

2022 年浙江国兴投资集团有限公司

公司债券

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

# 概述

编号:【新世纪债评(2021)011214】

评级对象: 2022 年浙江国兴投资集团有限公司公司债券

主体信用等级: AA<sup>+</sup>

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA<sup>+</sup>

评级时间: 2021 年 8 月 13 日

计划发行: 不超过 13.5 亿元

本次发行: 不超过 13.5 亿元

存续期限: 7 年

增级安排: 无

发行目的: 项目建设, 补充流动资金, 归还存量债务

偿还方式: 按年付息, 分次还本

## 主要财务数据及指标

| 项 目                  | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元          |        |        |        |                |
| 发行人母公司数据:            |        |        |        |                |
| 货币资金                 | 5.99   | 10.68  | 32.13  | 23.92          |
| 刚性债务                 | 55.32  | 93.12  | 114.32 | 113.10         |
| 所有者权益                | 81.63  | 87.48  | 88.18  | 88.76          |
| 经营性现金净流入量            | -6.87  | -11.48 | 9.38   | -6.09          |
| 发行人合并数据及指标:          |        |        |        |                |
| 总资产                  | 200.71 | 236.86 | 287.91 | 282.05         |
| 总负债                  | 98.86  | 131.23 | 179.34 | 172.94         |
| 刚性债务                 | 71.99  | 108.68 | 134.62 | 131.85         |
| 所有者权益                | 101.85 | 105.63 | 108.57 | 109.11         |
| 营业收入                 | 23.14  | 17.94  | 25.97  | 8.78           |
| 净利润                  | 3.28   | 3.37   | 3.10   | 0.53           |
| 经营性现金净流入量            | 1.79   | -15.35 | 16.28  | -4.42          |
| EBITDA               | 7.90   | 7.85   | 10.11  | —              |
| 资产负债率[%]             | 49.25  | 55.40  | 62.29  | 61.32          |
| 长短期债务比[%]            | 173.99 | 320.69 | 198.82 | 160.20         |
| 营业利润率[%]             | 15.34  | 17.64  | 13.88  | 6.81           |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%]       | 203.39 | 181.96 | 287.85 | 149.86         |
| 营业收入现金率[%]           | 135.94 | 113.15 | 175.52 | 42.60          |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -0.35  | -39.53 | 7.10   | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 1.39   | 1.70   | 1.36   | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.09   | 0.09   | 0.08   | —              |

注: 发行人数据根据国兴集团经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。其中因发生同一控制下企业合并事项, 2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数/上期数。

## 分析师

吴梦琦 wmq@shxsj.com

李 娟 lijuan@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势:

- 较好的外部环境。临安区地处杭州市西部, 较好的区域位置、便利的交通条件及丰富的自然资源促进了地区经济持续增长, 2017 年撤市设区后, 与杭州市的同城效应逐步强化, 可为国兴集团业务开展提供较好的外部环境。
- 业务地位较重要。国兴集团作为临安区城市基础设施建设的重要实施主体, 在保障房建设及棚户区改造等领域发挥重要职能作用。同时公司负责运营大明山景区, 具备专营优势。

### 主要风险:

- 土地及房地产市场波动风险。国兴集团经营业绩易受房产项目销售进度影响, 同时基建项目资金平衡主要依赖于土地出让, 公司主业资金回笼受区域土地及房地产市场影响较大。
- 债务偿付压力。国兴集团已累积较大规模的刚性债务, 而基础设施项目回款较慢, 面临一定债务偿付压力。
- 资金占用风险。国兴集团与临安区其他区属单位存在大额资金往来, 对公司资金形成占用。若回款不及时, 将对公司资金周转产生负面影响。

### 未来展望

通过对国兴集团及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析, 本评级机构给予公司 AA<sup>+</sup>主体信用等级, 评级展望为稳定; 认为本次债券还本付息安全性很强, 并给予本次债券 AA<sup>+</sup>信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2022 年浙江国兴投资集团有限公司公司债券

## 信用评级报告

## 概况

## 1. 发行人概况

浙江国兴投资集团有限公司（简称“国兴集团”、“该公司”或“公司”）成立于 2000 年 11 月，原名为临安市城建发展有限公司，是由临安市国有资产投资总公司（简称“临安国投总公司”）出资组建的国有公司，初始注册资本为 0.18 亿元。2001 年 6 月，经临安市人民政府（简称“临安市政府”）核准同意增加注册资本 0.456 亿元。2007 年 12 月，公司股权从临安国投总公司划至临安市国有资产监督管理委员会办公室（后更名为杭州市临安区人民政府国有资产监督管理委员会办公室，简称“临安区国资办”）。之后历经两次增资，公司注册资本金增至 15.60 亿元。2015 年 10 月，中国农发重点建设基金有限公司（简称“农发基金”）以 0.44 亿元对公司增资<sup>1</sup>，增资后持有公司 2.73% 股权。2015 年 12 月，根据《临安市政府融资平台整合工作方案》（临政函[2015]58 号），经临安市政府批准，同意将临安区国资办持有的公司 97.27% 股权无偿划转至杭州市临安区国有股权控股有限公司（简称“临安国控”）<sup>2</sup>。2016 年 3 月，国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）向公司增资 0.40 亿元<sup>3</sup>。2018 年 4 月公司更名为现名。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为 16.44 亿元（实收资本 19.44 亿元<sup>4</sup>），由临安国控持股 94.8987%（注册资本口径），实际控制人为杭州市临安区国有资产管理服务中心（简称“临安区国资中心”）。

<sup>1</sup> 2015 年 10 月，根据临安区国资办（更名后）、国兴集团及农发基金签订的投资合同，农发基金以 0.44 亿元对该公司增资，款项用于临安锦桥区棚户区改造及综合配套工程项目建设。合同约定：本次投资期限 10 年，公司每年以分红形式进行付息，第 1-7 年每年需要支付 52.63 万元，投资期最后三年需要支付利息合计 78.69 万元，共需支付利息 447.09 万元；农发基金投资的本金 0.44 亿元，将由临安区国资办于 2022-2025 年每年 10 月分次回购。

