

2015 年淳安县新安江开发总公司
企业债券 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

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【781】号 01

债券简称：PR 淳新开/15
淳安新开债

增信方式：国有土地使用
权抵押担保

债券剩余规模：4.4 亿元

债券到期日期：2022 年
03 月 11 日

债券偿还方式：按年付
息，在债券存续期的第
3-7 个计息年度末分别
按照债券发行总额
20%、20%、20%、20%、
20%的比例偿还债券本
金

分析师

姓名：
党雨曦 田珊

电话：
021-53015670

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

2015 年淳安县新安江开发总公司企业债券 2020 年跟踪信用评级报告

	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 07 月 27 日	2019 年 06 月 05 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”）对淳安县新安江生态开发集团有限公司¹（以下简称“淳安新开”或“公司”）及其 2015 年 3 月 11 日发行的企业债券（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淳安县浙西重要生态屏障，旅游资源丰富，地区经济规模持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境；公司业务多元化程度较高，“杭黄高铁”的开通有利于公司旅游业务的发展；国有土地使用权抵押仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了 2020 年新冠肺炎疫情将对公司旅游运营业务收入影响扰动明显，公司资产流动性仍偏弱，公司面临较大的资金支出压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 淳安县是浙西重要生态屏障，旅游资源丰富，地区经济规模持续增长。淳安县拥有著名的 5A 级景区千岛湖景区，通过旅游资源带动第三产业的发展，2019 年淳安县游客接待量和旅游经济总收入继续两位数增长，实现地区生产总值 254.50 亿元，同比增长 4.6%，其中第三产业增加值 138.40 亿元，同比增长 6.2%，作为区域重要旅游运营及基础设施建设主体，公司外部环境良好。
- 公司业务多元化程度较高，且“杭黄高铁”的开通有利于公司旅游业务的发展。公司主营业务包括建筑施工、旅游门票收入、水利发电和租赁收入等，业务多元

2019 年 7 月，公司名称由淳安县新安江开发总公司变更为淳安县新安江生态开发集团有限公司。

化程度较高，有利于分散经营风险，且公司作为淳安县最大的旅游企业，拥有淳安千岛湖景区旅游资源的垄断经营权，“杭黄高铁”千岛湖站于 2018 年 12 月 25 日实际运营后，2019 年旅游门票收入同比增长 14.57%，考虑到旅游门票业务毛利率较高，千岛湖高铁的开通有利于公司旅游业务的可持续发展。

- **国有土地使用权抵押仍能有效提升本期债券的安全性。**公司为本期债券提供的抵押资产为位于淳安县的 21 宗国有土地使用权，土地登记用途为商住为主，使用权类型为出让，上述 21 宗土地评估价值共计 224,080.80 万元（评估基准日为 2013 年 11 月 5 日），为本期债券的安全偿还提供了较好的保障。

关注：

- **预计新冠肺炎疫情将对公司 2020 年旅游运营业务收入影响扰动明显。**公司 2019 年形成 25,803.25 万元旅游门票收入，占收入的 31.28%，该业务毛利率为 89.20%。疫情影响下 2020 年 1-4 月，千岛湖的游客数量较去年同期大幅减少，且为了复苏当地旅游经济，千岛湖景区 2020 年 5 月 1 号之前面向所有游客免费开放，中证鹏元预计新冠疫情对公司 2020 年旅游运营业务影响明显。
- **货及在建工程规模进一步上升，资产流动性较弱。**2019 年末公司存货和在建工程占总资产的比重进一步上升至 53.34%，同期末公司受限资产规模为 54.98 亿元，占总资产比重为 24.94%，存货中待开发土地和公司的在建工程集中变现难度较大，且公司资产受限占比较高，整体来看公司资产流动性较弱。
- **公司仍面临较大的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司主要委托代建的在建项目和自营的扬旗广场二期项目尚需投入资金 21.37 亿元，经营性在建项目亦需要较大资金投入，且 2019 年公司经营性活动现金流净额依旧持续表现为净流出，公司未来面临较大的资金支出压力。
- **公司资产负债率进一步增高，面临较大的债务偿还压力。**截至 2019 年末，公司资产负债率进一步上升至 72.80%，有息债务同比增长 26.87%至 81.47 亿元，规模较大。2019 年末，公司现金短期债务比降至 0.40，且考虑到公司货币资金中受限资金占比 49.76%，公司实际短期偿债能力进一步削弱，面临较大的债务偿还压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 21.60

