



2015年淳安县新安江开发总公司企业债券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

评级总监：



2015年淳安县新安江开发总公司企业债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-28	2020-07-27

债券概况

债券简称: 15 淳安新开债/PR 淳新开

债券剩余规模: 2.2 亿元

债券到期日期: 2022-03-11

偿还方式: 按年付息, 在债券存续期的第 3-7 个计息年度末按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

增信方式: 国有土地使用权抵押担保

联系方式

项目负责人: 党雨曦
dangyx@cspengyuan.com

项目组成员: 朱磊
zhul@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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 月发行的企业债券（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 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：公司业务多元化程度仍较高，获得外部支持力度较大，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 年受疫情和汛情影响，公司旅游业务营收降幅较大，公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力，杠杆水平仍较高，存在较大的债务压力等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务多元化程度较高，为区域内重要的工程建设和旅游业务运营主体，业务具有一定的持续性，且能够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 年	2019 年	2018 年
总资产	236.96	220.44	210.50
所有者权益	96.61	59.96	60.23
总债务	78.11	81.47	64.21
资产负债率	59.23%	72.80%	71.39%
现金短期债务比	0.86	0.40	0.47
营业收入	7.27	8.25	8.38
其他收益	0.53	0.08	0.22
利润总额	0.53	0.59	1.31
销售毛利率	45.13%	61.30%	64.52%
EBITDA	3.97	4.65	4.45
EBITDA 利息保障倍数	0.86	1.12	1.15
经营活动现金流净额	11.61	-2.66	-14.64
收现比	1.17	1.10	0.92

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 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。

优势

- **公司业务多元化程度仍较高。**公司主营业务包括租赁、旅游、贸易和建设施工，业务多元化程度仍较高，有利于分散经营风险。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。此外，公司为淳安县建设施工业务的重要承接主体之一，截至 2020 年末，公司在手项目仍较多，未来业务收入具备一定的持续性。
- **公司获得外部支持力度较大。**2020 年公司作为淳安县重要的国有资产运营主体之一，政府继续给予公司较大的支持。2020 年公司在资产注入和政府补贴上收到大额补助，有效提升公司的利润水平。
- **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

- **2020 年受疫情和汛情影响，公司旅游业务营收降幅较大。**2020 年公司旅游收入同比大幅下降，主要系受疫情和汛情影响，千岛湖先后两次、共 34 天暂停接待游客，全年接待湖区游客 139.5 万人，处于低位。
- **公司整体资产流动性较弱。**2020 年公司总资产仍以存货和在建工程为主，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，2020 年末公司受限资产账面价值为 34.91 亿元，占总资产的 14.73%，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司在手项目较多，主要在建项目仍需要较大规模的资金投入，面临较大的资金压力。
- **公司杠杆水平仍较高，存在较大的债务压力。**截至 2020 年末公司总债务规模较大，占总负债的比重较高。EBITD 利息保障倍数持续下滑，存在较大的债务压力。

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2015年3月发行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12月末本期债券募集资金专项账户余额为1.10万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人和主营业务均未发生变更。截至2020年末，公司注册资本为100,000.00万元，实收资本为3,000.00万元，控股股东仍为淳安县国有资产投资有限公司（以下简称“淳安国投”），实际控制人为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”）。2020年由于工作变动，原公司董事余梅生不再担任公司董事职务；原监事会主席余中来不再担任监事会主席职务，原监事王亮不再担任公司监事职务。根据淳安县人民政府关于公司董事、监事的职务任免通知及公司股东决议，公司股东委派徐建胜任公司董事、彭方有任公司监事会主席、章德三任公司监事。

公司是淳安县重要的国有资产经营主体之一，主要从事建筑施工、旅游、租赁和贸易等业务，经营业务多元化。2020年纳入公司合并报表范围的一、二级子公司共19家，比上期增加2家，具体变化详见表1。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内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
淳安县农村饮用水管理有限公司	100.00%	1,000.00	水的生产与供应	投资设立
淳安县生态农业科技有限公司	100.00%	280.00	科技推广和应用服务	投资设立

资料来源：公司2020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

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、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