<sup>2</sup> 临安国控成立于 2015 年 5 月，是临安市政府批准设立，由杭州市临安区国有资产管理服务中心履行出资人职责的国有独资公司，注册资本为 7 亿元。根据临安市平台整合方案，临安市政府批准新设立临安国控和临安市金融控股有限公司，形成“市国资办—市国控公司—市直属公司—子公司”的四级国资投资体系。目前包括该公司在内的 4 家市直属国有公司股权已划转至临安国控。

<sup>3</sup> 2016 年 3 月，国开基金以 0.40 亿元对该公司增资，增资款用于临安市污水处理二厂一期工程资本金，投资收益率为 1.2%，投资期限 10 年。2018 年 4 月临安区属另一家国有企业杭州市临安区国有资产投资控股有限公司已提前回购该部分股权。

<sup>4</sup> 超出注册资本金的 3.00 亿元为临安市万兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“万兴基金”）出资款，尚未办妥工商变更手续。万兴基金系由万向信托有限公司、杭州兰藤投资有限公司和该公司分别出资 24 亿元、0.003 亿元和 6 亿元采取有限合伙的形式设立的股权投资基金。根据增资扩股协议约定，万兴基金拟向公司增资 30.003 亿元，增资款用于临安区域内基础设施项目和公共服务项目等政府投资项目，因增资款尚未完全到位，公司尚未与万兴基金就投资收益率和回报机制等条款进行书面约定。截至 2021 年 3 月末，到位资金为 7.5 亿元，其中 3 亿元已计入实收资本，尚未完成工商变更登记，剩余款项计入资本公积。

该公司是临安区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，目前主要负责临安区保障房建设及棚户区改造任务，同时涉及房地产开发、景区旅游、矿产开发等业务。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

该公司拟申请发行本次公司债券事项已经董事会决议通过及股东批复同意。本次债券拟发行规模不超过 13.5 亿元，同时设置了本金提前偿付条款，即在债券存续期的第 3 个至第 7 个计息年度末分别按照发行总额的 20% 等额偿还债券本金。本次债券募集资金中 6.20 亿元拟用于项目建设，3.24 亿元拟用于偿还 2021 年到期的企业债券本息，4.06 亿元拟用于补充公司营运资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

|         |                                                                            |
|---------|----------------------------------------------------------------------------|
| 债券名称:   | 2022 年浙江国兴投资集团有限公司公司债券                                                     |
| 总发行规模:  | 不超过 13.5 亿元人民币                                                             |
| 本次发行规模: | 不超过 13.5 亿元人民币                                                             |
| 本次债券期限: | 7 年                                                                        |
| 债券利率:   | 固定利率                                                                       |
| 定价方式:   | 按面值发行                                                                      |
| 偿还方式:   | 按年付息，分次还本，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末分别按照债券发行总额的 20% 等额偿还债券本金。最后五期利息随本金的兑付一起支付。 |
| 增级安排:   | 无                                                                          |

资料来源：国兴集团

### (2) 募集资金用途

#### A. 项目建设

该公司拟将本次债券募集资金中 1.89 亿元用于余村三产地块保障房，2.14 亿元用于余村西侧地块保障房，1.72 亿元用于大明山游客中心建设，0.45 亿元用于大明山停车场建设，项目已获相关部门批准。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况

| 项目名称        | 批准机关（文号）                                                                                                                               | 建设周期（年）   | 总投资（亿元） | 拟使用募集资金（亿元） |
|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|---------|-------------|
| 余村三产地块保障房项目 | 经杭州市临安区发展和改革局出具的临发改投[2019]189 号批复；经杭州市规划和自然资源局临安分局出具的浙（2020）临安区不动产权第 0002690 号批复；经杭州市规划和自然资源局出具的建设工程规划许可证（建字第 330185201900300 号）等。     | 2019-2023 | 4.51    | 1.89        |
| 余村西侧地块保障房项目 | 经杭州市临安区发展和改革局出具的临发改投[2019]007 号文批复；经杭州市规划和自然资源局临安分局出具的浙（2019）临安区不动产权第 0025785 号文批复；经杭州市规划和自然资源局出具的建设工程规划许可证（建字第 330185201900069 号）批复等。 | 2019-2022 | 3.07    | 2.14        |
| 大明山游客       | 经杭州市规划和自然资源局临安分局出具的浙                                                                                                                   | 2020-2022 | 2.47    | 1.72        |



| 项目名称     | 批准机关（文号）                                                                                                          | 建设周期（年）    | 总投资（亿元） | 拟使用募集资金（亿元） |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|---------|-------------|
| 项目       | （2019）临安区不动产权第 0017852 号文批复；经杭州市临安区发展和改革局出具的浙江省企业投资项目备案（赋码）信息表批复；经杭州市规划和自然资源局出具的建设工程规划许可证（建字第 330185201900068）批复等 |            |         |             |
| 大明山停车场项目 | 经杭州市临安区发展和改革局出具的浙江省企业投资项目备案（赋码）信息表批复；经杭州市规划和自然资源局出具的建设用地规划许可证（地字第 330185201900237）文批复等                            | 2020 -2022 | 0.65    | 0.45        |
| 合计       | —                                                                                                                 | —          | 10.70   | 6.20        |

资料来源：国兴集团

### ■ 余村三产地块保障房项目

该项目主要建设内容为住宅建筑、配套用房、地下室、道路及绿化等。项目总建筑面积 9.76 万平方米，其中住宅 6.26 万平方米、拟安置户数 548 户，设置机动车停车位 689 个，非机动车停车位 1066 个。项目计划总投资 4.51 亿元，其中项目资本金 1.35 亿元，拟通过本次债券筹集资金 1.89 亿元，剩余拟通过银行贷款筹集。项目计划建设期为 2019-2023 年，截至 2020 年末已投资 0.72 亿元。该项目收入来源于安置小区住宅出售收入、地下车位出售收入。根据临安区限价期房购房办法，项目拆迁安置房单价 7500 元/平方米，考虑到公司对项目实施主体持股比例 60%，按持股比例计算预计住宅出售总收入 2.82 亿元。根据周边市场价，预计地下车位单价为 15 万元/个，该项目地下车位 665 个，考虑到公司对项目实施主体持股比例 60%，按持股比例计算预计地下车位销售收入约 0.6 亿元。扣除税金及附加、营业成本后债券存续期内项目净收益 2.92 亿元，可覆盖项目按持股比例计算的总投资（2.70 亿元）。

