

兰溪市国有资本运营有限公司 信用报告

评级

主体信用评级

长期主体评级

BBB

展望

稳定

债项评级

兰溪国运拟发行的境外债券

BBB

目录

关键评级因素	2
政府支持	3
浙江省政府、金华市及兰溪市政府的信用状况	4
经营状况	6
财务状况	9
流动性	9
债项评级	10
公司背景	10
评级分数摘要	11
相关评级方法论	11

联系我们

主分析师

姓名 哈穗民, CFA

职衔 资深董事

电话 +852 3615 8307

邮箱 vincent.ha@cspi-ratings.com

分析师

姓名 李龙, CFA

职衔 资深分析师

电话 +86 755 2348 3867

邮箱 leon.li@cspi-ratings.com

概述

- 中证鹏元国际已授予兰溪市国有资本运营有限公司（简称“兰溪国运”）国际刻度长期主体评级，等级为“BBB”，展望稳定。
- 兰溪国运由兰溪市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“兰溪国资办”）90%控股。公司是兰溪市最重要的基础设施建设与国有资产经营主体，主要从事兰溪市内的基础设施建设、安置房开发与例如交通运输、自来水供应和发电的公共服务。兰溪国运的主体评级是基于公司“b-”的独立信用评分 (SACP)，以及我们认为兰溪市政府在公司面临财务困境时，有极强的意愿为其提供额外支持的观点。
- 我们还向兰溪国运拟发行的无担保境外债券授予‘BBB’的债项评级。上述债券将构成发行人的直接和无条件债务，在任何时候彼此之间享有同等地位，且至少与发行人现时及未来的所有其他无担保债务享有同等地位。上述评级展望稳定。该债项评级是暂定的，并取决于我们对最终发行文件的审查。

评级展望

- 兰溪国运稳定的评级展望反映了我们认为兰溪市政府将保持稳定的信用状况，并且公司在参与兰溪市发展中将继续发挥战略性作用的预期。
- 出现以下情况时，我们将考虑下调兰溪国运的主体评级：1) 公司与兰溪市政府的关联性从现有基础上弱化；2) 兰溪市政府的财政实力显著恶化，或是其债务负担显著增加；3) 以及公司与兰溪市政府的业务往来减少，在兰溪市的国有资产管理与公共服务领域市场地位显著下降。
- 出现以下情况时，我们将考虑上调兰溪国运的主体评级：1) 兰溪市的经济和财政收入规模持续性改善；2) 公司对兰溪市政府的重要性显著增加；3) 以及公司的杠杆和财务状况显著改善。

财务摘要

表 1: 财务指标

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
债务/EBITDA	34.3x	46.8x	52.6x	47.8x	46.9x
EBITDA 利息保障倍数	0.6x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
债务资本比率	68.3%	66.2%	71.3%	72.4%	73.5%
经营活动产生资金/债务	1.7%	0.0%	0.9%	1.0%	1.1%
经营活动产生的现金流/债务	-14.3%	-33.3%	-5.1%	-3.4%	-3.2%
自由现金流/债务	-11.1%	-34.4%	-4.6%	-1.4%	-1.0%
EBITDA 利润率	38.0%	35.7%	36.3%	39.7%	40.5%
资本回报率	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%

来源：公司，中证鹏元国际估计

关键评级因素

正面因素

- **不仅是兰溪市基础设施建设蓝图的主要执行者。**兰溪国运是兰溪市最重要的投融资主体和国有资产运营平台，主要负责市内的基础设施建设、安置房开发与例如交通运输、自来水供应和发电的公共服务。因此，公司的运营失败将对兰溪市的发展进程产生重大影响，并将会损害其经济增长。我们评估，倘若兰溪国运发生财务困境，兰溪市政府将会愿意采取必要措施支持公司，确保市内经济发展不受影响。
- **长期以来的政府支持记录。**在2020年、2021年和2022年，兰溪国运分别获得各类政府补贴3.38亿元、4.53亿元和5.85亿元，超过公司该三年总净利润。另外，兰溪市政府还向兰溪国运进行注资、分配土地和资产，以支持公司的运营和发展。例如，兰溪国运的资本公积从2020年底的137.5亿元增长到2022年底的240.3亿元。我们相信，兰溪市政府将会继续支持公司做大做强，推进兰溪市基础设施建设与经济发展。
- **与政府的紧密联系。**兰溪国运由兰溪国资办90%控股，以总资产来衡量，公司是兰溪市最主要最大的国有企业。兰溪国运的董事、监事和高级管理团队都是由兰溪国资办批准委任，且公司在兰溪市内的大部分基础设施建设工程项目的交易对手方均为兰溪市政府的相关实体。以上因素均强化了兰溪市政府与兰溪国运之间的监督和协作。
- **兰溪市经济增长前景稳定，赤字压力较小。**兰溪市属浙江省辖县级市，由金华市代管，位于浙江省中西部。近年来，兰溪市经济持续增长，2022年实现GDP465亿元，在金华市下辖的9个区县中排名第五。由于兰溪市人口基数较小，2022年兰溪市人均GDP为80,458元，高于金华市人均GDP水平，且在金华市排名第二。兰溪市是一座典型工业城市，纺织、电力、冶金、水泥、医药、化工、机械为其七大主导产业，其中，纺织业是兰溪市传统优势主导和重要支柱产业。财政预算实力方面，兰溪市财政赤字维持在温和的水平，人均预算收入水平较高，财政收入规模相对较小。同时，我们测算其人均预算收入为22,555元，明显高于全国地方政府平均水平，显示兰溪市财政实力较强。