淳安县受疫情冲击明显，工业经济下滑较大，区域经济水平仍不高

2020年淳安县实现地区生产总值240.62亿元，按可比价格计算，同比下降4.8%，其中第一产业增加值38.42亿元，同比小幅增长0.6%；第二产业增加值62.43亿元，同比下降13.1%；第三产业增加值139.77亿元，同比下降0.7%。三次产业结构比由上年的15.0:30.6:54.4调整为16.0:25.9:58.1，第二产业比重较上年有所下降。2020年淳安县人均GDP为73,146元，是全国人均地区生产总值的100.97%，区域经济水平不高。

淳安县旅游经济持续发展，2020年全年共接待国内外游客1,928.52万人次，实现旅游经济总收入232.04亿元，受疫情影响增速较上年有所下滑。其中乡村旅游接待游客1,679.56万人次，实现乡村旅游收入16.86亿元，分别增长15.1%和17.1%。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。

淳安县区域生态地位重要，工业经济发展偏缓，2020年受疫情影响整体承压。2020年淳安县全年实现工业增加值37.92亿元，同比下降12.5%，其中规模以上工业增加值26.59亿元，下降17.1%。规模以上工业新产品产值下降38.6%；新产品产值率9.5%，比上年回落2.0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下降12.1%、12.6%、25.7%。

2020年淳安县固定资产投资持续下滑，同比下降7.4%，其中项目投资下降25.2%。按投资“4+1”结构看，交通投资下降40.0%；生态环境、城市更新和公共设施投资下降30.6%；高新技术产业投资下

降1.2%；民间项目投资下降31.8%；工业投资下降21.3%。从房地产领域来看，2020年淳安县地产投资高速增长。其中，房地产开发投资增长41.3%，房屋施工面积增长24.7%，房地产销售面积增长25.5%，商品房销售额增长18.9%。2020年全县存款余额增长4.1%，贷款余额增长14.7%，金融机构对实体经济的支撑力度较好。

表2 淳安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）	240.62	-4.8%	254.50	4.6%
第一产业增加值	38.42	0.6%	38.14	3.8%
第二产业增加值	62.43	-13.1%	77.96	2.6%
第三产业增加值	139.77	-0.7%	138.40	6.2%
工业增加值	37.92	-12.5%	-	-
固定资产投资	-	-7.4%	-	-7.8%
社会消费品零售总额	83.74	-0.3%	83.99	8.8%
进出口总额（亿美元）	1.85	-5.0%	1.94	1.3%
存款余额	394.92	4.1%	379.51	11.9%
贷款余额	357.66	14.7%	311.87	14.9%
人均GDP（元）		73,146		71,088
人均GDP/全国人均GDP		100.97%		77.54%

资料来源：淳安县 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年淳安县完成一般公共预算收入22.77亿元，同比增长8.0%。同期淳安县一般公共预算支出为76.68亿元，同比增长11.4%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为29.69%，财政自给率较低。

五、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。2020年公司主要收入来源为租赁、旅游、建筑施工和贸易业务，其中贸易系公司新增业务，主要贸易产品为原木。2020年公司收入降至7.27亿元，综合毛利率大幅下降至45.13%，主要系受疫情影响，高毛利的旅游业务收入大幅下降，以及公司新增盈利能力弱的贸易业务所致。

表3 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
建筑施工收入	9,001.19	36.23%	24,215.36	26.15%
贸易收入	15,985.37	2.43%	-	-

旅游业务收入	10,415.43	90.00%	25,803.25	89.20%
租赁收入	17,737.24	67.28%	12,032.94	82.98%
水力发电收入	5,700.16	31.91%	7,164.42	58.49%
自来水销售收入	2,711.71	3.34%	3,001.79	10.68%
污水处理收入	2,060.68	32.47%	2,270.86	25.41%
物业管理收入	1,498.30	53.97%	938.63	100.00%
酒店收入	306.20	91.28%	783.82	83.19%
房产销售收入	4,080.36	57.61%	705.41	2.73%
餐饮收入	139.20	49.31%	81.45	99.31%
其他	3,030.27	36.85%	5,483.85	81.04%
合计	72,666.13	45.13%	82,481.77	61.30%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有国家5A级景区千岛湖垄断经营权，但2020年受疫情和汛情影响旅游类业务营收规模降幅较大