亿元，占期末所有者权益比重为 36.02%，被担保对象均为国有企业，均未设置反担保措施，公司面临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	2,204,370.51	2,105,014.72	1,766,483.38
所有者权益	599,583.88	602,346.69	593,225.59
有息债务	814,696.89	642,139.29	418,299.26
资产负债率	72.80%	71.39%	66.42%
现金短期债务比	0.40	0.47	1.90
营业收入	82,481.77	83,819.65	108,911.52
其他收益	816.57	2,245.94	3,478.53
利润总额	5,851.17	13,075.60	24,652.85
综合毛利率	61.30%	64.52%	45.87%
EBITDA	46,514.04	44,487.98	45,505.05
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.15	2.18
经营活动现金流净额	-26,568.77	-146,350.70	140,448.88
收现比	1.10	0.92	0.69

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

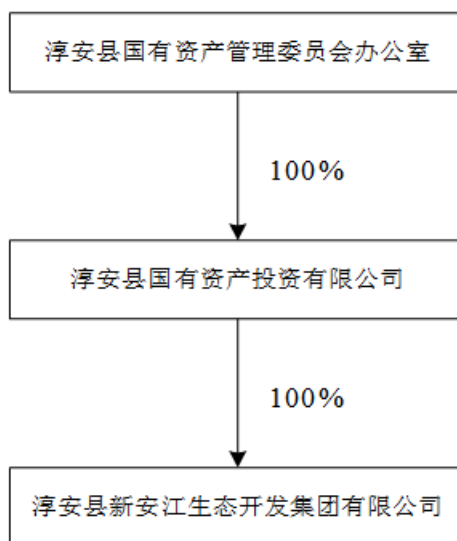
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月11日发行7年期11亿元企业债券，募集资金原计划用于淳安县现代农业开发项目、千岛湖有机渔业资源开发建设项目和千岛湖休闲旅游设施项目。截至2020年3月末本期债券募集资金专户余额为1.13万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，经淳安县人民政府批准，公司名称由淳安县新安江开发总公司更名为淳安县新安江生态开发集团有限公司，注册资本和实收资本均未发生变化，截至2020年3月末仍为3,000.00万元。控股股东由淳安县国有资产管理委员会办公室（以下简称“淳安县国资委”）变更为淳安县国有资产投资有限公司，实际控制人未发生变化，仍为淳安县国资委。2019年公司合并范围内新增子公司一家，为淳安县汾杨实业投资有限公司，具体情况如下表。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表1 2019 年公司新增合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
淳安县汾杨实业投资有限公司	51.00%	4,500.00	实业投资，土地整理，酒店管理，物业管理等	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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投资建设增长较快，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，基础设施投资建设预计将会回暖，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

丰富的旅游资源带动淳安县经济持续发展，但区域经济水平仍不高

2019年淳安县实现地区生产总值254.50亿元，按可比价格计算，同比增长4.6%，增速仍不高，其中第一产业增加值38.14亿元，同比增长3.8%；第二产业增加值77.96亿元，同比增长2.6%；第三产业增加值138.40亿元，同比增长6.2%。三次产业结构比由上年的

14.8:27.9:57.3调整为15.0: 30.6: 54.4，一、二产业比重有所上升。2019年淳安县按常住人口计算的人均GDP为71,088元，是全国人均地区生产总值的100.28%。

淳安县旅游资源、生态、水利等资源丰富，是浙西重要的生态屏障，拥有国家 5A 级景区千岛湖以及新安江资源。通过旅游资源带动第三产业的发展，近年全年接待游客数量持续增长，受杭黄高铁“千岛湖”站于2018年12月正式开通运营，2019年全年共接待国内外游客1,884.50万人次，实现旅游经济总收入231.93亿元，接待游客量和旅游经济总收入分别增长10.5%和21.1%。其中乡村旅游接待游客1,459.58万人次，实现乡村旅游收入14.40亿元，分别增长12.0%和16.1%。淳安县成功创建首批浙江省“省级全域旅游示范县”，千岛湖景区荣获“中国高铁沿线十佳景区”称号。整体来看，受千岛湖站高铁开通的影响，2019年淳安县旅游业继续得到进一步发展。

淳安县区域生态地位重要，工业经济发展偏缓，2019年淳安县全年实现工业增加值49.77亿元，同比增长3.4%，其中规模以上工业增加值31.87亿元，增长3.5%。规模以上工业新产品产值增长9.8%；新产品产值率12.2%，比上年提升0.7个百分点。高新技术、装备制造业、战略性新兴产业增加值分别增长10.8%、0.4%、5.9%。