### ■ 余村西侧地块保障房项目

该项目主要建设内容为住宅建筑、配套用房、地下室、道路及绿化等。项目总建筑面积 6.32 万平方米，其中住宅 4.44 万平方米，总安置户数 386 户，另设机动车位 478 个。项目计划总投资 3.07 亿元，其中项目资本金 0.92 亿元，剩余资金拟通过本次债券募集资金筹集。项目计划建设期为 2019-2022 年，截至 2020 年末累计已投资 0.80 亿元。该项目收入来自安置小区住宅房出售收入、地下车位出售收入。根据临安区限价期房购房办法，安置房单价 7500 元/平方米，预计住宅房出售总价 3.33 亿元。根据周边市场价，预计地下车位单价为 15 万元/个，该项目共计地下车位 461 个，预计可实现地下车位销售收入 0.69 亿元。扣除税金及附加、营业成本后项目净收益 3.43 亿元，可覆盖初始总投资。

### ■ 大明山项目

本次债券募投项目大明山项目涉及大明山游客中心项目和大明山停车场项目两个子项目。大明山游客中心项目拟新建大明山景区游客服务中心，项目

占地面积 3.33 万平方米，其中一期项目占地 2.25 万平方米，二期项目占地 1.08 万平方米；项目总建筑面积 4.33 万平方米。该项目计划总投资 2.47 亿元，其中项目资本金 0.74 亿元，剩余资金拟通过本次债券募集资金筹集。项目计划建设期为 2020-2022 年，截至 2020 年末累计已投资 0.42 亿元。大明山景区目前每年最多可接待国内外游客 60 万人次左右，该项目完工后景区可接待游客预计达 100 万人次左右，预计项目运营期第一年可新增接待游客 10 万人次，在运营期内（2023-2037 年）目标每年增加 2.5 万人次。

该项目增量收入主要来自景区门票收入、景区交通收费收入、索道收费收入、滑雪场收入、商品销售收入和餐饮及住宿费收入等。其中目前景区门票收费标准 88 元/人，结合上述项目建成后每年预计增量游客人数测算，运营期预计可实现景区门票增量收入 3.56 亿元；景区交通收费标准为 25 元/人，结合上述项目建成后每年预计增量游客人数测算，运营期内预计可实现景区交通增量收入约 1.01 亿元；索道收费标准为 80 元/人，结合项目建成后预计每年增量游客人数，运营期内预计可实现索道增量收入约 3.24 亿元；目前滑雪场收费标准 300 元/人，运营期前 3 年按照目前收费标准执行，此后每 3 年增长 50 元/人，并结合项目建成后每年增量游客人数测算，运营期内预计可实现滑雪增量收入约 17.25 亿元；项目运营初期商品销售按人均消费 80 元测算，考虑到经济增长因素，合理预计每 3 年人均消费增加 10 元，结合项目建成后每年增量游客人数测算，运营测算期内可实现商品销售增量收入约 4.26 亿元。项目运营初期餐饮及住宿按人均消费 100 元测算，考虑到经济增长因素，合理预计每 3 年人均消费增加 50 元，结合项目建成后每年增量游客人数（预计 20% 的游客产生此类消费）测算，运营期内预计可实现餐饮及住宿增量收入约 1.83 亿元；另有研学基地收入 1.22 亿元、停车费收入 0.22 亿元。根据上述估算，该项目在运营期内（2023-2037 年）可获得运营收入合计约 32.59 亿元。扣除各项成本及税费后项目净收益 17.72 亿元，可覆盖初始投资。

大明山停车场项目拟新建大明山景区游客服务中心停车场等基础设施配套，项目占地面积 62.73 亩，项目计划总投资 0.65 亿元，其中资本金 0.20 亿元，剩余资金拟通过本次债券筹集。项目计划建设周期 2020-2022 年，截至 2020 年末已累计投资 0.16 亿元。大明山停车场项目作为大明山游客中心项目的配套项目，亦按照前述运营期内景区年游客接待人次估算值作为收入测算依据。项目收入主要来自停车费收入、洗车收入和车辆充电桩充电收入。项目景区停车费按照目前收费标准为私家车 18 元/辆，旅游大巴 30 元/辆，结合景区每年接待游客人数（预计散客占比 60%，按 3 人乘坐一辆私家车测算；旅游团占比 40%，按 30 人乘坐一辆大巴车测算），经测算，运营期内可实现停车费收入约为 0.52 亿元。项目洗车费用仅考虑私家车洗车收费，运营初期按照目前收费标准即 30 元/辆，考虑经济增长因素，预计收费每 3 年增长 10 元/辆，且预计 30% 的游客有洗车需求。结合上述测算标准，运营期内项目可实现洗车收入约 0.40 亿元。车辆充电桩充电收费按照收费标准 96 元/辆测算，且预计 40% 的游客有充电需求。运营期内项目可实现车辆充电桩充电收入约为 1.00 亿元。项目在运营期内（2023-2037 年）可获得运营收入合计约 1.93 亿元。扣除各项运