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。

2020年公司旅游收入同比大幅下降59.64%至1.04亿元，主要系受疫情和汛情影响，千岛湖先后两次、共34天暂停接待游客，全年接待湖区游客139.5万人，较上年同比下降51.76%。利润水平方面，公司旅游业务2020年毛利率为90.00%，仍保持高位，具有较强的盈利能力。

2020年公司建设施工业务受政府结算安排影响，收入确认趋缓，但公司在手项目较多，业务具备一定的持续性，同时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，由淳安县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。

2020年公司建设施工收入较上年下滑62.83%，主要系受政府结算安排影响，收入确认趋缓所致。利

润水平方面，公司工程毛利率通常与项目类型、复杂程度等因素相关。由于公司承接项目多，类型复杂，毛利率有所波动，2020年建设施工业务毛利率上升至36.23%。截至2020年末，公司在手项目较多，业务具备一定持续性，但主要项目尚需投资19.19亿元，面临较大的资金压力。

表4 截至2020年末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	0.98
千岛湖第七小学	1.23	1.15
千岛湖镇截污纳管工程	2.91	1.60
慢生活休闲港	1.14	1.14
浪达岭高山之路改建工程	1.36	1.09
坪山污水处理厂	0.84	0.84
S302省道丰茂半岛连接线工程	6.59	6.10
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	14.32
千岛湖火车站至阳光路快速道工程	8.24	5.03
330国道淳安临岐至临安湍口段（淳安段）改建工程	5.34	3.09
合计	59.80	40.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，其中来自旅游集团、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等子公司的租赁收入规模较大，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。2020年，公司实现租赁收入1.77亿元，较去年增长47.41%。

表5 2020年公司主要租赁项目情况（单位：平方米）

年份	主要租赁项目	租赁面积
2020年	千岛湖购物广场	27,800
	林业大厦等商业大厦	22,400
	秀水街商业街	20,300
	千岛湖大排档	10,400
	中心湖区餐厅	3,000

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2020年末已投资14.32亿元，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的运营收益实现情况。

2020年公司新增贸易业务，收入规模较大但盈利能力很弱

2020年公司新增贸易业务，由公司本部运营，产品为原木，以国内市场为主。公司在确定采购需求后，经过协商与询价，确定供货方可以满足购买方的要素需求后，分别与供应商和下游客户签订采购及销售合同。公司原木产品的供应商以国有企业为主，下游客户以民营企业为主。结算方式均为货物交割完毕三个月内，以现汇方式支付全额货款。2020年公司实现贸易收入1.60亿元，毛利率为2.43%，盈利能力很弱。

公司继续获得外部支持，有效提升利润水平

公司作为淳安县重要的国有资产经营主体，公司在项目承接、资产注入、财政补助等方面继续获得地方政府的支持。资产注入方面，根据淳安县财政局、国有资产管理办公室（以下简称“国资办”）股权划转文件，因接收划拨鳌山农业等公司股权，资本公积增加35,787.66万元；根据淳安县财政局、国有资产管理办公室《关于财政拨入资金有关事项的函》，子公司淳安县交通发展投资集团有限公司、淳安县千岛湖建设集团城建发展有限公司将原财政拨入资金转入资本公积，增加35.29亿元；根据淳安县财政局、国资办的通知，各子公司接收划拨资产，资本公积合计增加30,126.96万元。财政补助方面，根据淳安县财政局《关于确认拨付淳安县交通发展投资集团有限公司财政补助的通知》，公司获得补贴5,000.00万元，计入其他收益，提高了公司的利润水平。

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2019年财务报表审计报告和经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计出具标准无保留意见的2020年财务报表审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司投资设立子公司淳安县农村饮用水管理有限公司和淳安县生态农业科技有限公司并纳入合并报表范围。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的一二三级子公司共19家，详见附录四。

资产结构与质量

2020年公司资产仍以存货和在建工程为主，公司往来款占比较大，对营运资金形成较大占用，整体资产流动性较弱

2020年公司总资产增长7.49%至236.96亿元，流动资产占总资产比重下滑6.34个百分点至48.91%。

2020年末，公司货币资金账面价值为17.35亿元，其中包括0.55亿元定期存单质押。公司其他应收款主要是公司与国有企业的往来款，2020年末账面价值为28.65亿元，较上年小幅下降但依然占总资产比重较高，对公司营运资金形成较大占用。其中包括淳安国投3.25亿元，浙江省千岛湖西南景区旅游有限