2019年淳安县固定资产投资有所持续下滑，同比下降7.8%，其中项目投资增长2.5%。按投资“4+1”结构看，交通投资增长30.1%；生态环境和公共设施投资下降21.2%；高新技术产业投资下降10.9%；民间项目投资下降28.1%；工业投资下降26.1%。从房地产领域来看，2019年房地产开发投资、房地产销售等均有不同程度下降。

表2 淳安县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	增长率	金额	增长率
地区生产总值	254.50	4.6%	243.19	4.2%
第一产业增加值	38.14	3.8%	35.99	3.4%
第二产业增加值	77.96	2.6%	67.82	-2.2%
第三产业增加值	138.40	6.2%	139.38	8.8%
固定资产投资	-	-7.8%	-	-14.6%
社会消费品零售总额	-	8.8%	97.14	9.6%
进出口总额（亿美元）	1.94	1.3%	1.80	6.9%
全年接待游客数量（万人次）	1,884.50	10.5%	1,705.31	10.69%
存款余额	379.51	11.9%	339.26	7.6%
贷款余额	311.87	14.9%	271.44	26.3%
人均 GDP（元）	71,088		68,407	
人均 GDP/全国人均 GDP	100.28%		105.82%	

资料来源：淳安县 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年淳安县完成一般公共预算收入21.09亿元，同比增长8.2%。其中税收收入19.49亿元，占公共财政收入比重的92.41%；实现政府性基金收入13.96亿元，同比下降37.1%；同期淳安县一般公共预算支出为68.87亿元，同比增长2.5%，财政自给率（财政收入/财政支出）为30.62%。

四、经营与竞争

公司是淳安县重要的国有资产经营主体，经营业务多元化，跟踪期，公司仍主要从事建筑施工、旅游、水力发电和租赁等业务。2019年公司收入微降至8.25亿元，综合毛利率微降至61.30%，主要系当年建筑施工收入占比较大且毛利率有所下降所致。

表3 公司主要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
建筑施工收入	24,215.36	26.15%	24,583.26	29.29%
旅游门票收入	25,803.25	89.20%	22,521.28	88.39%
租赁收入	12,032.94	82.98%	10,473.44	98.66%
水力发电收入	7,164.42	58.49%	5,594.35	52.69%
自来水销售收入	3,001.79	10.68%	2,722.23	5.75%
污水处理收入	2,270.86	25.41%	2,104.35	26.29%
物业管理收入	938.63	100.00%	939.03	100%
酒店收入	783.82	83.19%	699.88	85.26%
房产销售收入	705.41	2.73%	5,897.50	58.36%
餐饮收入	81.45	99.31%	82.20	93.85%
其他	5,483.85	81.04%	8,202.12	96.70%
合计	82,481.77	61.30%	83,819.65	64.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元处理

公司拥有国家5A级景区千岛湖垄断经营权，且杭黄高铁开通有利于公司旅游业务收入的可持续发展，但2020年预计旅游业务受到影响较大

公司是淳安县最大的旅游企业，拥有淳安千岛湖景区旅游资源的垄断经营权，目前公司旅游业务由淳安千岛湖旅游集团有限公司（以下简称“旅游集团”）和浙江千岛湖景区旅游有限公司两家子公司负责运营，在淳安县政府授权范围内经营、管理千岛湖景区，双方约定每年门票收入在扣除相关税费后公司留存一定比例，其余上缴淳安县政府。旅游业务是公司收入和利润的重要来源。在账务处理上，公司将门票收入确认为营业收入，扣除的相关税费、淳安县政府分成部分和景区维护成本确认为该业务成本。

2019年公司旅游收入同比增长14.57%至2.58亿元，毛利率高达89.20%，主要系当年淳

安县加大招引景区游客的政府扶持力度以及2018年12月25日千岛湖高铁开通后拉升了旅游市场所致。公司拥有淳安千岛湖旅游资源的垄断经营权，中证鹏元认为2019年千岛湖高铁正式运营有利于公司旅游业务收入的可持续发展。

受疫情影响，2020年1-4月，千岛湖的游客数量不足上年同期的两成，且为了复苏当地旅游经济，千岛湖景区2020年5月1号之前面向所有游客免费开放，中证鹏元预计2020年预计新冠肺炎疫情将对公司旅游运营业务收入影响扰动明显。

2019 年公司建设施工收入基本保持稳定，在手项目较多，业务具备一定的保障性，但亦面临较大的资金支出压力

公司建设施工业务主要运营主体为淳安县交投建设工程有限公司（以下简称“淳安交投”）和淳安县水务工程有限公司（以下简称“淳安水务工程”）以及淳安千岛湖建设集团城建发展有限公司（以下简称“淳安城建”）。