负面因素

- **高杠杆水平。**我们认为兰溪国运的杠杆率较高，在我们2021年至2025年的估计期间内，其平均的债务资本比率为70%。截至2022年底，公司的有息债务总额为442.7亿元，预计随着公司业务扩张和在建项目的延续，该数字将进一步增长。此外，相对于其债务水平，兰溪国运的EBITDA规模较小，我们估计公司在2021年至2025年期间的平均债务与EBITDA比率和平均EBITDA利息保障倍数分别为46倍和0.4倍。
- **盈利偏低，现金流较弱。**兰溪国运的毛利率较低，于2020起不到22%，因为公司的大部分代建、安置房和工程建设项目都是受兰溪市政府委托的，具有一定公益性质，且其印染加工、运输和供水等一些其他业务的利润率也较低或甚至为负利润。此外，工程建设项目的应收账款回收期较长，也导致经营活动的现金流疲软，预计兰溪国运的经营活动资金与债务的比率将在1%左右。

表2: 关键信用指标

(百万元人民币)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
财务状况和盈利能力					
收入	2,333.8	2,581.6	2,789.5	2,987.1	3,164.5
EBITDA	887.8	921.2	1,013.2	1,185.6	1,281.5
EBITDA 利润率	38.0%	35.7%	36.3%	39.7%	40.5%
资产收益率 (ROA)	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
资本回报率 (ROIC)	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
现金流量度量					
经营活动产生资金 (FFO)	502.6	8.2	461.2	589.2	636.7
经营活动产生的现金流 (OCF)	-4,336.5	-14,363.9	-2,695.6	-1,949.2	-1,930.7
自由现金流 (FCF)	-3,381.3	-14,827.8	-2,472.1	-803.7	-624.2
可自由支配现金流(DCF)	-3,444.4	-14,843.4	-2,487.1	-818.7	-639.2
资产负债表度量					
现金及流动性投资	6,426.8	7,141.0	9,283.5	9,886.1	10,516.6
盈余现金	4,223.5	4,321.5	6,456.9	7,054.6	7,680.6
总债务	34,646.4	47,475.9	59,772.6	63,772.6	67,772.6
调整后的债务	30,422.9	43,154.4	53,315.6	56,718.0	60,092.0
总资本化	50,700.2	71,760.9	83,888.5	88,047.8	92,229.3
杠杆度量					
债务/EBITDA	34.3x	46.8x	52.6x	47.8x	46.9x
利息保障倍数	0.6x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
债务资本比率	68.3%	66.2%	71.3%	72.4%	73.5%
经营活动产生资金/债务	1.7%	0.0%	0.9%	1.0%	1.1%
经营活动产生的现金流/债务	-14.3%	-33.3%	-5.1%	-3.4%	-3.2%
自由现金流/债务	-11.1%	-34.4%	-4.6%	-1.4%	-1.0%
可自由支配现金流/债务	-11.3%	-34.4%	-4.7%	-1.4%	-1.1%
债务/权益	189.5%	177.7%	221.1%	233.6%	245.7%
经营活动产生资金/现金利息费用	0.3x	0.0x	0.2x	0.2x	0.2x

来源: 公司, 中证鹏元国际估计

政府支持

兰溪国运之前身兰溪市六洞山旅游发展有限公司成立于1997年, 公司现由兰溪国资办作为其90%控股股东。兰溪国运作为兰溪市最重要的基础设施项目建设主体, 对兰溪市的基础设施建设和国有资产营运起着主导作用, 助力推进兰溪市的经济社会发展。我们评估认为兰溪市政府在兰溪国运面临财务困境时, 有极强的意愿为其提供额外支持, 反映出公司的信用评级和兰溪市政府的信用状况之间的密切联系。

兰溪国运对兰溪市基础建设起主导作用

兰溪国运定位为兰溪市最重要的基础设施建设与国有资产经营主体, 公司目前承担的重点建设项目包括何村等区块棚户区(城中村)改造、四好公路工程、香溪镇全域土地综合整治及生态修复工程等市内重点建设项目, 并负责营运市内公共交通、自来水与发电服务。因为兰溪国运及其子公司是兰溪市最重要的国有企业主体, 所以随着该市经济的不断发展及城市化水平的不断提升, 公司将迎来较好的发展机遇。