公司2.32亿元、杭州悦湖置业有限公司2.08亿元，前五大应收对象合计金融为10.20亿元，占其他应收款总额的35.12%。此外，公司一年以内的其他应收款占比大幅下降，公司计提坏账准备共计0.70亿元。

公司存货以在建工程项目和待开发土地为主，2020年末账面价值为67.25亿元，其中待开发土地账面价值为19.50亿元，较上年大幅下降41.22%，主要系根据政府部门安排，收回公司部分土地资产所致。公司土地主要为商住用地，均已办理土地证，尚有部分地块未缴纳土地出让金；在建工程项目账面价值为42.01亿元，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27.21亿元，占存货账面价值比重为40.46%，受限占比较高。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	173,476.95	7.32%	104,875.47	4.76%
其他应收款	286,459.77	12.09%	300,224.45	13.62%
存货	672,518.58	28.38%	767,456.99	34.82%
流动资产合计	1,158,930.89	48.91%	1,217,804.64	55.25%
可供出售金融资产	225,003.55	9.50%	166,206.12	7.54%
投资性房地产	136,335.61	5.75%	135,897.90	6.16%
固定资产	245,454.87	10.36%	184,022.05	8.35%
在建工程	472,144.00	19.93%	408,165.54	18.52%
非流动资产合计	1,210,648.26	51.09%	986,565.87	44.75%
资产总计	2,369,579.15	100.00%	2,204,370.51	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司可供出售金融资产为以成本法计量，在千岛湖旅游股份有限公司、杭州市杭黄铁路投资有限公司、淳安县交通投资有限公司等公司的权益投资，年末账面价值为22.50亿元，较去年同比增加35.38%，主要系公司新增对淳安县新农村建设开发有限公司、杭州千黄高速公路有限公司等公司的权益投资。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，2020年末账面价值为13.63亿元，该部分资产近年贡献较多收入及利润。其中，当年末投资性房地产中5.27亿元已用于借款抵押，占投资性房地产比重为38.66%。

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，2020年末账面价值为24.55亿元，较去年增长33.38%，主要系政府划转房屋建筑物及在建工程完工转入所致。当年末固定资产中1.88亿元用于借款抵押，占固定资产账面价值的比重为7.66%。2020年末公司在建工程账面价值为47.21亿元，较上年增长15.67%，主要为公司代建工程项目。此外，PR淳新开及16淳安养老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。

总体来看，2020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48.31%，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，2020年末公司受限资产账面价值为34.91亿元，占总资产的14.73%，公司整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司业务多元化程度仍较高，但受疫情影响营业收入有所下滑；新增贸易业务规模较大但拖累整体盈利能力；政府补助提升了利润水平

公司整体经营较为多元化，2020年公司新增贸易业务，现以旅游、建设施工、租赁和贸易为公司主要业务。2020年公司收入同比下降11.90%至72,666.12万元，主要系受疫情和汛期大水影响，千岛湖景区全年接待旅客较上年大幅下降，对旅游业相关收入均形成拖累。

利润水平方面，公司销售毛利率下降至45.13%，主要系受疫情影响，高毛利的旅游业务收入规模下降，以及新增贸易业务规模较大但盈利能力弱，拖累整体毛利率所致。2020年公司收现比较上年小幅上升至1.17。2020年公司获得财政补贴5,000.00万元，占当年利润总额的95.14%，提升了公司利润水平。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