营支出及税费后，项目净收益 0.65 亿元，基本可覆盖初始总投资。

#### B. 偿还存量债务

截至 2021 年 3 月末，该公司刚性债务总额为 131.85 亿元。公司拟将本次债券募集资金中 3.24 亿元用于偿还 2021 年到期的企业债券本息。

#### C. 补充营运资金

近年该公司在房地产开发、景区运营管理及安保人员工资薪酬等方面存在支出需求。公司拟将本次债券募集资金中 4.06 亿元用于补充公司营运资金。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2021 年以来，随着疫苗接种持续推进，全球经济不断恢复，发达与新兴国家间表现分化，全球的通胀风险明显上升；部分新兴经济体率先加息、美联储货币政策宽松力度减弱，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战；中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续平稳恢复，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，在疫苗接种持续推进及宽松政策的支持下，全球经济不断恢复，发达经济体修复节奏明显快于大多数新兴经济体，全球的通胀风险明显上升。高物价、资本外流与货币贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下加息，美联储货币政策宽松力度也有所减弱，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持平稳恢复，内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价上涨压力总体可控，就业形势稳定。规模以上工业企业增加值保持较快增长且高技术制造业表现强劲，工业企业的经营效益修复良好但面临的成本上升压力较大，而小型企业及部分消费品行业生产活动仍有待加强。消费增速离正常水平的差距进一步缩小，消费升级类商品零售增长相对较快，餐饮消费依然偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资温和增长，制造业投资

稳步恢复；出口贸易延续强势的同时增速有所回落。人民币汇率在经历大幅升值后逐步调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行实行灵活精准的稳健货币政策，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，推进绿色金融发展和坚持发展普惠金融，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速放缓。金融监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续平稳恢复：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望持续恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落将导致房地产开发投资增速放缓但韧性不减，基建投资表现预计平稳；在外需恢复的支持下出口贸易延续强势表现但持续的时间将取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## （2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情影响，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背



景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议确



定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），进一步明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出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。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020年12月，中央经济工作会议指出2021年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021年3月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

### （3）区域经济环境

临安区为杭州市下辖区，整体经济实力在杭州市各区内排名相对靠后，但依托较优越的地理位置与丰富的自然资源，近年临安区经济实现平稳较快增长；得益于撤市设区以及杭州地铁16号线开通，临安区与杭州市的同城效应不断强化，近年来房地产及土地市场景气度持续提升。

临安原为杭州市行政管辖内的县级市，位于杭州市西部，土地面积3119平方公里，下辖5个街道13个镇，2017年8月，经国务院（国函〔2017〕102号）批复同意，临安撤市设区，维持原行政区域不变。临安区境内有太湖和钱塘江两大水系的源头，拥有天目山、清凉峰两个国家级自然保护区、青山湖国家森林公园以及大明山、浙西大峡谷等风景名胜区，森林覆盖率高，自然资源丰富，生态环境较好。同时，临安区区位优势明显，与杭州市余杭区相邻，距黄山市128公里、距上海市258公里，处在杭州至黄山的旅游线上，杭徽高速公



路贯穿全境，交通便捷，且杭州到临安城际铁路（地铁 16 号线）已于 2020 年开通，临安与杭州的同城效应进一步强化。根据《杭州市临安区 2020 年第七次人口普查主要数据公报》，截至 2020 年 11 月 1 日零时，全区常住人口 63.46 万人，较 2019 年末常住人口核算数多增 3.86 万人，城镇化率为 59.31%。

依托较优越的地理位置与丰富的自然资源，近年来临安区经济实现平稳较快增长。2018-2019 年全区地区生产总值分别为 539.63 亿元和 572.94 亿元，同比增速维持在 7% 以上。2020 年全区服务业受疫情冲击影响较大，但工业经济实现逆势较快增长，是全区经济增长的重要支撑，2020 年全区实现地区生产总值 600.41 亿元，同比增长 3.5%；其中第一、第二和第三产业分别实现增加值 46.01 亿元、280.05 亿元和 274.35 亿元，同比分别增长 0.1%、5.3% 和 1.8%；三次产业结构比由 2019 年的 8.0:44.9:47.1 调整为 2020 年的 7.7:46.6:45.7。横向比较，2020 年临安区经济规模居杭州市下辖 13 个区（县、市）第 10 位；经济增速低于全市水平 0.4 个百分点；按第七次人口普查的常住人口数据计算，全区人均地区生产总值为 9.46 万元，略低于全省同口径平均水平（10.01 万元）。

临安区已形成以文化创意、旅游休闲、金融服务、电子商务、信息软件、先进装备制造业、物联网、生物医药、节能环保、新能源十大产业为主的发展格局。工业方面，除重点发展装备制造业、生物医药、新能源等高端制造体系外，还培育了电线电缆、绿色照明、装饰纸、五金工具、坚果炒货等特色块状产业链。2020 年，全区规模以上工业企业 602 家，实现规模工业总产值 974.20 亿元；完成规模工业增加值 183.37 亿元，同比增长 9.5%，较 2019 年逆势回升 0.7 个百分点，对当年 GDP 增长的贡献率达 81.5%；高新技术产业增加值占规模工业增加值的 79.0%，同比提高 8.9 个百分点。旅游方面，全区拥有大明山、天目山等 6 个 4A 级景区，2020 年全区旅游接待游客 1719.40 万人次，实现旅游综合收入 200.07 亿元，同比分别下降 13.3% 和 16.1%，受疫情影响较严重。

固定资产投资是拉动临安区经济增长的重要驱动力。2018-2020 年全区固定资产投资增速分别为 11.2%、30.2% 和 24.5%，增速维持在高位。从投向领域看，2020 年全区完成房地产投资 278.01 亿元，同比增长 45.2%；高新技术产业投资和工业投资分别增长 28.6% 和 9.3%；交通投资、项目民间投资、生态环境和公共设施投资同比下降 31.7%、22.6%、55.3%。近年来全区消费总额总体平稳，增速有所下滑，2020 年主要因疫情影响，增速由正转负。2018-2020 年全区社会消费品零售总额增速分别为 10.0%、9.0% 和 -7.0%。

2021 年以来临安区各项经济指标呈现较快增长，复苏态势向好。1-6 月全区实现地区生产总值 323.30 亿元，同比增长 12.7%。其中服务业增加值 154.51 亿元，同比增长 13.4%。同期全区固定资产投资、社会消费品零售总额同比分别增长 25.2% 和 16.7%。