兰溪市政府对兰溪国运高级管理人员的任命以及决策的参与体现了公司与政府之间紧密的联系

兰溪国运的董事会和管理核心人员均由兰溪市人民政府批准委任, 因此兰溪市政府对公司的运营有较强的控制和影响。兰溪国运的重大经营计划、投资决策以及公司重组和资本注入等事宜须由兰溪市政府批准, 因此公司的运营与政府的主要职能高度交织。鉴于兰溪国运在推动兰溪市社会经济发展中扮演着不可或缺的角色, 我们认为公司与政府的关系可被视为一种可持续的关系。

浙江省政府、金华市及兰溪市政府的信用状况

浙江省政府

中证鹏元国际确认浙江省政府国际刻度的长期本外币主体评级'AA-'。浙江省的主体评级反映了浙江省强劲活跃的经济表现、优异的财政预算实力和良好的流动性状况，同时也考虑了其较高的债务率。评级展望稳定。相关新闻稿链接：<https://www.cspi-ratings.com/rating-actions/rating/20221109153922025.html>

浙江省强劲活跃的经济为长期发展注入持久动力。2022年浙江省人均地区生产总值（GDP）为118,496元，比上年增长2.2%，经济发展水平处于全国先进地位。同时，浙江省的经济增速在过去的几年里也维持在相对较高的水平。得益于消费、投资和国际贸易的复苏，2022年全省生产总值为77,715亿元，比上年增长3.1%。开放的营商环境有助于浙江省各类行业的发展，而浙江省经济的一大特征就是其民营经济展现的突出优势。该省的民营企业对工业增加值做出了重要贡献，并且私人投资占固定资产投资总额的比重越来越大，2022年民营经济增加值占全省生产总值的比重为67%。近年来，新动能持续引领浙江省经济增长。2022全年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占GDP的28.1%。其中，数字经济核心产业制造业增加值增长10.7%，增速比规模以上工业高6.5个百分点，拉动规模以上工业增加值增长1.7个百分点。我们认为，数字经济将为该省经济发展注入更多活力。

受益于该省强劲的经济和繁荣的土地市场，过去几年浙江省的财政赤字保持在相对较低的水平。税收收入在财政预算总收入所占比例最高，2022年达82.3%，表明该省财政自给能力较强。雄厚的财政预算收入基础和高效的税收有利于该省能够灵活有效地进行财政收支管理。经济逐步复苏带动财政收入增加的同时，政府能够控制预算支出增长。虽然2022年房地产市场表现欠佳使得土地出让减少，政府性基金收入同比有所下降，但由于支出端同样得到了一定控制，2022年浙江省的财政预算赤字水平为-18.2%，仍优于大部分省份。另外，经济繁荣发展和大量财政预算收入使得浙江省积累了可观的财政性存款规模，能够满足其未来两年的潜在流动性需求。除了该省较强的再融资能力和金融市场融资能力之外，日益增长的财政性存款可以作为直接、灵活的流动性来源。

良好的地方融资环境大大推动了浙江省的债务增长。据我们的测算该省的债务率也相对较高。据估算，2021年末浙江省的广义债务占预算收入比率和广义债务占GDP比率分别为200%和58%，高于大部分省级地区，而2022年浙江省的直接债务余额较上年增长亦达到约16%。过去几年，浙江省的债务增长速度相对较快，特别是以地方政府融资平台为载体背负了大量的债务。我们认为，偏高的债务率将对浙江省的整体债务管理构成一定压力。

金华市政府

金华是浙江省辖地级市，长江三角洲中心区城市，位于浙江省中部，东邻台州市，南毗丽水市，西连衢州市，北接绍兴市、杭州市。截至2021年底，金华市下辖2个区、3个县，代管4个县级市。金华市经济发展态势良好、财政预算实力较强且流动性充裕。另一方面，金华市债务负担较重。

金华市产业结构持续优化，经济发展态势良好。金华是浙江省四大都市圈之一，在全省一体两翼的区域发展新格局中具有重要战略地位。2022年，金华市GDP总量突破5,500亿元，达到5,562.47亿元，居全省第七。2023年1-6月，金华市GDP总量2,733.03亿元，同比增长7.0%，经济发展维持良好态势。金华市拥有众多传统优势产业，如纺织、服装、鞋帽等，同时，金华市近几年积极发展高新技术产业，经济增长新动能不断增强，产业结构持续优化。2022年，金华市新兴产业发展势头强劲，电气机械、汽车制造、计算机通信和医药制造产值分别增长64.9%、31.3%、13.2%和11.1%，合计对全市规上工业总产值增长贡献率达到116%。近年来，金华市抢抓新能源产业“风口”，现已基本形成新能源汽车、光伏两大标志性主导产业集群。此外，金华市正加快编制新能源产业高质量发展规划，围绕新能源汽车、光伏光电、氢能、储能等细分领域建圈强链，为当地经济高质量发展夯实产业根基。

