
	新风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%
	<b>合计</b>	-	<b>130,475.23</b>	<b>88.53%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表9 公司商品贸易前五大客户（单位：万元）**

年份	公司名称	产品类型	金额	占比
2022年	长兴鑫长贸易有限公司	火法铅、电解铅	201,317.58	91.58%
	浙江永达电力实业股份有限公司	电解铜	4,920.67	2.24%
	浙江金佳异型铜业有限公司	电解铜	3,231.46	1.47%
	浙江寰丰纺织有限公司	化纤丝	2,252.79	1.02%
	浙江鑫涛科技股份有限公司	化纤丝	2,027.69	0.92%
	<b>合计</b>	--	<b>213,750.20</b>	<b>97.24%</b>
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%
浙江湖州瑞祥金属材料贸易有限公司	电解铅	3,555.18	2.40%
<b>合计</b>	<b>合计</b>	<b>130,891.07</b>	<b>88.53%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### （四）其他业务

**租金、景区门票和物业管理收入为公司营收提供有益补充，其中景区经营及租金收入受外部市场环境波动较大，物业管理收入仍保持小幅增长**

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（以下简称“长峰集团”，自然人童锦泉持股100%），按约定收取一定的租金。土地经营权流转系公司将位于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（均为长峰集团下属公司），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，2022年公司共实现租金收入915.01万元。

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，2022年实现景区经营收入167.69万元，受外部环境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，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，2022年公司物业管理收入保持小幅增长。

#### 公司持续获得较大力度的外部支持

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，地方政府通过财政补贴和资本注入等方面给予公司较大力度的外部支持。财政补贴方面，2022年公司收到图影度假区管委会政府补助2.31亿元，计入其他收益，同时收到3.43亿元财政贴息冲减财务费用。资本注入方面，2022年图影度假区管委会同意将拨付给公司财政拨款5.00亿元转增资本公积。

## 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）会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围无变化。

## 资本实力与资产质量

受图影度假区管委会回收土地资产等因素影响，2022年公司所有者权益规模有所缩减；公司存量资产主要沉淀于图影旅游度假区内的土地整理和受托代建项目成本，以及面向图影度假区管委会和长兴县其他国企的应收款项，未来变现时点具有较大不确定性，整体流动性较弱

截至2022年末，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润构成，受图影度假区管委会收回公司土地资产<sup>1</sup>以及公司回购少数股东权益<sup>2</sup>的影响，2022年公司所有者权益规模有所减少，同时由于公司2022年总负债规模进一步上升，权益对负债的保障程度较2021年降低。

表10 2022年公司主要资本公积变动情况（单位：亿元）

单位名称	事项	资本公积变动金额
图影旅发	无偿取得浙江通能泰华能源有限公司 12.20% 股权	14.67
公司本部	图影度假区管委会财政拨款	5.00
公司本部、图影旅发	图影度假区管委会收回土地	-14.26
公司本部	招商财富资管对长兴山图水影旅游开发有限公司的出资款回购方由长兴金控变更为公司本部	-3.59
合计		1.82

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 1 公司资本结构

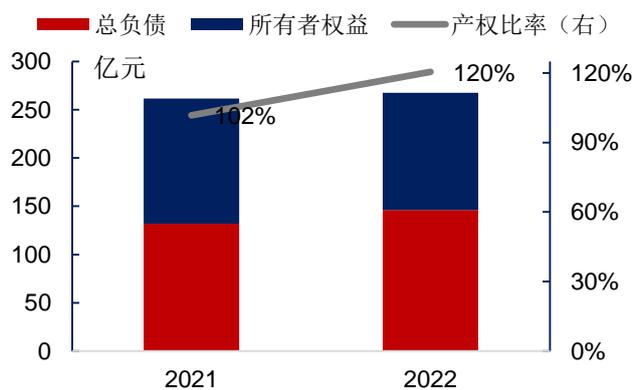
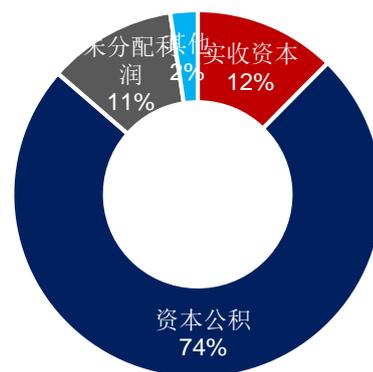