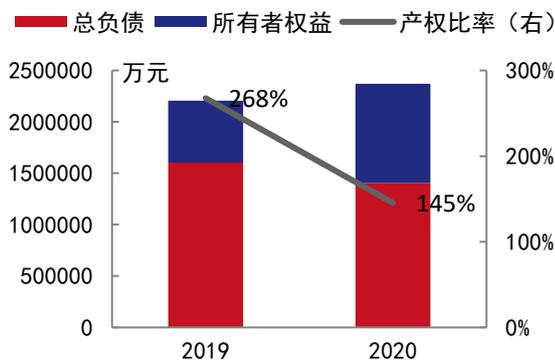
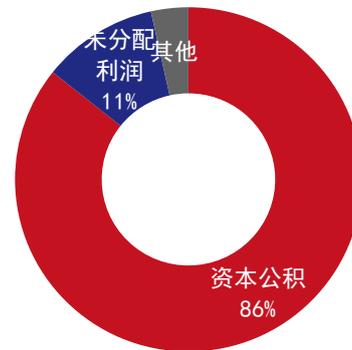
项目	2020年	2019年
营业收入	72,666.13	82,481.77
收现比	1.17	1.10
营业利润	4,789.47	5,986.27
其他收益	5,288.48	816.57
利润总额	5,255.14	5,851.17
销售毛利率	45.13%	61.30%

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

2020年公司债务规模有所下降，但杠杆水平仍较高，面临较大的偿债压力

2020年公司负债总额为140.35亿元，较上年下降12.54%；因公司将大量已完工项目财政拨入资金转作资本公积，当年所有者权益大幅增加61.12%至96.61亿元，故公司产权比率降至145.46%，净资产对负债的保障程度有所提升，但绝对水平依然较弱。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年 12 月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

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司负债仍以非流动负债为主，占比65.30%。截至2020年末，公司短期借款账面价值为7.03亿元，较去年同比下降19.19%。其他应付款余额为23.31亿元，其中13.08亿元为往来款，主要欠款对象为淳安县林业总场（7.30亿元）、淳安县土地收购储备中心（2.90亿元）、淳安县新农村建设开发有限公司（1.88亿元）和建信融通有限责任公司（1.00亿元）。2020年末一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款4.18亿元、一年内到期的应付债券3.58亿元和一年内到期的长期应付款5.38亿元。

2020年末因公司融资需要，长期借款账面余额为23.25亿元，较上年大幅增长49.11%，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。2020年公司成功发行淳安县新安江生态开发集团有限公司非公开发行债券（第一期）、（第二期）共20.00亿元，当年末公司应付债券账面价值增至34.69亿元。长期应付款主要为专项应付款和融资租赁款，2020年末账面价值为33.04亿元，同比下降51.80%，主要系大量专项应付款代建项目财政拨款转增资本公积所致。

表8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	70,347.63	5.01%	87,050.00	5.42%
其他应付款	233,086.36	16.61%	261,739.39	16.31%
一年内到期的非流动负债	131,339.69	9.36%	177,068.07	11.03%
流动负债合计	487,053.01	34.70%	573,247.30	35.72%
长期借款	232,533.00	16.57%	155,943.00	9.72%
应付债券	346,831.62	24.71%	183,939.56	11.46%
长期应付款	330,433.89	23.54%	685,485.97	42.72%
非流动负债合计	916,441.48	65.30%	1,031,539.34	64.28%
负债合计	1,403,494.49	100.00%	1,604,786.63	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末公司有息债务规模为78.11亿元，较上年末小幅下降4.13%，占总负债比重上升至55.65%。其中短期有息债务规模为20.17亿元，规模较上年有所下降，但占当期总债务的比重为25.82%，仍较高，存在较大的债务压力。

图3 公司债务占负债比重

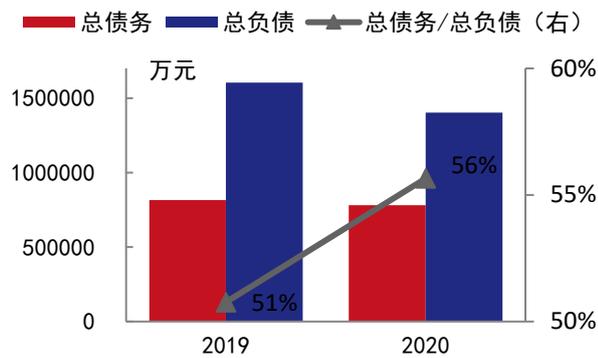
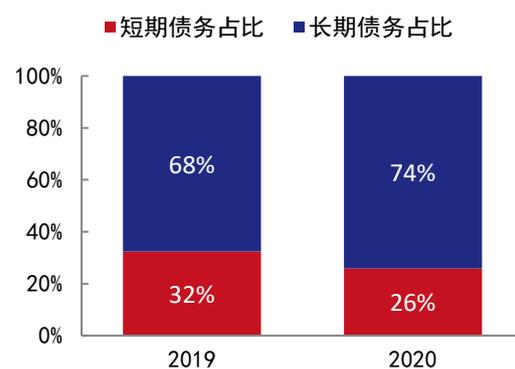