金华市财政预算实力较强，且流动性充裕。近年来，金华市积极推进财政体制改革，提升财政资金使用效益，财政收入与支出从整体上看均实现较大幅度的增长。另外，金华市预算盈余率在近两年维持于较高水平，2021-2022年分别为-0.1%和-5.5%，显示其财政赤字温和。2022年，金华市预算收入1,607.5亿元，其中，国有土地出让收入724亿元，占预算收入的比重为45%，构成金华市预算收入的最主要来源。虽然金华市2022年预算收入受国有土地出让收入大幅减少所拖累，转为负增长，但预算收入总量依然可观，同时，我们测算其人均预算收入为22,555元，明显高于全国地方政府平均水平，显示金华市财政实力较强。

流动性方面，金华市财政性存款在近几年都保持在较高水平，对其债务利息支出能够提供充分保障。据我们测算，2023-2024年金华市平均财政性存款/利息支出的比率为486%，平均流动性覆盖率为188%，显示其流动性状况比较健康。

金华市整体债务负担相对较重。金华市债务规模在最近几年持续扩张，2022年，金华市直接债务规模达到1,379亿元，大致为2018年的两倍。据估算，金华广义债务规模（含抗疫特别国债）达到2,870亿元。据此，我们测算金华市2022年广义债务/预算收入为179%，广义债务/GDP为52%，显示金华市债务负担相对较重，债务规模相较于预算收入和经济体量而言偏高。

图 1: 人均预算收入 (人民币元)

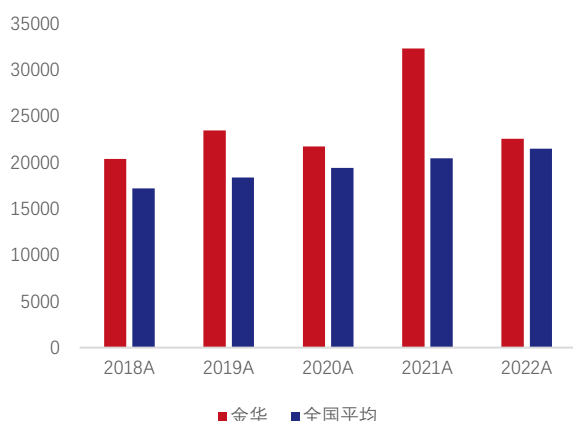
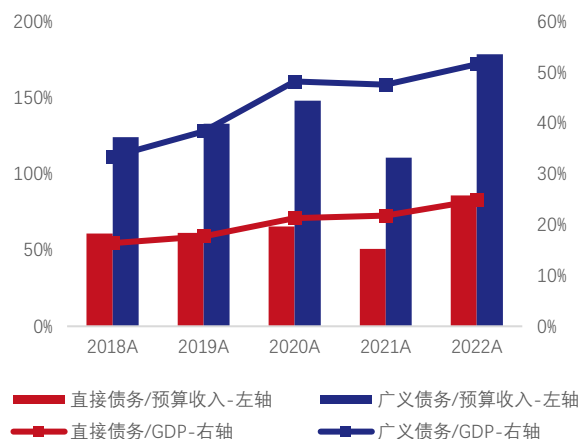


图 2: 债务与 GDP 和政府预算收入比率



来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际估计

来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际估计

兰溪市政府

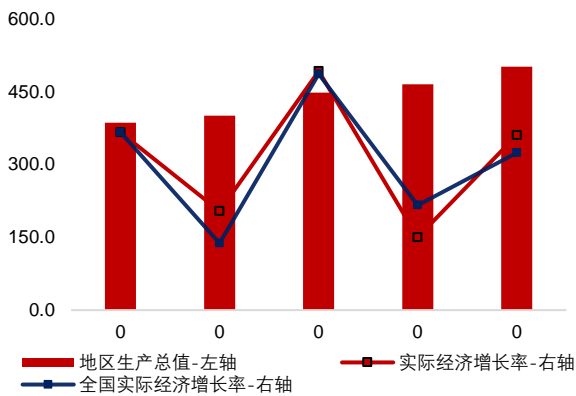
兰溪市属浙江省辖县级市，由金华市代管，位于浙江省中西部，地处钱塘江中游，金衢盆地北缘，总面积1,313平方公里。2022年末，兰溪市常住人口为57.8万人。

近年来，兰溪市经济持续增长，但经济体量较小，综合经济实力一般。2018-2022年期间，兰溪市GDP规模维持在500亿之下水平。2022年，兰溪市实现GDP465亿元，在金华市下辖的9个区县中排名第五，且与排名第四的永康市尚有260亿元的差距。由于兰溪市人口基数较小，其人均GDP表现尚可。据我们测算，2022年兰溪市人均GDP为80,458元，高于金华市人均GDP水平，且在金华市排名第二。兰溪市是一座典型工业城市，纺织、电力、冶金、水泥、医药、化工、机械为其七大主导产业，其中，纺织业是兰溪市传统优势主导和重要支柱产业。近年来，兰溪纺织业受疫情和国内外环境影响，产业发展面临一定的压力。同时，兰溪市在产业转型升级过程中，也存在投入不足、劳动力短缺等问题，进程较为缓慢。我们认为兰溪市经济增长新旧动能的转换仍需时间。