图 2 2022 年末公司所有者权益构成



<sup>1</sup> 根据图影度假区管委会文件，2022 年收回公司账面价值 14.26 亿元土地资产，冲减存货和资本公积，共涉及 4 块土地，土地面积合计 1,045.73 亩

<sup>2</sup> 招商财富资产管理有限公司对公司子公司长兴山图水影旅游开发有限公司的出资款从原回购方长兴金控变更回购主体为公司，实质为购买少数股东权益，减少资本公积 3.59 亿元

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司2022年资产规模有所增长，整体仍以图影旅游度假区内的土地资产、土地整理和受托代建项目的建设成本及所形成的图影度假区管委会待结算款所构成。应收账款主要为面向图影度假区管委会形成的土地整理和受托代建业务待结算款（2022年末余额占比96.73%），账期多为1年以内。存货仍是公司最主要的资产，主要由土地资产（89.18亿元）、合同履约成本（81.58亿元）和开发成本（17.31亿元）等构成；公司土地资产规模较2021年末减少系图影度假区管委会收回部分土地资产，2022年末因借款抵押受限的土地资产账面价值为9.97亿元；公司合同履约成本主要包括图影生态湿地文化园一至三期等55.97亿元土地开发整理成本以及环太湖公路等25.60亿元代建工程成本；开发成本主要包括太湖图影湿地治理及开发项目和山湖花园三期安置房工程。截至2022年末，公司合同履约成本和开发成本账面价值合计98.89亿元，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。此外公司其他应收款主要系应收长兴县其他国企的往来款，2022年规模缩减主要系面向长兴金控的往来款减少，但公司应收款规模仍较大且回收时间不确定，对营运资金形成了一定的占用。

其他资产方面，2022年末公司货币资金规模有所减少，主要系土地整理和受托代建等项目的持续投入所致。2022年末其他权益工具投资大幅增长，主要系子公司图影旅发无偿受让长兴百通物资有限公司<sup>3</sup>持有的浙江通能泰华能源有限公司12.2%股权，账面价值15.08亿元。其他非流动金融资产无变动，主要仍为对长兴兴利投资合伙企业（有限合伙）的投资款，需关注未来的收益实现情况。此外，2022年投资性房地产和无形资产增加系公司外购的土地房产及停车位特许经营权。受限资产方面，2022年末公司受限资产规模为15.04亿元，包括5.07亿元货币资金（主要为定期存单和保证金）和9.97亿元存货（土地使用权抵押）。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.80	6.28%	25.73	9.83%
应收账款	10.57	3.95%	9.54	3.65%
其他应收款	14.81	5.53%	21.56	8.24%
存货	188.53	70.46%	190.59	72.84%
<b>流动资产合计</b>	<b>235.41</b>	<b>87.98%</b>	<b>248.98</b>	<b>95.16%</b>
其他权益工具投资	16.82	6.29%	1.73	0.66%
其他非流动金融资产	7.55	2.82%	7.55	2.89%
投资性房地产	2.34	0.88%	0.02	0.01%
无形资产	4.54	1.70%	2.81	1.07%

<sup>3</sup> 长兴百通物资有限公司控股股东为长兴县农村公路应急抢险养护管理中心。

非流动资产合计	32.15	12.02%	12.67	4.84%
资产总计	267.56	100.00%	261.65	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司已整理待出让土地和已完工代建项目规模较大，对未来收入形成较好支撑，低毛利率的贸易收入扩张成为公司营业收入增长的主要贡献，公司主营业务盈利能力仍较弱，但外部支持继续对公司利润能形成有效支撑