图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020 年末公司资产负债率为 59.23%，整体杠杆水平仍较高。2020 年末公司现金短期债务比升至 0.86，且货币资金受限规模较上年大幅减少，公司短期偿债能力有所提升，但绝对水平仍较弱。2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.86，对债务的保障有所减弱。总体来看，公司面临较大的偿债压力。

表9 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	59.23%	72.80%
现金短期债务比	0.86	0.40
EBITDA 利息保障倍数	0.86	1.12

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6月4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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年12月末，公司对外担保余额为6.20亿元，占同期期末净资产的比重为6.42%，公司对外担保对象均为地方国有企业，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表10 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
	20,000.00	2022.05.23	否
	5,000.00	2025.01.03	否
淳安县青溪新城建设投资发展有限公司	20,000.00	2023.07.01	否
	10,000.00	2024.03.29	否
	5,000.00	2024.04.01	否
淳安县姜家新农村建设有限公司	2,000.00	2021.07.14	否
合计	62,000.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性，但2020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，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2020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。截至2020年末，土地均已办妥抵押登记手续，无重复抵押，无未履行规定或约定的变更程序解除抵押的情况，土地证原件及他项权证原件均保存在公司。但2020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。截至2020年末，国有土地使用权抵押价值对本期债券剩余本息的覆盖倍数为961.80%，对本息的保障能力较好。

表11 跟踪期内公司抵押资产情况（单位：平方米、万元）

土地权证编号	使用权类型	地类用途	面积	评估值	入账价值
淳安国用(2013)第 8058 号	出让	商住	57,922.37	1,808.74	1,808.74
淳安国用(2013)第 8059 号	出让	商住	62,920.05	1,964.80	1,964.80
淳安国用(2013)第 8060 号	出让	商住	65,161.19	2,034.79	2,034.79
淳安国用(2013)第 8061 号	出让	商住	66,967.81	2,091.20	2,091.20
淳安国用(2013)第 8062 号	出让	商住	60,838.90	1,899.82	1,899.82
淳安国用(2013)第 8063 号	出让	商住	44,082.03	1,376.55	1,376.55
淳安国用(2013)第 8074 号	出让	商住	67,776.36	19,265.36	19,265.36
淳安国用(2013)第 8075 号	出让	商住	67,896.06	19,299.39	19,299.39
淳安国用(2013)第 8076 号	出让	商住	68,956.49	19,600.81	19,600.81
淳安国用(2013)第 8077 号	出让	商住	60,032.41	17,064.15	17,064.15

淳安国用(2013)第 8078 号	出让	商住	47,611.38	13,533.49	13,533.49
淳安国用(2013)第 8079 号	出让	商住	53,226.72	15,129.64	15,129.64
淳安国用(2013)第 8080 号	出让	商住	40,611.95	14,413.29	14,413.29
淳安国用(2013)第 8081 号	出让	商住	54,318.35	19,277.75	19,277.75
淳安国用(2013)第 8082 号	出让	商住	46,866.52	4,293.65	4,293.65
淳安国用(2013)第 8083 号	出让	商住	50,764.85	4,650.79	4,650.79
淳安国用(2013)第 8084 号	出让	商住	52,926.60	4,848.84	4,848.84
淳安国用(2013)第 8131 号	出让	商住	61,594.83	15,136.91	15,136.91
淳安国用(2013)第 8132 号	出让	商住	63,077.42	15,501.28	15,501.28
淳安国用(2013)第 8133 号	出让	商住	61,464.63	15,104.93	15,104.93
淳安国用(2013)第 8134 号	出让	商住	64,230.44	15,784.63	15,784.63
合计	-	-	1,219,247.36	224,080.80	224,080.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、结论