业务模式方面，淳安交投、淳安水务工程和淳安城建通过公开招投标方式获得相关施工项目，与淳安县财政局签订了市政基础设施建设项目委托代建协议，约定由淳安县财政按照淳安县政府关于市政基础设施建设、新区开发等安排委托公司实施基础设施建设，由市财政局根据每年年末的项目结算单支付公司项目投资额及一定比例的加成作为公司的建设施工收入。2019 年公司建设施工收入基本保持稳定，工程毛利率通常与项目类型、复杂程度等因素相关，导致建设施工毛利率微降至 26.15%。截至 2019 年末，公司在手项目较多，主要项目尚需投资 20.67 亿元，面临较大的资金压力。

表4 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
青溪小学迁建工程	1.09	0.87
千岛湖第七小学	1.23	0.91
慢生活休闲巷	0.95	0.98
千岛湖镇截污纳管工程	2.91	1.60
浪达岭高山之路改建工程	1.36	1.00
坪山污水处理厂	0.81	0.77
S302省道丰茂半岛连接线工程	6.59	4.84
潭唐公路屏门至郑中段改建工程	6.15	4.73
昌文公路临岐至紫槽岭段改建工程	4.13	0.54
千岛湖生态养老建设项目（募投项目）	20.78	12.57
淳安县第二人民医院后勤综合楼	2.86	0.13
2018 年千岛湖镇小区零直排工程	1.02	0.30
合计	49.88	29.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年公司租赁收入稳步增长，成为公司营业收入的有益补充

公司租赁业务主要由下属各子公司运营，收入规模较大的主要是旅游集团、淳安千岛湖秀水街经营有限公司和淳安县交通发展投资集团有限公司，公司将建成和运营了部分酒店、门面房、餐饮场所等经营性资产，租赁物均位于淳安县境内，租赁收入已成为公司收入和利润的重要补充。2019 年，公司实现租赁收入 1.20 亿元，较去年增长 14.89%。

表5 2019 年公司租赁物业情况（平方米、万元）

年份	租赁项目	租赁面积	实现租赁收入
2019 年	千岛湖购物广场	27,800	806.12
	林业大厦等商业大厦	22,400	1,225.18
	秀水街商业街	20,300	957.00
	千岛湖大排档	10,400	723.09
	中心湖区餐厅	3,000	727.60
	其他	-	7,593.95 ²
合计		-	12,032.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司在建的千岛湖生态养老建设项目，预计总投资为 20.78 亿元，截至 2019 年末已投资 12.57 亿元，未来完工后的养老公寓将用于出租，或将进一步增加公司租赁收入，但要关注项目的建设进度以及后续运营收益实现情况。

由于房地产项目处于尾盘销售期，2019 年公司房地产收入大幅下降，该业务持续性不高；水力发电、租赁业务等其他业务仍是公司收入的有益补充

公司房地产业务由杭州千岛湖房地产开发有限公司负责，模式主要为公司通过“招拍挂”获取相关土地，并进行商业化开发，最终对外销售。目前主要开发的项目为玉兰花园项目，2019 年玉兰花园项目进入尾盘销售阶段，当年末，玉兰花园项目剩余可销售面积仅为 9,415.60 平方米，当年房产销售收入大幅减少至 498.07 万元，相关配套车库确认收入 207.34 万元。

表6 2019 年房地产业务销售情况（单位：平方米、万元、元/平方米）

项目名称	共计可供出售面积	截至 2019 年末累计已售面积	2019 年确认收入	销售均价
玉兰花园	153,731.42	144,315.82	498.07	9,835.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年末公司持有的珍珠半岛 A-04-01 地块项目的开工时间以及总投资仍尚未明确。目前公司新开工商业综合体为扬旗广场二期项目，该项目预计总投资 1.40 亿元，2019 年

² 公司租赁收入较为零散，无法逐一列示，统一放入其他。

末已投资 0.70 亿元，预计于 2020 年 7 月竣工，竣工后能够为公司房产销售提供补充，但项目进度受资金投入和当地商业市场环境等多方面因素影响，仍具有波动性。

公司水力发电业务主要由淳安枫树岭水力发电有限公司负责运作。淳安枫树岭水力发电有限公司下属枫树岭电站、铜山一级电站和铜山二级电站三个水力发电电站，合计发电总装机容量为 48,800 千瓦。由于水电上网电价由政府统一制定，近年基本稳定，公司水力发电收入受电站所处区域近年降水量的影响较大，2019 年水力发电收入为 0.72 亿元，同比增长 28.07%，主要系当年电站运营负荷增加所致。