公司是长兴县图影旅游度假区核心开发、建设与经营主体，负责区域内的土地整理等基础设施建设业务以及景区经营等旅游资源开发业务。由于图影旅游度假区内未出让地块，2022年公司未确认土地整理收入，截至2022年末公司存货中土地开发整理的合同履约成本合计55.97亿元，完成整理的待出让土地面积较多，但需关注图影旅游度假区内未来的土地出让情况；2022年公司受托代建项目结转收入规模增长，且存货中已完工代建项目规模较大，但受托代建收入受项目规划及工程进度影响存在一定的不确定性，此外需关注公司未来新承接代建项目的情况；2022年公司商品贸易收入规模继续扩张，是公司营业收入增量的主要贡献。毛利率方面，由于低毛利的贸易收入占比进一步提高，公司销售毛利率有所下降，整体盈利能力仍较弱，且主营业务回款情况一般。

利润方面，2022年公司继续获得较大规模的政府补贴，其他收益占当期利润总额的比例较高，地方政府支持对公司利润规模形成较好支撑，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。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年	2021年
营业收入	26.97	19.95
营业利润	1.90	1.83
其他收益	2.31	2.41
利润总额	1.89	1.82
销售毛利率	2.20%	3.13%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

公司总债务规模进一步扩张，但整体期限结构控制较好，短期集中兑付压力不大；近年公司经营活动现金流净额波动较大，预计仍将主要依赖再融资和政府支持偿还到期债务，公司债券融资占比超50%，需关注区域融资环境边际变化对公司再融资稳定性的潜在影响

2022年末公司总债务规模为133.96亿元，较2021年继续扩张。从融资品种来看，银行借款、债务融资和非标融资的占比分别约为37%、53%和10%，公司对债券市场的依赖度较高；银行借款主要由质押

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，质押物为定期存单等，借款单位主要为四大行和股份行；债券融资品种包括私募债和企业债等，期限多为3-7年，票面利率在4.84%-7.50%；非标融资主要为融资租赁及信托借款，融资成本在8.80%以内。从期限结构来看，公司2023年债务集中到期兑付规模不大，短期债务占比在15%以内，整体期限结构把控较好。

**表13 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	3.75%-6.50%	48.81	13.80	35.01
债券融资	4.84%-7.50%	70.19	1.72	68.47
非标融资	5.20%-8.80%	14.66	2.97	11.69
应付票据	--	0.30	0.30	--
<b>合计</b>	--	<b>133.96</b>	<b>18.80</b>	<b>115.17</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.22	6.99%	8.09	6.13%
其他应付款	5.42	3.71%	7.04	5.33%
一年内到期的非流动负债	7.28	4.98%	7.02	5.32%
其他流动负债	1.05	0.72%	2.06	1.56%
<b>流动负债合计</b>	<b>26.57</b>	<b>18.17%</b>	<b>26.25</b>	<b>19.89%</b>
长期借款	36.70	25.10%	26.20	19.85%
应付债券	68.47	46.83%	70.67	53.56%
长期应付款	14.47	9.90%	6.33	4.80%
<b>非流动负债合计</b>	<b>119.64</b>	<b>81.83%</b>	<b>105.70</b>	<b>80.11%</b>
<b>负债合计</b>	<b>146.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>131.95</b>	<b>100.00%</b>
总债务	133.96	91.62%	118.64	89.91%
其中：短期债务	18.80	12.85%	17.41	13.19%
长期债务	115.17	78.77%	101.23	76.72%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，受图影度假区管委会回收土地资产等因素影响，公司2022年所有者权益规模有所减少，资产负债率上升至54.65%。虽然公司债务期限结构控制较好，但由于总债务规模进一步扩张，基础设施建设投入及外购土地资产消耗部分资金，公司现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均有所下滑。考虑到近年公司经营活动现金流波动较大，且图影旅游度假区内的土地出让目前面临一定的不确定性，预计公司仍将依赖外部融资平衡资金缺口。

公司作为长兴县图影旅游度假区核心的开发建设经营主体，与多家金融机构建立了良好合作关系，且必要时可获得一定力度的外部支持。2022年末公司未使用银行授信额度为13.18亿元，备用流动性尚