财政预算实力方面，兰溪市财政赤字维持在温和的水平，人均预算收入水平较高，财政收入规模相对较小，过去几年均维持在150亿元以下水平。2022年，兰溪市预算收入为134亿元，其中，地方一般公共预算收入为64亿元，政府性基金收入为69亿元，说明其财政收入对土地出让收入的依赖程度偏高。尽管如此，我们测算当年兰溪市人均预算收入为23,112元，高于中国地方政府平均水平，主要是因为该市人口规模较小。此外，近年来兰溪市财政收支相对平稳。我们估算兰溪市2021-2025年平均预算盈余率约为-5.7%，远高于全国平均值，说明其财政赤字负担较轻。2023年以来，兰溪市预算收入保持较快增长，因此，我们预计到2023年底该市依然能保持良好的预算盈余表现。另一方面，我们预计2023-2024年兰溪市财政性存款可能维持在20亿元左右，对其未来24个月内的流动性需求的保障程度较强，整体流动性状况比较健康。

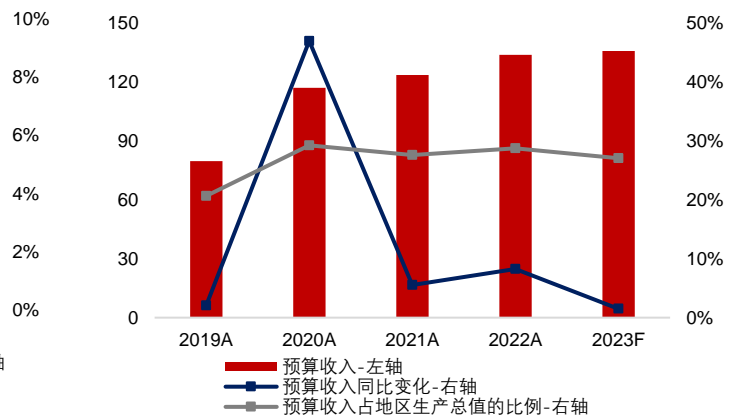
同时，我们也考虑到近年兰溪市债务规模扩张速度较快，对其经济发展及财政收入增长造成了较重的负担。2022年底，兰溪市政府直接债务为75亿元，较去年同期增长了24.1%。我们估算兰溪市广义债务（含抗疫特别国债）可能超过280亿元，相对于其较小的财政预算收入规模和经济规模，兰溪市的债务负担较重，且在未来几年内仍保持增长趋势。根据我们测算，2022年兰溪市广义债务/预算收入的比率为211%，广义债务/GDP的比率为61%，在中国地方政府中处于较高的债务率水平。我们预计未来几年内，兰溪市债务率水平仍将维持在高位，且相较于其经济增速，债务增长的速度偏高。

图 3: GDP 和实际 GDP 增速 (亿元人民币)



来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际估计

图 4: 政府预算收入 (亿元人民币)

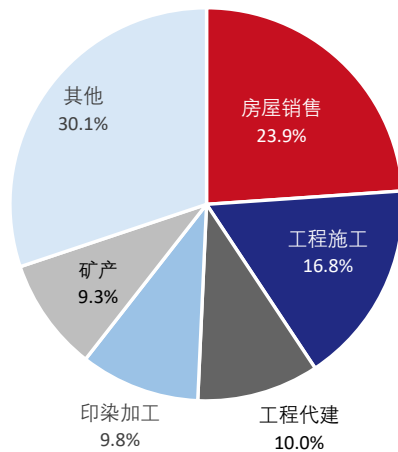


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际估计

经营状况

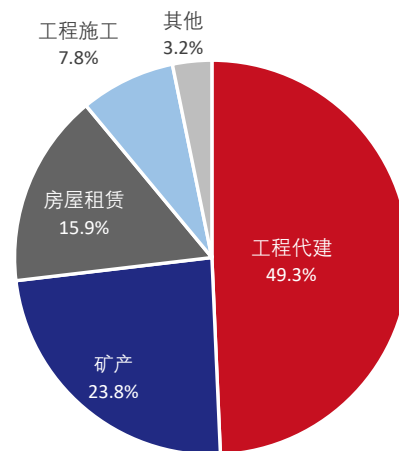
兰溪国运是兰溪市最重要的基础设施建设与国有资产经营主体，主要负责市内的基础设施建设、安置房开发与例如交通运输、自来水供应和发电的公共服务。公司涉及多个业务板块，我们将其划分为六大主要板块，分别为工程代建、房屋销售、工程施工、印染加工、矿产和其他板块。其他板块主要包括房屋租赁、公共服务和建材与其他商品销售贸易等。于2022年，这六大主要板块占兰溪国运的总收入的比率分别为10.0%、23.9%、16.8%、9.8%、9.3%和30.1%，占公司的总毛利率分别为49.3%、5.3%、7.8%、3.4%、23.8%和10.3%。工程代建业务为兰溪国运利润贡献最大的板块，其次是矿产业务。

图 5: 公司收入结构 (2022)