表7 截至 2019 年末公司水力发电电站情况

项目	枫树岭电站	铜山一级电站	铜山二级电站
集雨面积（平方公里）	227.00		45.10
大坝结构	浆砌块石重力坝		混凝土双曲拱坝
大坝规格（坝高*坝长）（米*米）	63.80*270.28		60.50*175.00
正常库容（最大库容）（万立方米）	5,330（5,744）		1600(1,695)
发电总装机容量（千瓦）	36,000	6,400	6,400

注：铜山二级电站引用铜山一级电站尾水发电
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（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，公司合并报表新增子公司1家，详见表1。

资产结构与质量

2019年公司资产以存货和在建工程为主，且占比进一步提升；公司货币资金受限较多，往来款占比较大，对营运资金形成较大占用，整体资产流动性仍较弱

2019年公司总资产小幅增长4.72%至220.44亿元，公司资产仍以流动资产为主，占比小幅下降至55.25%。

2019年末，公司货币资金账面价值为10.49亿元，受限资金为5.22亿元，其中主要为发债资金监管户（4.47亿元）。公司其他应收款³主要是公司与当地国有企业的往来款，2019

³2018 年公司收购杭州普天房地产开发有限公司（以下简称“杭州普天”）100%股权，截至 2019 年末，目前杭州普天房地产仅全部股权挂入公司明细，公司无实际控制权。2018 年公司收购华联控股股份有限

年末账面价值为30.02亿元，占总资产比重的13.62%，占比较高，对公司营运资金形成较大占用。当年末其他应收款前五名单位如下表所示，中证鹏元关注到，2019年末公司其他应收款账龄结构中一年以内的其他应收款占比下降，当年公司计提坏账准备0.21亿元。

表8 2019年末公司其他应收账款前五名单位的情况（单位：万元，%）

债务人名称	是否为关联方	款项性质	欠款余额	占其他应收款期末余额合计数的比重
淳安县国有资产投资有限公司	关联方	往来款	24,000.00	7.84
浙江千岛湖西南景区旅游有限公司	关联方	往来款	22,217.49	7.26
淳安千岛湖环湖建设发展有限公司	非关联方	政府往来款	17,865.94	5.84
杭州悦湖置业有限公司	非关联方	关联方往来款	17,312.09	5.66
淳安县千岛湖商贸发展有限责任公司	非关联方	往来款	14,000.00	4.58
合计	-	-	95,395.52	31.17

资料来源：2019年审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要为待开发土地和代建工程的项目投入，2019年末账面价值为76.75亿元，其中待开发土地账面价值为33.18亿元，主要为商住用地，均已办理土地证，公司未来拟将其持有的珍珠半岛A-04-01地块用于房地产项目，但尚未制订前期规划，预计短期内该业务对公司业绩的支撑作用较小；代建工程项目账面价值为42.64亿元，待未来完工结算后能够为公司收入提供良好补充，截至当年末，公司存货中受限资产账面价值为24.87亿元，占存货账面价值比重为32.40%，受限占比较高。

2019年公司可供出售金融资产仍全部以成本法计量的千岛湖旅游股份有限公司（以下简称“千岛湖旅游股份”，公司持股59.33%）以及杭州市杭黄铁路投资有限公司（以下简称“杭黄铁路”，公司持股11.88%），当年末账面价值为16.62亿元，较去年同比增加10.27%，主要系当年公司继续加大对杭黄铁路的资金投入所致，2019年公司可供出售金融资产获得现金红利0.12亿元。

投资性房地产主要为运营的门面房、酒店等出资物业，均按公允价值计价，2019年末账面价值为13.59亿元，该部分资产近年形成较多收入及利润，我们关注到投资性房地产中账面价值124.62万元尚未办妥产权证书。其中，当年末投资性房地产中3.48亿元已用于借款抵押，占投资性房地产比重为25.61%。

公司所持有的浙江省兴财房地产发展有限公司70%的股权（以下简称“浙江兴财”），截至2019年末，浙江兴财30%股权挂入公司明细，公司对其无实质控制权。

固定资产主要为千岛湖景区设施和行政服务性房屋建筑物等经营性资产，2019年末账面价值为18.40亿元，较去年增长17.79%，主要系在建工程完工转入所致。当年末固定资产中4.77亿元已用于借款抵押，占固定资产账面价值的比重为25.92%。2019年末公司在建工程账面价值为40.82亿元，其中16.35亿元已用于借款抵押，占比40.05%，此外，PR淳新开及16淳安债募投项目因核算原因，按照投资明细项目的名称进行会计核算，计入了在建工程。公司无形资产主要是土地使用权，2019年末账面价值为5.34亿元，较去年同比减少25.54%，主要系公司处置了1.66亿元的珍珠半岛地块土地使用权，当年末无形资产中0.30亿元已用于借款抵押。