图表 3. 2018 年以来临安区主要经济指标及增速（单位：亿元、人次、%）<sup>5</sup>

| 指标        | 2018 年  |      | 2019 年  |      | 2020 年  |       |
|-----------|---------|------|---------|------|---------|-------|
|           | 金额      | 增速   | 金额      | 增速   | 金额      | 增速    |
| 地区生产总值    | 539.63  | 7.2  | 572.94  | 8.0  | 600.41  | 3.5   |
| 第二产业增加值   | 238.58  | 4.8  | 257.28  | 7.8  | 280.05  | 5.3   |
| 第三产业增加值   | 258.15  | 11.3 | 269.81  | 9.5  | 274.35  | 1.8   |
| 全社会固定资产投资 | —       | 11.2 | —       | 30.2 | —       | 24.5  |
| 社会消费品零售总额 | 199.63  | 10.0 | —       | 9.0  | 190.92  | -7.0  |
| 进出口总额     | 156.74  | -2.8 | 169.77  | 8.2  | 179.91  | 4.6   |
| 旅游接待总人数   | 1665.37 | 13.6 | 1928.29 | 19.0 | 1719.40 | -13.3 |

资料来源：2018-2020 年临安区（市）国民经济和社会发展统计公报、杭州市统计年鉴

受益于临安撤市设区以及地铁 16 号线开通运营，近年临安区房地产市场景气度不断提升，房地产开发投资及房屋施工面积持续大幅增长，地区房价持续攀升。2018-2020 年全区房地产开发投资增速保持在 40%以上，房屋施工面积增速保持在 20%以上，全区商品房销售均价由 2017 年的 1.16 万元/平方米提升至 2020 年的 1.94 万元/平方米。

图表 4. 2017-2020 年临安房地产市场情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米、%）

| 指标      | 2017 年   |      | 2018 年   |      | 2019 年   |      | 2020 年   |       |
|---------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|-------|
|         | 数额       | 增速   | 数额       | 增速   | 数额       | 增速   | 数额       | 增速    |
| 房地产开发投资 | 87.75    | 15.9 | 129.50   | 47.6 | 191.53   | 47.9 | 278.01   | 45.2  |
| 房屋施工面积  | 557.44   | 24.6 | 774.87   | 39.0 | 1084.56  | 40.0 | 1333.61  | 23.0  |
| 新开工面积   | 184.15   | 71.0 | 309.04   | 67.8 | 458.07   | 48.2 | 393.72   | -14.0 |
| 房屋竣工面积  | 91.89    | 97.0 | 138.97   | 51.2 | 164.50   | 18.4 | 160.44   | -2.4  |
| 商品房销售额  | 162.02   | 52.3 | 200.52   | 23.8 | 372.02   | 85.5 | 520.45   | 39.9  |
| 商品房销售面积 | 139.37   | 9.6  | 141.81   | 1.8  | 218.00   | 53.7 | 268.87   | 23.3  |
| 商品房销售均价 | 11625.17 |      | 14140.05 |      | 17065.14 |      | 19356.94 |       |

资料来源：2017-2020 年临安区（市）国民经济与社会发展统计公报

近年来临安区商住用地出让面积有所波动，但得益于成交单价持续攀升，土地出让总价呈增长态势。2018-2020 年，全区分别实现土地成交总价 133.12 亿元、151.11 亿元和 172.04 亿元，主要由商住用地贡献；土地成交均价分别为 0.59 万元/平方米、0.64 万元/平方米和 0.96 万元/平方米，其中 2020 年商住用地成交均价已攀升至 1.94 万元/平方米。2021 年上半年度，临安区全区实现土地出让总价 96.81 亿元，同比下降 18.43%，仍主要来自商住用地；商住用地成交均价微增至 1.96 万元/平方米。

图表 5. 2018 年以来临安区土地成交情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

| 指标      | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年上半年度 |
|---------|--------|--------|--------|------------|
| 土地出让面积  | 227.54 | 235.64 | 178.61 | 57.77      |
| 其中：商住用地 | 108.25 | 123.18 | 85.78  | 49.11      |
| 工业用地    | 95.85  | 98.24  | 90.40  | 8.23       |
| 土地成交金额  | 133.12 | 151.11 | 172.04 | 96.81      |

<sup>5</sup> 根据第四次全国经济普查修订结果，临安区 2018 年 GDP 修订为 519.59 亿元，三次产业增加值结构为 8.3: 44.8: 46.9，表内 2018 年临安区地区生产总值、第二产业增加值、第三产业增加值绝对值及增速仍按 2019 年杭州市统计年鉴相关数据披露。



| 指标      | 2018 年         | 2019 年         | 2020 年         | 2021 年上半年度      |
|---------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 其中：商住用地 | 124.87         | 143.94         | 166.60         | 96.22           |
| 工业用地    | 4.90           | 5.54           | 5.16           | 0.49            |
| 土地成交均价  | <b>5850.31</b> | <b>6412.69</b> | <b>9631.93</b> | <b>16757.07</b> |
| 其中：商住用地 | 11535.09       | 11685.65       | 19421.54       | 19592.95        |
| 工业用地    | 511.13         | 563.70         | 570.45         | 593.07          |

资料来源：中指指数

## 2. 业务运营

该公司主业涉及城市基础设施建设、土地开发、房地产开发、矿产、旅游、物资销售及保安服务等多个领域。房产销售是公司主要的利润来源，但业绩实现易受项目建设及销售进度影响，近年收入波动较大；公司保安服务及景区旅游业务运营相对稳定，其中 2020 年景区旅游业务受疫情负面冲击影响较大，但自 2021 年以来业绩呈现恢复性较快增长；公司物资销售业务收入贡献虽较大但规模逐年缩减，且基本无盈利空间。公司基础设施建设拟通过委托代建、配套土地开发出让收益和经营性收益等方式实现资金平衡，但代建费用支付及土地出让进度存在不确定性，占用公司资金规模较大，且后续在保障房项目建设领域尚存投资需求，存在投融资压力。