来源: 公司, 中证鹏元国际整理

图 6: 公司毛利结构 (2022)



来源: 公司, 中证鹏元国际整理

(i) 工程代建业务

兰溪国运是兰溪市核心的基础设施建设主体，负责市内的城市基础设施、道路基础设施与园区和水利基础设施的项目建设任务，公司工程代建业务主要由一级子公司兰溪市城市投资集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司和兰溪市兰创投资集团有限公司及其子公司负责，主要的项目委托方是兰溪市政府和其他隶属于县政府的国有企业。根据代建协议，兰溪国运的子公司负责筹集项目建设资金，并在每年或是完工后按照工程实际投资额与委托方进行验收结算，支付金额为工程实际投资额加成10-15%的代建管理费。按照不同的项目种类，兰溪国运会用工程代建费净额法或是总额法确认代建收入。

表3：截至 2023年3月末公司主要在建基础设施代建项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	累计投资额
何村等区块棚户区（城中村）改造	20.33	19.32
四好公路工程	10.50	8.87
香溪镇全域土地综合整治及生态修复工程	8.14	3.40
兰溪市钱塘江堤防加固工程	7.62	8.57
330 国道兰溪永昌至建德交界段改建工程	3.70	4.70
S314 省道兰溪马涧至石阜岭段整改工程	3.86	2.11
金华新兴产业集聚区兰溪上华至婺城琅琊公路工程	2.18	1.14
兰溪市城区防洪标准提升应急工程（西门城墙段）	1.18	0.77
兰溪市光膜小镇景观建设项目	0.80	0.87
金华至建德高速铁路（兰溪段）	1.55	0.35
东站广场地下停车场工程	2.61	0.74
合计	62.47	50.84

来源：公司，中证鹏元国际整理

表4：截至 2023年3月末公司主要拟建基础设施代建项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额
城市环线工程	30.00
经八路延伸工程	0.50
纬四路	0.12
经八路	0.50
经九路	0.09
李渔路北延工程	0.50
铁南路西延工程	0.50
万亩良田建设项目	3.54
合计	35.75

来源：公司，中证鹏元国际整理

兰溪国运的工程代建业务是公司其中一个主要的收入与毛利来源，于2020年、2021年和2022年的收入分别为8.63亿元、2.34亿元和2.59亿元，占公司同期总收入的26.0%、10.0%和10.0%。基于现有项目收入的逐步确认和新项目的开展，我们预期这板块的收入和利润将继续维持。

(ii) 房屋销售业务

兰溪国运的房屋销售业务包括安置房与商品房的开发、建设与销售，主要由二级子公司兰溪市溪西商圈开发建设有限公司、兰溪市安居房地产建设经营有限公司和兰溪市鸿业建设有限公司负责。

表5: 截至 2023年3月末公司主要安置房项目 (单位: 亿元)

项目名称	预计总投资额	累计投资额	已销售额
尚方居	10.93	10.93	0.71
尚品居	6.14	6.14	0.20
江宁居	4.89	4.89	2.30
鸿业新城花园	4.08	4.08	2.30
排岭安置房	3.69	3.69	2.32
城北安居苑工程	2.24	2.24	1.62
合计	31.97	31.97	9.45

来源: 公司, 中证鹏元国际整理

于2020年、2021年和2022年, 兰溪国运的房屋销售收入分别为10.92亿元、7.34亿元和6.17亿元, 占公司同期总收入的32.9%、31.5%和23.9%。

(iii) 工程施工业务

兰溪国运的工程施工业务 (包括公路养护) 属于市场化业务, 由具有工程施工的相关资质的二级子公司兰溪市顺达路桥工程有限公司和兰溪市通达公路护养工程有限公司负责。兰溪国运的施工项目来源主要通过公开招标获取, 并按照合同价格和项目完成进度确认收入。

表6: 截至 2023年3月末公司主要在建工程施工项目 (单位: 亿元)

项目名称	预计总投资额	累计投资额
欣旺达锂电产业园圆柱锂电池项目	18.80	1.37
欣旺达二期宿舍及人才公寓	8.00	5.17
兰创双牛机床功能部件智造产业园	6.00	0.72
马涧食品加工创业园	1.59	0.32
上芝园矿	4.00	2.75
合计	38.39	10.33

来源: 公司, 中证鹏元国际整理

于2020年、2021年和2022年, 兰溪国运的工程施工收入分别为1.40亿元、1.45亿元和4.33亿元, 占公司同期总收入的4.6%、6.2%和16.8%。

(iv) 印染加工业务

兰溪国运的印染加工产品为棉、麻、纤维素纤维辅毛、丝和化纤的深度加工, 公司的印染加工业务主要由二级子公司浙江兰创海神印染有限公司负责。

于2020年、2021年和2022年, 兰溪国运的印染加工收入分别为0.53亿元、1.55亿元和2.54亿元, 占公司同期总收入的1.6%、6.6%和9.8%。

(v) 矿产业务

兰溪国运的矿产业务主要包含水泥用灰岩和建筑用砂岩的开采与销售, 并主要由二级子公司兰溪市聚能矿业有限公司和兰溪市聚兴矿产资源开发有限公司负责。近年来, 矿产业务已经逐渐成为兰溪国运越来越重要的收入与毛利来源。