总体来看，2019年公司总资产仍以存货和在建工程为主，合计占总资产比重为53.34%，且其他应收款占比较高，对公司营运资金形成较大占用。此外，当年末，公司受限资产账面价值为54.98亿元，占总资产的24.94%，受限占比较高，公司整体资产处流动性较弱。

表9 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	104,875.47	4.76%	86,892.91	4.13%
其他应收款	300,224.45	13.62%	332,514.38	15.80%
存货	767,456.99	34.82%	748,494.30	35.56%
流动资产合计	1,217,804.64	55.25%	1,196,869.33	56.86%
可供出售金融资产	166,206.12	7.54%	150,720.32	7.16%
投资性房地产	135,897.90	6.16%	135,182.54	6.42%
固定资产	184,022.05	8.35%	156,231.11	7.42%
在建工程	408,165.54	18.52%	361,750.13	17.19%
无形资产	53,429.30	2.42%	71,754.27	3.41%
非流动资产合计	986,565.87	44.75%	908,145.39	43.14%
资产总计	2,204,370.51	100.00%	2,105,014.72	100%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务多元化程度仍较高，受处置可供出售金融资产损失和坏账损失的影响，公司营业利润大幅下降

公司整体经营较为多元化，2019年公司主营业务未发生变化，仍包括旅游、建设施工、租赁和水力发电等。2019年公司收入和综合毛利率均呈微降的趋势，整体变动不大。2019年公司获得的政府补贴大幅下降至0.08亿元。当年公司处置可供出售金融资产损失0.21亿元，且当年计提坏账损失0.22亿元，共同影响下公司营业利润大幅下降至0.60亿元，进而

导致公司利润总额和净利润均大幅下降。2019年政府补助占公司净利润的比重较去年增长0.20个百分点至28.79%，仍旧是公司营业利润的重要补充。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	82,481.77	83,819.65
其他收益	816.57	2,245.94
营业利润	5,986.27	10,801.00
利润总额	5,851.17	13,075.60
净利润	2,836.10	7,855.15
综合毛利率	61.30%	64.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

由于与其他单位的往来款支出大幅减少，2019年公司经营活动现金净流出收窄，但对外部筹资的依赖性依旧较强

2019年公司现金短期债务比为1.10，较上年进一步提高。当年其他单位的往来款支出大幅减少，综合影响下，2019年公司经营活动现金净流出收窄至2.66亿元，但考虑到其他与经营活动有关的现金支出波动性较大，未来公司经营活动现金流表现具有不确定性。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流持续净流出，主要是下属子公司为地方财政局承担了一定的融资职能，相互之间的借款往来计入投资性活动所致。此外，公司自建了部分经营性物业也使得投资活动支出规模较大。公司对外筹资力度较大，当年公司筹资活动现金流净流入规模收仍较大。

总体来看，公司业务本身造血能力依旧较弱，公司经营活动对外部筹资的依赖性依旧较强。截至2019年末，公司主要委托代建项目和自营的扬旗广场二期项目尚需投入资金21.37亿元，且在建工程中其他经营性资产亦需要较大投入，公司未来面临较大的资金支出压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.10	0.92
销售商品、提供劳务收到的现金	90,365.74	76,762.54
收到的其他与经营活动有关的现金	143,086.13	256,014.40
经营活动现金流入小计	233,451.87	332,776.93
购买商品、接受劳务支付的现金	47,688.57	34,127.65
支付的其他与经营活动有关的现金	193,398.13	421,692.35

经营活动现金流出小计	260,020.64	479,127.63
经营活动产生的现金流量净额	-26,568.77	-146,350.70
投资活动产生的现金流量净额	-114,677.26	-129,006.51
筹资活动产生的现金流量净额	107,021.11	243,120.96
现金及现金等价物净增加额	-34,224.93	-32,236.25