可。从债务主体分布来看，公司本部作为债券市场的主要发债主体，子公司图影旅发主要承接项目开发贷，但长兴县内平台数量较多，区域广义债务率较高，公司对债券融资依赖度较高，因此仍需关注区域融资政策及环境变化对公司再融资稳定性的潜在影响。

**表15 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	54.65%	50.43%
现金短期债务比	1.03	1.48
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.86

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生明显负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》，公司近一年内未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》，公司近一年未发生生产事故、产品质量问题及劳动诉讼事项等。

治理方面，公司设立股东会，由股东长兴金控和长兴经开组成。公司设董事会，成员为3人，其中董事长倪咪历任长兴交投融资专员、法务审计部（项目资产部）部长、计划财务部副部长、职工董事，2020年6月起任公司董事长、总经理。公司不设监事会，设监事1人。近年公司未曾出现董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，未因信息披露不合规而受到处罚，公司职能定位较为清晰，但对区域内其他国有企业的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月27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2022年末，公司对外担保金额为25.09亿元，占当期末净资产的比重为20.68%。公司担保对象均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。

**表16 截至 2022 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
长兴滨湖建设开发有限公司	4,800.00	2023/4/14	否
长兴滨湖建设开发有限公司	4,000.00	2023/6/1	否
长兴城南新城开发建设有限公司	25,000.00	2023/9/29	否
长兴城市建设投资集团有限公司	6,304.75	2037/7/13	否
长兴城市建设投资集团有限公司	5,862.17	2024/8/15	否
长兴广播电视网络有限公司	2,000.00	2030/5/24	否
长兴洪湖投资开发有限公司	5,950.00	2023/4/7	否
长兴交通投资集团有限公司	15,000.00	2027/4/5	否
长兴交通投资集团有限公司	8,000.00	2027/4/5	否
长兴交通投资集团有限公司	22,700.00	2033/4/26	否
长兴交通投资集团有限公司	9,050.00	2033/5/13	否
长兴交通投资集团有限公司	20,000.00	2024/6/28	否
长兴交通投资集团有限公司	22,360.00	2025/5/30	否
长兴经创建设开发有限公司	4,866.58	2024/7/21	否
长兴图顺贸易有限公司	1,000.00	2023/3/1	否
长兴图顺贸易有限公司	1,000.00	2023/2/5	否
长兴图顺贸易有限公司	9,500.00	2023/9/28	否
长兴图顺贸易有限公司	9,500.00	2023/10/28	否
长兴图顺贸易有限公司	3,000.00	2023/6/16	否
长兴图顺贸易有限公司	3,000.00	2023/5/25	否
长兴文化旅游发展集团有限公司	11,300.00	2034/11/27	否
长兴文化旅游发展集团有限公司	13,650.00	2023/6/1	否
浙江千景实业有限公司	1,000.00	2023/3/27	否
浙江太湖新城实业投资有限公司	2,738.14	2024/6/20	否
浙江长李供应链管理有限公司	13,437.84	2025/6/29	否
浙江长兴经开建设开发有限公司	13,679.40	2027/3/1	否
浙江长兴综合物流园区发展有限公司	2,800.00	2024/7/28	否
浙江长兴综合物流园区发展有限公司	4,532.20	2023/3/1	否
浙江长兴综合物流园区发展有限公司	4,900.00	2024/1/4	否
<b>合计</b>	<b>250,931.08</b>	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是长兴县人民政府下属重要企业，长兴县财政局间接持有公司67.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，长兴县人民政府提供特殊支持的意愿强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与长兴县人民政府的联系中等。长兴县财政局间接持有公司67%股权，公司土地整理等

业务直接源于政府及相关单位，近年来受到政府支持的次数多且支持力度较大，预计公司与政府的联系将较为稳定。

(2) 公司对长兴县人民政府较为重要。公司是浙江长兴县太湖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等业务，但公司并非长兴县最大最核心的城投平台，具有一定的可替代性。公司作为已发债主体，违约会对长兴县的金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 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2022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“国投集团公司”）为中投保控股股东，持有其22.02%的股份，国投集团公司作为国务院批准设立的国家投资控股公司，综合实力很强。中投保是国投集团公司金融业务板块的重要组成部分，在业务拓展和资金注入等方面得到股东的大力支持。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）持有国投集团公司90.00%的股份，中投保实际控制人为国资委。截至2022年末，中投保前十大股东情况如下表所示。