该公司是临安区基础设施建设和国有资产运营的重要主体。经过多年发展，公司从最初单一的政府融资平台逐步转型为集城市基础设施建设、土地开发、房地产开发、矿产、旅游、物资销售等产业板块为一体的集团公司。截至 2020 年末，公司下属全资及控股子公司已发展到 26 家（含间接控股子公司，主要子公司概况详见附录三）。2019 年，根据临安区国资办【2019】87、92、93 号文件，经临安区国资办批复，同意将杭州市临安区旅游投资发展有限公司（简称“临安旅投”）、杭州临安保安服务有限公司（简称“临安保安服务公司”）、杭州临安福地陵园有限公司和杭州市临安区安置房建设开发有限公司（简称“临安置房建设公司”）等无偿划入公司，其中临安保安服务公司依靠向区域事业单位、金融机构等派遣劳务可获得较稳定的保安服务收入，成为公司收入主要来源之一。

近年该公司收入主要来自物资销售及房产销售。2018-2020 年，公司分别实现营业收入 23.14 亿元、17.94 亿元和 25.97 亿元，其中物资销售收入分别为 14.49 亿元、14.11 亿元和 11.66 亿元，房产销售收入分别为 5.69 亿元、0.72 亿元和 11.34 亿元。2019 年因完工房产项目已基本销售完毕，存量房产项目均处于建设阶段，尚未开始交付，故房产销售收入明显减少，亦使得当年公司营业收入降幅较大。此外，景区旅游、农村土地综合整治及新增的保安服务可为公司收入实现提供一定补充，2020 年上述三项业务收入分别占比 1.24%、2.49% 和 4.96%，其中受疫情影响，景区旅游收入同比减收 0.41 亿元。保安服务收入相对稳定，农村土地综合整治收入实现易受政府结算进度影响。

2021 年第一季度，该公司实现营业收入 8.78 亿元，同比增长 121.90%，增量主要来自保障房项目销售；其中房产销售占比 90.54%，是当期收入最主要的来源。

图表 6. 2018 年以来公司营业收入构成（单位：亿元，%）<sup>6</sup>

| 业务类型     | 2018 年 |        | 2019 年 |        | 2020 年 |        | 2021 年第一季度 |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|
|          | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额         | 占比     |
| 营业收入     | 23.14  | 100.00 | 17.94  | 100.00 | 25.97  | 100.00 | 8.78       | 100.00 |
| 物资销售     | 14.49  | 62.60  | 14.11  | 78.66  | 11.66  | 44.89  | 0.00       | 0.00   |
| 房产销售     | 5.69   | 24.60  | 0.72   | 4.01   | 11.34  | 43.66  | 7.95       | 90.54  |
| 景区旅游     | 0.73   | 3.16   | 0.73   | 4.05   | 0.32   | 1.24   | 0.35       | 4.01   |
| 农村土地综合整治 | 0.77   | 3.33   | 0.48   | 2.65   | 0.65   | 2.49   | 0.00       | 0.00   |
| 保安服务     | 1.18   | 5.12   | 1.33   | 7.43   | 1.29   | 4.96   | 0.34       | 3.88   |
| 其他       | 0.28   | 1.19   | 0.57   | 3.20   | 0.72   | 2.76   | 0.14       | 1.57   |

资料来源：国兴集团

### （1）城市基础设施建设

该公司是临安区城市基础设施建设实施主体，主要负责道路、土地整治及污水处理工程等项目建设。经营模式方面，公司主要采用政府项目市场化运作模式，即通过编制项目规划<sup>7</sup>将土地开发及房地产开发项目列入实施范围，未来以土地出让收益、房产销售收入及政府补助平衡建设支出。前期建设支出的资本金主要来源于公司经营性净收益、相关财政补贴及自筹资金。公司基础设施建设项目投入原计入“在建工程”科目核算。2018 年公司及下属子公司杭州市临安区城市防洪工程建设有限公司（简称“临安城市防洪工程公司”）、杭州临安城镇化投资建设有限公司（简称“临安城镇化公司”）、杭州临安吴越文化旅游有限公司与临安区住房和城乡建设局（简称“临安区住建局”）补签了《临安区基础设施工程采取委托代建模式建设协议》，公司以前年度开展的部分基础设施项目由“在建工程”转入“存货”科目核算，待项目竣工并完成财务决算后，临安区财政局一次性或分期向公司支付代建费用。2018 年末在建工程中转入存货科目核算的基础设施项目账面价值约 30 亿元。临安区住建局将根据单个项目签署的代建协议分别进行结算，但目前公司尚未就具体项目与临安区住建局签署相关代建协议。

截至 2021 年 3 月末，该公司已完成东城入口、环城北路等多项项目建设，公司主要在建项目包括城市防洪工程、城东综合改造提升工程和农村土地整治项目等。

<sup>6</sup> 2018 年数据来自 2019 年审计报告上年数。受四舍五入影响，表格合计项与单项加总数存在差异。

<sup>7</sup> 公司编制项目规划时会充分考虑项目建设成本，规划定稿后提交政府相关部门及会议审议确定。



图表 7. 截至 2021 年 3 月末公司主要在建基础设施项目（单位：亿元）

| 项目名称       | 总投资   | 预计完工时间 | 已投资   | 备注        |
|------------|-------|--------|-------|-----------|
| 城市防洪工程     | 20.19 | 2023年  | 20.46 | 剩余零星工程未完工 |
| 城东综合改造提升工程 | 10.11 | 2023年  | 9.50  | 不包括前期拆迁投入 |
| 农村土地整治项目   | 12.27 | 2023年  | 10.86 | —         |
| 合计         | 42.57 | --     | 40.82 | —         |