表7：截至 2022年末公司主要采矿权

矿山名称	开采矿种	年生产规模（万吨）
白坑东侧石灰岩矿	水泥用石灰岩	120
西山寺西侧石灰岩矿	水泥用石灰岩	120
鸟巢石灰岩矿	水泥用石灰岩	150
姚坞坪石灰岩矿	水泥用石灰岩	200
香溪镇竹丝岩矿	建筑用砂岩	800
合计		1,390

来源：公司，中证鹏元国际整理

于2020年、2021年和2022年，兰溪国运的矿产收入分别为3.47亿元、3.41亿元和2.40亿元，占公司同期总收入的10.4%、14.6%和9.3%。

(vi) 其他业务

兰溪国运的其他业务非常多元化，主要包括房屋租赁、建材与其他商品销售贸易、公共运输、供水和发电等业务。于2020年、2021年和2022年，兰溪国运的其他业务收入分别为8.28亿元、7.24亿元和7.78亿元，占公司同期总收入的24.9%、31.0%和30.1%。

财务状况

公司负债规模较大，财务杠杆率较高

兰溪国运的债务规模较大，我们测算公司截至2022年底的有息负债总额约为442.7亿元，我们预计，随着兰溪国运业务扩张和在建项目的延续，其债务规模在未来几年仍可能进一步增长。公司在2020-2022年期间平均的债务资本比率为66.0%，我们预计该比率在2023-2025年期间将会在70%以上。此外，与其债务规模相比，兰溪国运的EBITDA较低，2020-2022年期间的平均的债务/EBITDA比率为35.3倍，这意味着公司仅靠EBITDA来偿还债务余额显得较为困难。与此同时，兰溪国运在2020-2022年期间的平均的EBITDA利息保障倍数为0.6倍，表明公司的EBITDA不足够覆盖其利息支出。同样的，兰溪国运的经营活动产生的资金（FFO）较弱，2020-2022年期间，公司的平均经营活动产生的资金与债务比率仅为1.4%。展望未来，考虑到兰溪国运仍有持续的资本支出需求，我们预计其杠杆率指标不会有太大的改善，但我们认为公司债务率也不至于会显著恶化。

我们认为兰溪国运的债务结构为“中性”，因为公司的短期债务风险敞口有限，过去几年兰溪国运的短期债务占总未偿债务比率处于40%以下。公司银行贷款的利率风险主要来自浮动利率，但我们认为这不会给公司带来重大的利率风险，因为涉及浮动利率的债务都是基于基本贷款利率浮动。

盈利水平较弱

考虑到兰溪国运的利润和EBITDA有极大部分来源于政府补助，我们认为EBITDA利润率并不能很好的衡量公司的盈利水平，因此我们在综合考虑了EBITDA利润率和资本回报率之后，我们评估公司的盈利水平为弱。

兰溪国运收入和毛利主要来源于工程代建与安置房销售业务，由于这业务主要由政府授权开展，具有一定社会公益性质，因此这业务板块的毛利率不高。近年来，兰溪国运的政府补助波动较大，2022年公司获得的政府补助为5.85亿元，较三年前有显著的提升。受益于政府补助增加的正面影响，兰溪国运2022年EBITDA利润率从2020年的27.5%上升至35.7%。展望未来，假设公司业务板块变化有限，我们预计EBITDA利润率将相对稳定在36-40%左右。但是，考虑到兰溪国运业务属性偏向于基础设施投融资主体性质，我们认为资本回报率更能反映公司实际的盈利水平。考虑了政府补贴后，我们测算兰溪国运的资本回报率约为1.0%（2021年-2025年的加权平均），因此我们认为公司整体盈利水平偏低。

流动性

在考虑了兰溪国运的速动比率和现金流流动性比率之后，我们评估公司的短期流动性为相当弱。兰溪国运未来12个月的现金流流动比率估计为0.6倍，说明公司的现金流入不太足够应对未来12个月的现金流出。兰溪国运在2023年的现金支出预计约为

217亿元，其中大部分为短期债务偿还和利息相关支出。另一方面，若不考虑兰溪国运未使用的银行授信余额，公司在2023年的现金流入预计为45亿元，其中公司手头上的货币资金是接下来12个月现金流入的最大支撑。此外，剔除存货考虑后的速动比率也比较低（2024年估计为0.5倍），说明兰溪国运在剔除存货项目考虑之后，在履行短期负债方面将面临一些压力。在极端情况下，假如兰溪国运的短期债务在没有续期的情况下，我们认为公司目前手头的流动资金、经营活动产生的现金流入以及未使用的银行授信总和不一定能够偿还其所有的短期债务。但是考虑到截至2023年6月末公司未使用的银行授信额度为148亿元，我们认为政府的大力支持将有助于公司获得足够的额外银行贷款或资本注入，以满足其现金流出的需求。