**表17 截至 2022 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	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62%
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68%
4	金鼎投资(天津)有限公司	2.98	6.63%
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00%
6	Tetrad Ventures Pte Ltd	2.06	4.57%
7	中信证券投资有限公司	1.14	2.54%
8	孙晨	0.45	1.00%
9	宁波华舆股权投资合伙企业（有限合伙）	0.40	0.89%
10	上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87%
	<b>合计</b>	<b>43.07</b>	<b>95.73%</b>

资料来源：中投保 2022 年年度报告，中证鹏元整理

作为国内担保行业的龙头企业，中投保近年来积极推进业务、产品和领域创新，2022年中投保继续推进担保增信为主体、资管投资和金融科技为两翼的“一体两翼”业务架构布局。中投保主要业务为担保业务和利用自有资金开展投资业务。

中投保担保业务目前主要包括金融产品担保、银行间接融资担保和履约类担保三大类，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。中投保持续加大担保主业开展力度，2022年末担保余额同比增长130.44%至827.82亿元，主要系金融担保业务规模大幅增长所致。截至2022年末，中投保融资担保责任余额放大倍数为5.37倍，同比有所上升但仍处于相对较低水平，未来融资担保业务仍具有较大的发展空间。

**表18 担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	827.82	634.62	480.03
金融担保余额	663.75	514.63	443.39
融资担保责任余额	506.67	431.95	368.98
融资担保责任余额放大倍数	5.37	4.53	3.67

注：1 金融担保主要为银行借款类担保和发行债券担保，不包含贸易融资担保及其他融资担保；

2 根据中投保2022年审计报告，中投保部分业务实际承担风险的计量方法有所调整，故2021年末融资性担保责任余额、融资性担保业务放大倍数已进行相应追溯调整。

资料来源：中投保2020-2022年审计报告及年报，中证鹏元整理

发行债券担保业务系中投保最主要的担保业务构成。截至2022年末，中投保发行债券担保业务余额为527.50亿元，所担保债券发行人主体信用级别均在AA级及以上，其中担保客户主体信用级别为AA+的担保余额占比为31.31%。

截至2022年末，中投保担保业务客户中第一大行业建筑业客户担保余额合计为287.86亿元，相当于同期末中投保权益总额的263.09%；同期末，中投保担保客户主要位于江苏省、山东省以及浙江省等经济发达地区，2022年末中投保在江苏省的客户担保余额合计为245.10亿元，相当于同期末中投保权益总额的224.01%。截至2022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13.90亿元和107.35亿元，与期末权益总额的比例分别为12.70%和98.12%。整体来看，中投保担保业务的地区和客户分布较为分散，但行业集中度相对较高，需关注相关行业风险。

截至2022年末，中投保未担保风险准备金合计为34.53亿元，受应收代偿款净额仅为25.32万元影响，中投保担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率极高。

近年来中投保资产规模较为稳定，截至2022年末中投保资产总额279.76亿元，同比增长6.55%。中投保资产以金融资产为主，截至2022年末金融资产在资产总额中的占比在70%左右。2022年末中投保货币资金为31.87亿元，较2021年末增长15.58%，其中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；2022年末定期存款为33.42亿元，其中18.54亿元定期存款因为子公司提供借款质押担保而受限。近年来中投保针对应收代偿款计提很高比例的坏账准备，总体来看应收代偿款

净额保持稳定。截至2022年末，中投保应收代偿款余额为7.89亿元，已计提坏账准备7.88亿元，2022年末应收代偿款净额为25.32万元。2022年末中投保金融投资合计122.92亿元，主要包括交易性金融资产、债权投资和其他债权投资，为中投保提供了较大规模的投资业务收益。整体来看中投保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用风险、汇率风险和市场风险。中投保长期股权投资主要为对上市公司的股票投资，截至2022年末，长期股权投资账面价值23.74亿元，同比增长10.15%，主要系中投保持有的中国国际金融股份有限公司股权带来的投资收益带动其长期股权投资账面价值增长所致。