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

2019年公司债务规模进一步上升，资产负债率持续提升，短期偿债能力进一步减弱

2019年公司负债总额进一步增至160.48亿元，但当年净资产减少至59.96亿元，综合影响下，产权比率增至267.65%，净资产对负债的保障程度进一步减弱。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,604,786.63	1,502,668.03
所有者权益	599,583.88	602,346.69
产权比率	267.65%	249.47%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司负债仍以非流动负债为主，占比64.28%。截至2019年末，公司短期借款账面价值为8.71亿元，较去年同比增长16.22%，其他应付款余额为26.17亿元，其中19.46亿元为往来款，主要欠款对象为淳安县财政局（6.32亿元）、淳安县土地收购储备中心（2.16亿元）和淳安县千岛湖新农村建设有限公司（1.89亿元）。由于10.38亿元长期借款进入还款期，2019年公司一年内到期的非流动负债同比增长62.68%至17.71亿元。

2019年末公司长期借款账面余额为15.59亿元，以抵、质押借款和保证借款居多，其中抵押物主要为土地使用权和房屋建筑物，质押物为公司旅游门票收费权和千岛湖景区门票未来10年分成收益。2019年公司成功发行淳安千岛湖建设集团城建发展有限公司2019年非公开发行项目收益公司债券（第一期和第二期）10.00亿元，当年末公司应付债券账面价值增至18.39亿元。长期应付款主要为专项应付款和融资租赁款，2019年末账面价值为68.54亿元，同比增长4.77%。

表13 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
短期借款	87,050.00	5.42%	74,900.00	4.98%
其他应付款	261,739.39	16.31%	319,607.02	21.27%
一年内到期的非流动负债	177,068.07	11.03%	108,846.05	7.24%

流动负债合计	573,247.30	35.72%	555,355.21	36.96%
长期借款	155,943.00	9.72%	166,695.00	11.09%
应付债券	183,939.56	11.46%	120,281.40	8.00%
长期应付款	685,485.97	42.72%	654,276.33	43.54%
非流动负债合计	1,031,539.34	64.28%	947,312.82	63.04%
负债合计	1,604,786.63	100.00%	1,502,668.03	100.00%
其中：有息债务	814,696.89	50.77%	642,139.29	42.93%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司有息债务增至81.47亿元，占总负债比重上升至50.77%，其中现金短期债务比进一步下降至0.40，考虑到公司货币资金中受限资金占比49.76%，公司实际短期偿债能力进一步削弱。2019年末公司资产负债率进一步上升至72.80%，公司杠杆经营水平进一步提高。2019年公司EBITDA利息保障倍数下降至1.12，有息债务与EIBTD比上升至17.52%，公司长期偿债能力亦有所减弱。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	72.80%	71.39%
现金短期债务比	0.40	0.47
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.15
有息债务/EBITDA	17.52	14.43

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

国有土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性，但2019年公司未对本期债券抵押土地的价值进行重新评估

为保证本期债券持有人的利益，公司为本期债券提供的抵押资产为位于淳安县的21宗国有土地使用权（详见附录二），土地登记用途为商住为主，土地面积合计土地证面积合计1,219,247.36平方米，使用权类型为出让，抵押登记手续已完成，抵押期限至2023年12月30日止。截至2019年末，根据万隆（上海）资产评估有限公司出具的资产评估报告（万隆19评报字（2013）第1254号）（估价基准日均为：2013年11月5日），上述 21 宗土地评估价值共计人民币224,080.80万元。但2019年公司尚未对本期债券抵押土地的价值进行重新评估，若抵押资产价值下降，将对本期债券的偿付能力造成影响。

七、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2020年6月24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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）对外担保情况

截至2019年末，公司对外担保金额合计21.60亿元，规模较大，占期末所有者权益比重为36.02%，被担保对象均为国有企业，均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表15 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	企业性质	担保金额	担保类型	担保到期日	是否有反担保措施
淳安县青溪新城建设投资发展有限公司	国有企业	20,000.00	保证担保	2020/05/23	否
淳安县青溪新城旅游文化发展有限公司	国有企业	140,000.00	保证担保	2024/03/29	否
杭州千岛湖高铁新区发展有限公司	国有企业	56,000.00	保证担保	2024/05/16	否
合计	-	216,000.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

淳安县旅游资源丰富，通过旅游资源带动第三产业的发展，2019年淳安县游客接待量和旅游经济总收入继续两位数增长，2019年实现地区生产总值254.50亿元，按可比价格计算，同比增长4.6%，其中第三产业增加值138.40亿元，增长6.2%，为公司发展提供了良好的外部环境，公司业务多元化程度较高，且千岛湖高铁的开通有利于公司旅游业务的发展，国有土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性。

同时我们也关注到，2020年预计新冠肺炎疫情将对公司旅游运营业务收入影响扰动明显，公司以代建工程和土地为主的存货以及在建工程占总资产比重较大，且受限资产规模较大，资产流动性较弱，公司代建项目和经营性在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大的资金压力，2019年公司资产负债率进一步增高，短期偿债能力进一步削弱，面临较大