在评估兰溪国运的流动性时，我们做了以下主要假设：

- 预计2023、2024年初现金和短期投资分别为71亿元、93亿元；
- 预计2023、2024年度经营活动产生的资金流入分别为4.6亿元、5.9亿元；
- 预计2023、2024年度运营资金流出分别为31亿元、25亿元流出；
- 预计2023、2024年度短期债务还本金额分别为170亿元、200亿元。

债项评级

中证鹏元国际向兰溪国运拟发行的，无担保的境外债券授予'BBB'的债项评级。该债券等同于兰溪国运的主体信用评级并且未进行任何级别调整。上述债券构成发行人的直接、一般、非次级、无条件及无抵押债务，在任何时候，各份债券彼此之间具有同等地位，且与发行人任何其他现有及未来的非次级及无抵押债务具有同等地位。该债项评级是暂定的，并取决于我们对最终发行文件的审查。

公司背景

兰溪国运之前身兰溪市六洞山旅游发展有限公司成立于1997年，兰溪国资办现在为公司的90%控股股东，另外浙江省财政厅实际全资控股的浙江省财务开发有限责任公司持有公司10%小数股权。兰溪国运是兰溪市最重要的基础设施建设与国有资产经营主体，主要从事兰溪市内的基础设施建设、安置房开发与例如交通运输、自来水供应和发电的公共服务。截止2022年度末，兰溪国运总资产为805.3亿元，净资产为274.9亿元。2022年公司实现总收入为25.8亿元。

评级分数摘要

经营状况	弱
行业和营运风险状况	弱
宏观环境风险	低
财务状况	ccc/ccc-
初步杠杆状况	ccc/ccc-
现金流变动	中性
债务结构和财务制度	中性
财务波动性	中性
投资	中性
最终杠杆状况	ccc/ccc-
盈利水平	弱
指引性信用得分 (ICS)	b-
调整因素	
公司结构和治理	中性
流动性	相当弱
补充分析	中性
独立个体信用评级 (SACP)	b-
外部支持	
母公司支持	不适用
政府支持	极强
主体评级 (ICR)	BBB

相关评级方法论

[《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）](#)

[《企业财务调整和比率定义》（2018年5月7日）](#)

[《政府相关实体评级方法论》（2018年8月31日）](#)

[《工商企业债项评级方法论》（2022年3月11日）](#)

方法论偏差

授予本评级时，评审委员会采用了不同的权重来评估获评级实体的杠杆状况，与我们的《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）中规定的权重有偏差。评审委员会认为，我们的《通用工商企业方法论》所规定的杠杆比率主要关注现金流杠杆，未能恰当地反映中国地方政府融资平台真正的财务杠杆风险（该风险应从资产负债表杠杆角度进行评估）。债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数、债务资本比率、经营活动产生资金/债务由30%、30%、20%、20%的初始权重修正为25%、25%、50%、0%的权重。

免责声明

委托评级——已披露但结果不受影响

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”、“我们”、“我们的”）以既定的方法和符合评级过程的方式发布信用评级和报告。有关政策、程序和方法的更多资料，请参阅本公司网站 www.cspi-ratings.com。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何数据的权利。

所有信用评级和报告都适用于免责声明和限制。信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能针对/反映任何证券的市场价值。我们认为信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。

信用评级只针对信用风险。本公司将信用风险定义为被评级对象可能无法履行其到期的合同和/或财务义务的风险。信用评级不能被认为是特定违约概率的事实，也不能作为违约概率的预测指标。信用评级构成了本公司信用评级审委会的前瞻性意见，包括对未来事件的预测，而这些预测在定义上不能作为事实来验证。

为了评级过程的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性资料。我们不会进行审计，也不会对评级过程中使用的任何数据进行尽职调查或第三方校验。发行人及其顾问需对其为评级流程所提供的数据准确性负最终责任。公司查阅了被评级对象或其有连系人士的账目及其他相关内部文件。公司已经根据既定的过程对评级过程中所采用数据的质素进行审查，并且信纳所采用数据的质素。

本公司信用评级的使用方应参考本公司网站上公布的评级符号和定义。等级相同的信用评级可能不能完全反映风险程度上的所有细微差别，因为信用评级是信用风险的相对度量。

本公司不对以任何形式对其提供的任何数据的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的数据所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本公司有权依据任何被本公司视为充分的理由，随时采取任何评级行动，并有权自行决定。信用评级的发布和跟踪取决于是否有足够的资料。

本公司的信用评级可能获得酬金，通常来自发行人、承销商或债务人。公司可根据要求提供费用表资料。

被评级对象参与信用评级过程。已向被评级对象或其有连系人士披露有关信用评级，以及在作出上述披露后，信用评级结果在发布前不作修订。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布信用评级和报告的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的信用评级和报告并非给处在使用此信用评级和报告可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

本信用评级是关于新发行的债务证券或优先证券，并且公司首次对该等证券作出评级。

由于本公司信用评级和报告产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2023 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。