中投保按照融资担保公司相应监管要求统计并计算三类资产占比，2022年末I、II、III级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例分别为58.28%、16.73%和24.98%，三类资产占比均符合监管要求。

2022年末中投保负债规模和负债结构较上年末保持稳定。截至2022年末，中投保负债合计151.22亿元，较2021年末增长12.65%，负债构成仍以长期债务为主。2022年末中投保短期借款余额为32.86亿元，占负债总额的19.29%。2022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，2022年末未到期责任准备金为15.23亿元，同比增长65.85%。2022年末中投保长期借款余额为44.59亿元，主要为向亚洲开发银行（以下简称“亚行”）的申请的本外币信用借款，另有一定规模向国有大型商业银行和国投集团公司下属财务公司的借款。2022年末应付债券余额为44.59亿元，占负债总额的26.18%，主要为面向合格投资者发行的公司债券。截至2022年末，中投保所有者权益总额109.42亿元，所有者权益总体保持稳定，资本实力仍然很强。

受益于新增担保业务规模快速增长，2022年中投保已赚保费同比增长44.05%至6.41亿元。受资本市场波动影响，2022年中投保投资收益和公允价值变动损益合计减少26.22%。受投资回报规模同比下降影响，2022年中投保营业收入和净利润同比分别下降27.24%和32.76%。2022年中投保净资产收益率同比下降2.17个百分点至4.92%，需关注外部宏观环境变化和汇率波动对中投保盈利水平的影响。

2022年中投保共发生代偿1.06亿元，当年累计担保代偿率0.38%，当期发生的担保代偿款已于年内全额回收。风险准备金计提方面，受新增担保业务规模大幅增长影响，截至2022年末中投保未到期责任准备金、担保赔偿准备金和一般风险准备金均呈增长态势，2022年末前述三类准备金余额分别为15.23亿元、13.53亿元和5.77亿元，分别同比增长65.85%、12.38%和10.31%，担保风险准备金合计为34.53亿元，担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖程度很高。

**表19 中投保主要财务数据及指标单位：亿元)**

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	279.76	262.56	258.52
货币资金	31.87	27.57	12.42
应收代偿款净额	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	109.42	111.35	116.42
营业收入	17.32	23.81	38.95

净利润	5.43	8.07	8.34
净资产收益率	4.92%	7.09%	7.48%
当年新增代偿额	1.06	0.00	0.32
累计担保代偿率	0.38%	0.00%	0.15%
累计代偿回收率	11.90%	0.37%	1.90%
拨备覆盖率	1,351,161.54%	1,052,804.31%	749,424.23%%

资料来源：中投保 2020-2022 年年度报告，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公司，综合实力雄厚，中投保是国投集团公司金融业务板块的重要组成部分，在业务拓展和资金注入等方面得到股东的有力支持。

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，为其提供了有力支持；且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集中度较高，需关注相关行业风险；宏观经济增速放缓以及汇率、资本市场等外部因素的波动给中投保未来业务开展以及盈利稳定性提出一定挑战。

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够有效提升本期债券的安全性。

## 十、结论

长兴县地处长三角中心腹地，作为江浙皖三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显；公司近八成的存量资产沉淀于图影旅游度假区内的土地资产、基础设施建设成本以及面向图影度假区管委会和区域其他国有企业的应收款项，资产整体流动性较弱，同时公司总债务规模继续扩大且债券融资占比较高，需关注再融资稳定性；但考虑到公司作为图影旅游度假区内的核心开发建设经营主体，已整理待出让的土地及已完工的代建项目仍将对公司未来收入形成较好保障，且公司继续获得来自图影度假区管委会较大力度的支持，对公司利润水平和资本实力均实现了较好支撑。整体来看，公司抗风险能力尚可。