的债务偿还压力；截至2019年末，公司对外担保金额增至21.60亿元，期末所有者权益比重为36.02%，且均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，维持本期债券信用等级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

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	104,875.47	86,892.91	123,811.10
其他应收款	300,224.45	332,514.38	100,162.75
存货	767,456.99	748,494.30	344,400.91
可供出售金融资产	166,206.12	150,720.32	152,036.85
投资性房地产	135,897.90	135,182.54	128,423.38
固定资产	184,022.05	156,231.11	148,828.02
在建工程	408,165.54	361,750.13	664,954.57
无形资产	53,429.30	71,754.27	71,200.30
总资产	2,204,370.51	2,105,014.72	1,766,483.38
短期借款	87,050.00	74,900.00	27,990.00
其他应付款	261,739.39	319,607.02	263,524.96
一年内到期的非流动负债	177,068.07	108,846.05	37,287.33
长期借款	155,943.00	166,695.00	60,570.00
应付债券	183,939.56	120,281.40	177,637.65
长期应付款	685,485.97	654,276.33	535,563.07
总负债	1,604,786.63	1,502,668.03	1,173,257.79
有息债务	814,696.89	642,139.29	418,299.26
所有者权益	599,583.88	602,346.69	593,225.59
营业收入	82,481.77	83,819.65	108,911.52
营业利润	5,986.27	10,801.00	24,793.84
净利润	2,836.10	7,855.15	16,651.64
经营活动产生的现金流量净额	-26,568.77	-146,350.70	140,448.88
投资活动产生的现金流量净额	-114,677.26	-129,006.51	-258,315.17
筹资活动产生的现金流量净额	107,021.11	243,120.96	119,227.10
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	61.30%	64.52%	45.87%
收现比	1.10	0.92	0.69
产权比率	267.65%	249.47%	197.78%
资产负债率	72.80%	71.39%	66.42%
现金短期债务比	0.40	0.47	1.90
EBITDA（万元）	46,514.04	44,487.98	45,505.05
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.15	2.18
有息债务/EBITDA	17.52	14.43	9.19

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
淳安千岛湖旅游集团有限公司	50,000.00	100.00%	旅游基础设施的投资建设、经营管理
浙江千岛湖景区旅游有限公司	11,448.31	30.93%	旅游景区开发建设、经营与管理
淳安千岛湖秀水街经营有限公司	600.00	100.00%	对秀水街的经营管理与服务、物业管理、旅游信息咨询
淳安千岛湖旅游集团投资管理有限公司	3,000.00	30.93%	投资管理
淳安县水利水电投资有限公司	10,000.00	100.00%	投资管理
淳安枫树岭水力发电有限公司	10,866.00	59.40%	水力发电
淳安千岛湖建设集团有限公司	80,000.00	100.00%	城市资产投资建设、经营管理
淳安县水务有限公司	10,000.00	100.00%	集中式供水生产和供应、城市给排水工程建设
淳安县交通发展投资集团有限公司	100,000.00	100.00%	交通基础设施投资建设、经营管理
淳安县交投建设工程有限公司	1,000.00	100.00%	公路建设
杭州千岛湖鳌山农业开发有限公司	5,000.00	61.54%	农作物的种植、销售
杭州千岛湖房地产开发有限公司	2,000.00	100.00%	房地产开发；销售：花卉（凭证经营）花卉种植、养护、租赁（凭证经营）；销售：文体用品、日用百货、五金交电、建筑装潢材料（不含油漆）
淳安县水务工程有限公司	2,000.00	100.00%	服务：市政公用工程施工总承包；土石方工程专业承包；管道工程专业承包；城市给排水工程专业承包；给排水工程专项设计（凭资质证经营）；销售及售后服务：给水排水设备及配件、小五金、日用杂品
淳安千岛湖建设集团城建发展有限公司	2,000.00	100.00%	城建基础设施的投资、建设、管理；实业投资；项目建设管理、咨询
淳安县交投工程项目管理有限公司	100.00	100.00%	服务：建设工程项目管理，工程咨询

杭州千岛湖千源彩色农业有限公司	1,000.00	100.00%	种植、销售:粮油作物、蔬菜、水果、茶叶, 服务:民宿管理, 农业休闲观光
淳安县汾杨实业投资有限公司	4,500.00	51.00%	实业投资, 土地整理, 酒店管理, 物业管理等

资料来源: 公司提供, 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	货币资金
有息债务	$1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分} + \text{短期借款}$

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。