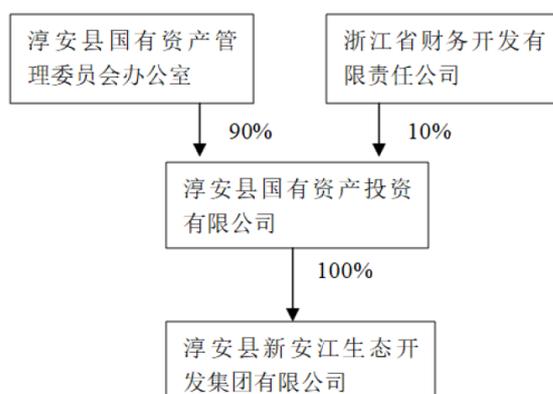
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）（单位：万元）

财务数据	2020年	2019年	2018年
货币资金	173,476.95	104,875.47	86,892.91
其他应收款	286,459.77	300,224.45	332,514.38
存货	672,518.58	767,456.99	748,494.30
流动资产合计	1,158,930.89	1,217,804.64	1,196,869.33
固定资产	245,454.87	184,022.05	156,231.11
在建工程	472,144.00	408,165.54	361,750.13
非流动资产合计	1,210,648.26	986,565.87	908,145.39
资产总计	2,369,579.15	2,204,370.51	2,105,014.72
短期借款	70,347.63	87,050.00	74,900.00
其他应付款	233,086.36	261,739.39	319,607.02
一年内到期的非流动负债	131,339.69	177,068.07	108,846.05
流动负债合计	487,053.01	573,247.30	555,355.21
长期借款	232,533.00	155,943.00	166,695.00
应付债券	346,831.62	183,939.56	120,281.40
长期应付款	330,433.89	685,485.97	654,276.33
非流动负债合计	916,441.48	1,031,539.34	947,312.82
负债合计	1,403,494.49	1,604,786.63	1,502,668.03
总债务	781,051.94	814,696.89	642,139.29
所有者权益	966,084.66	599,583.88	602,346.69
营业收入	72,666.13	82,481.77	83,819.65
营业利润	4,789.47	5,986.27	10,801.00
其他收益	5,288.48	816.57	2,245.94
利润总额	5,255.14	5,851.17	13,075.60
经营活动产生的现金流量净额	116,134.81	-26,568.77	-146,350.70
投资活动产生的现金流量净额	-74,221.67	-114,677.26	-129,006.51
筹资活动产生的现金流量净额	73,350.26	107,021.11	243,120.96
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	45.13%	61.30%	64.52%
收现比	1.17	1.10	0.92
资产负债率	59.23%	72.80%	71.39%
现金短期债务比	0.86	0.40	0.47
EBITDA（亿元）	3.97	4.65	4.45
EBITDA 利息保障倍数	0.86	1.12	1.15

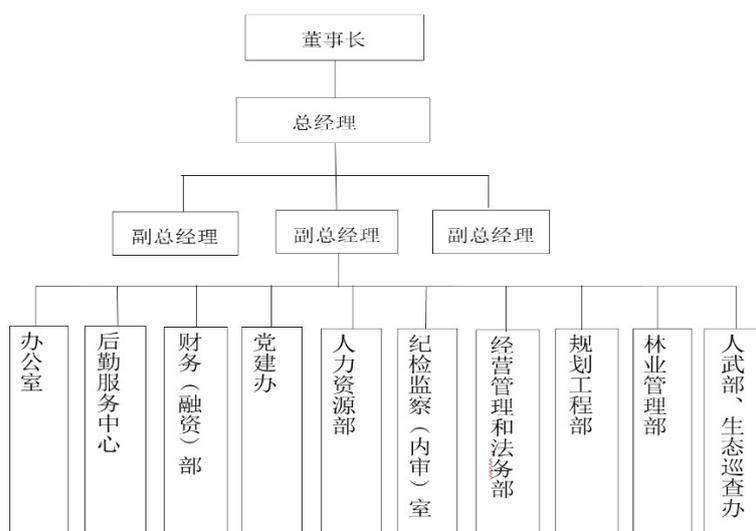
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



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 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020年12月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
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
淳安千岛湖农业发展集团有限公司	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、建筑装饰材料（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
淳安县农村饮用水管理有限公司	1,000.00	100.00%	水的生产与供应
淳安县生态农业科技有限公司	280.00	100.00%	科技推广和应用服务

资料来源：公司 2020 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。