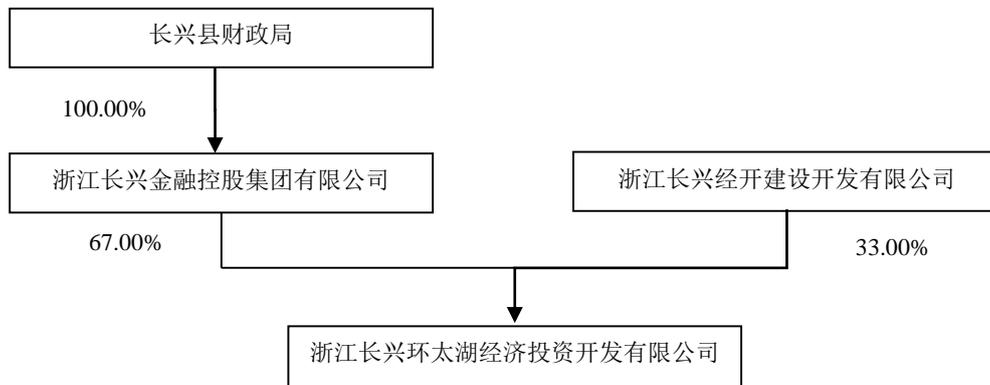
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21长湖债/21环太湖债”的信用等级为AAA。

## 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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	16.80	25.73	11.04
存货	188.53	190.59	192.23
流动资产合计	235.41	248.98	231.64
非流动资产合计	32.15	12.67	9.96
资产总计	267.56	261.65	241.59
短期借款	10.22	8.09	6.29
一年内到期的非流动负债	7.28	7.02	25.09
流动负债合计	26.57	26.25	44.62
长期借款	36.70	26.20	24.05
应付债券	68.47	70.67	26.53
长期应付款	11.72	3.58	4.14
非流动负债合计	119.64	105.70	65.47
负债合计	146.21	131.95	110.09
其中：短期债务	18.80	17.41	32.26
总债务	133.96	118.64	93.26
所有者权益	121.34	129.70	131.50
营业收入	26.97	19.95	17.60
营业利润	1.90	1.83	1.75
其他收益	2.31	2.41	1.86
利润总额	1.89	1.82	1.75
经营活动产生的现金流量净额	-5.50	0.35	-13.01
投资活动产生的现金流量净额	-6.30	-2.84	-0.02
筹资活动产生的现金流量净额	2.65	17.83	14.33
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	2.20%	3.13%	3.82%
资产负债率	54.65%	50.43%	45.57%
短期债务/总债务	14.03%	14.67%	34.59%
现金短期债务比	1.03	1.48	0.34
EBITDA（亿元）	2.66	2.56	2.30
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.86	0.63

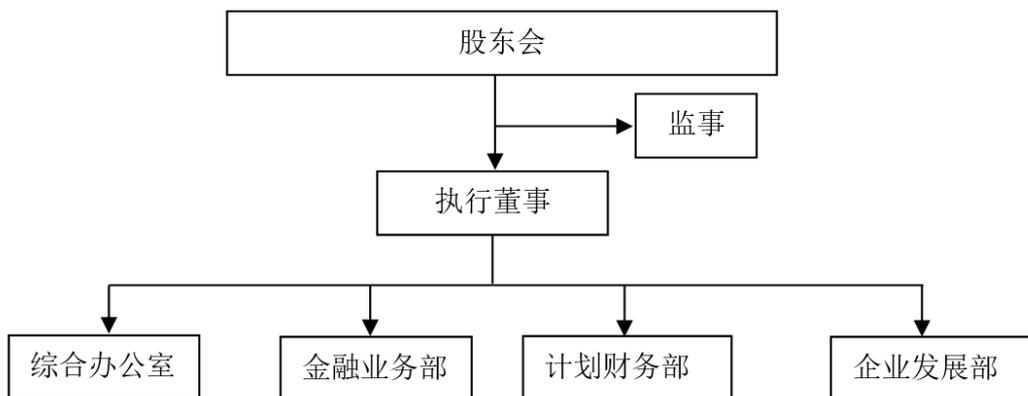
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
长兴图影建设有限公司	20,000.00	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	97.27%	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	100.00%	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	100.00%	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 2022 年审计报告，公开资料，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、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。