资料来源：国兴集团

#### A. 城东综合改造提升工程

城东综合改造提升工程是该公司目前主要的城建项目，也是临安城市建设重点任务。该工程计划总投资为 10.11 亿元，规划范围 4.8 平方公里，项目用地北至青山湖、锦溪，西至天目路延伸段，南至杭徽高速公路，东至圣园路一中都区块。根据项目可行性研究报告，公司通过对规划范围内的土地开发整理及项目建设，预计将产生 1580 亩可出让土地，预计可产生土地出让收益 18.36 亿元，可覆盖初始投资成本。截至 2021 年 3 月末，公司对城东综合改造提升工程已投入 9.50 亿元（不包括前期拆迁投入），项目已完成钱锦大道一标段建设，钱锦大道二标段已完成验收并通车使用。目前项目尚未实现配套土地出让收益。

#### B. 农村土地整治项目

根据《临安市人民政府关于同意设立临安市新农村建设有限公司的批复》（临政发[2011]41 号），该公司设立了杭州临安新农村建设有限公司（曾用名“临安市新农村建设有限公司”，简称“新农村公司”），从事农村土地整治项目，主要负责增减挂钩<sup>8</sup>指标回购、项目申报及管理。具体操作方面，新农村公司与镇人民政府（街道办事处）签订《城乡建设用地增减挂钩指标回购协议》，对农民土地进行建新拆旧和土地整理复垦等，按项目进度支付回购资金，整理成本约 30 万元/亩，整理完毕后由临安区财政局按照 45 万元/亩的均价向新农村公司回购土地指标。会计处理方面，公司按净收益确认农村土地整治收入。2018-2020 年公司按净收益累计确认农村土地整治收入 1.90 亿元。该项目计划总投资额为 12.27 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司已累计与农民签约回购土地 4616 亩，累计已投资 10.86 亿元<sup>9</sup>；政府已累计验收土地 4101.51 亩，其中临安区财政局累计已回购 1999.45 亩，公司实际收到财政局回购款 6.15 亿元。

#### C. 城市防洪工程

城市防洪工程由该公司下属子公司临安城市防洪工程公司负责实施，项目总投资 20.19 亿元。项目于 2005 年开工，截至 2021 年 3 月末，该项目已累计

<sup>8</sup> 增减挂钩指依据土地利用总体规划，将若干拟整理复垦为耕地的农村建设用地地块（即拆旧地块）和拟用于城镇建设的地块（即建新地块）等面积共同组成建新拆旧项目区（简称项目区），通过建新拆旧和土地整理复垦等措施，在保证项目区内各类土地面积平衡的基础上，最终实现建设用地总量不增加，耕地面积不减少、质量不降低，城乡用地布局更合理的目标。

<sup>9</sup> 该公司与农民签约进展有可能落后于投资。

投入 20.46 亿元，项目已完成青龙望湖路区块，苕溪马溪锦溪部门河段整治工作，已基本完工，但尚未竣工结算。项目后续预计将参照临安城市防洪工程公司与临安区住建局签署的《临安区基础设施工程采取委托代建模式建设协议》，临安区住建局委托临安区财政局安排建设资金，在项目竣工并完成财务决算后，根据项目性质、投资总额、建设期限等情况向公司支付代建费用。公司采用市场化方式进行融资的费用由临安区住建局承担。

总体看，该公司主要城市基础设施项目建设均近尾声，因前期项目垫资投入累积了较大规模刚性债务，依靠土地出让收益、房产销售收入及政府补助等平衡资金，其中对土地出让收益的依赖较大。考虑到土地变现受土地交易市场行情和政府出让计划限制，不确定性较强，公司面临较大资金压力。

## (2) 土地开发

临安区政府赋予该公司土地整理与开发职能。公司所整理土地的土地出让收益由临安区财政局予以返还，主要用于弥补基础设施建设支出。土地出让收入的实现受土地出让进度和土地使用规划影响较大。2017 年公司整理的滨湖地块中的 223.72 亩土地实现出让，成交价为 36.53 亿元。2020 年至 2021 年 5 月末，公司整理的地块中 180.32 亩土地实现出让（含与临安区区属其他国有企业合作开发的地块，按投入比例分享土地分成收益），成交价为 33.95 亿元。2021 年 5 月末公司尚未收到临安区财政局拨付的土地出让金结算款<sup>10</sup>。2016-2021 年第一季度公司未确认土地出让收入。截至 2021 年 5 月末，公司尚有可出让土地面积合计约 1880 亩。整体看，虽受益于区域土地出让景气度的提升，公司整理的地块出让进程有所加快，但资金拨付进度缓慢，加大了公司资本性支出压力。

图表 8. 截至 2021 年 5 月末公司待出让土地明细

| 上市地块   | 土地性质 | 地块面积（亩） | 预计土地出让返还金额（亿元） |
|--------|------|---------|----------------|
| 滨湖地块   | 商住用地 | 300.00  | 18             |
| 城东区块土地 | 商住用地 | 1580.00 | 77             |

资料来源：国兴集团

根据临财预【2011】199 号文件，由于该公司承担了临安基础设施建设和公用事业领域主要的投资建设任务，为满足公司未来资金需求，财政局暂定自 2011 年至 2020 年间每年安排财政补贴资金不少于 1 亿元，其中 2017 年不少于 4 亿元，2018 年不少于 5 亿元，10 年间累计不少于 25 亿元。2016-2020 年，公司分别获得政府补贴收入 6.32 亿元、7.45 亿元、5.20 亿元、6.57 亿元和 3.59 亿元，合计 29.13 亿元。上述补贴文件有效期至 2020 年，以后年度相关补贴方案暂未确定。

<sup>10</sup> 根据临安市人民政府出具的《临安市人民政府关于调整和完善国有土地使用权出让金收支管理方法的补充通知》，对于经营性用地土地出让进度的分配，各国有直属公司做地地块，市本级与其按以下方法分配：溢价率低于 20% 的，按收入额的 45%：55% 比例分配；溢价率高于 20% 的，每溢价 1%—10%，市本级分成比例相应增加 1%，做地国有直属公司相应减少 1%。



### (3) 房地产业务

该公司房地产业务主要包括保障房及棚改项目和商品房开发销售两大类，由下属公司杭州临安新都房地产开发有限公司（简称“新都房产”）、杭州市临安区经济适用住房开发有限公司（简称“临安经适房公司”）、临安城镇化公司及新增子公司临安安置房建设公司负责实施及运营。房产销售业绩易受销售进度及可售存量影响，近年来收入规模波动较大。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司分别实现房产销售收入 5.69 亿元、0.72 亿元、11.34 亿元和 7.95 亿元。2018 年公司房产销售收入主要来自保障房及商品房销售收入。2019 年以来因完工房产项目已基本销售完毕，存量房产项目均处于建设阶段，尚未开始交付，故房产销售收入明显减少。2020 年以来房产销售收入同比大幅增长，主要系商品房项目及保障房项目陆续完工交付所致；其中，2020 年及 2021 年第一季度公司商品房销售收入分别为 8.2 亿元和 0.34 亿元，同期保障房销售收入分别为 3.1 亿元、7.61 亿元。

#### A. 保障房及棚改项目

保障房建设方面，该公司是临安区保障性住房建设的实施主体之一，主要由下属公司临安经适房公司、临安城镇化公司及新增临安安置房建设公司负责。公司自行筹集保障房建设资金，但临安区政府会给予公司在建保障房项目土地及其他配套资源。临安经适房公司的建设用地取得方式即为政府划拨。

临安城镇化公司主要负责承建临安市城东钱锦花园（安置房）项目，该项目计划总投资为 10.02 亿元，项目开发所需 30% 资本金由该公司投入，另外 70% 建设资金通过债务融资解决。根据临发改[2012]093 号《关于临安市城东保障房项目可行性研究报告的批复》（现已更名为“临安市城东钱锦花园（安置房）项目”），该项目规划建设近 10 万平方米保障房。其中，拟建安置房 380 套，安置对象为临安市锦城街道余村拆迁回迁户；除安置面积外，项目拟建限价商品房 708 套，限价房的销售对象为符合《临安市限价商品房管理暂行办法》的住房困难居民，据公司测算，预计可实现限价房销售收入 4.83 亿元。此外，临安区政府决定将该项目投资建设形成的 250 亩土地挂牌出让后净收益全部作为项目配套收入，该地块位于城东新城，按最新周边土地出让价格 1000 万元/亩价格计算，预计可获得土地出让净收益 17.5 亿元。项目预计实现限价房销售和土地出让收入合计 22.33 亿元，可覆盖投资成本。截至 2021 年 3 月末，公司对该项目已投入 10.34 亿元，其中支付土地款 1.25 亿元，项目已全部完工。截至 2021 年 3 月末，项目已售面积 9.36 万平方米，累计销售额为 4.78 亿元；公司尚未获得配套土地出让收益。

截至 2021 年 3 月末，该公司在售保障房（限价房）项目共 8 个，累计已投资 31.27 亿元，累计已售面积 42.97 万平方米，累计销售额 22.38 亿元，剩余可售面积 14.00 万平方米。

图表 9. 截至 2021 年 3 月末公司保障房项目在售情况<sup>11</sup>（单位：万平方米，亿元）

| 项目名称             | 项目性质 | 总投资   | 已投资   | 土地款  | 总建筑面积 | 可售面积  | 已售面积  | 已售金额  |
|------------------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 临安市城东钱锦花园（安置房）项目 | 保障房  | 10.02 | 10.34 | 1.25 | 13.14 | 9.66  | 9.36  | 4.78  |
| 第五期保障房（一期）       | 保障房  | 2.65  | 2.65  | 0.19 | 7.87  | 6.10  | 5.12  | 2.51  |
| 衣锦人家             | 保障房  | 2.80  | 3.12  | 0.16 | 13.06 | 12.08 | 11.03 | 5.18  |
| 锦桥家园             | 保障房  | 5.49  | 4.53  | 3.38 | 4.70  | 2.96  | 2.66  | 1.63  |
| 临安区质监站南侧地块保障房项目  | 限价房  | 0.73  | 0.36  | 0.00 | 1.54  | 0.91  | 0.91  | 0.56  |
| 临安区保通驾校西侧地块保障房项目 | 限价房  | 7.17  | 5.28  | 0.00 | 20.81 | 14.01 | 12.09 | 7.35  |
| 临安区龙岗镇集镇安置点B区块   | 保障房  | 5.87  | 4.52  | 0.99 | 15.00 | 9.25  | 0.00  | 0.00  |
| 龙岗镇集镇安置点首发区块     | 保障房  | 1.00  | 0.47  | 0.04 | 2.40  | 2.00  | 1.80  | 0.37  |
| 合计               | —    | 35.73 | 31.27 | 6.01 | 78.52 | 56.97 | 42.97 | 22.38 |

资料来源：国兴集团

截至 2021 年 3 月末，该公司在建 5 个保障房项目及 1 个公租房项目，涉及总投资 28.24 亿元，已投资 16.94 亿元，后续尚存一定投资需求。公司保障房项目收益主要来自安置住房销售、配套商业销售收入和停车位销售收入，根据项目可行性研究报告，保障房项目预计收入基本均可覆盖项目投资。但项目收益实现易受安置安排及房地产市场行情影响，存在一定运营风险。

图表 10. 截至 2021 年 3 月末公司在建保障房及公租房项目情况<sup>12</sup>

| 项目名称                | 总投资（亿元） | 总建筑面积（万平方米） | 建设周期      | 已投资（亿元） | 预计收入（亿元） |
|---------------------|---------|-------------|-----------|---------|----------|
| 临安区锦桥吴越街南侧地块保障房项目   | 3.14    | 9.76        | 2017-2021 | 2.59    | 3.62     |
| 临安市沙地村地块保障房建设项目     | 6.75    | 16.03       | 2017-2021 | 5.34    | 8.28     |
| 临安市第五期保障性住房建设项目（二期） | 5.12    | 15.27       | 2018-2021 | 3.88    | 7.84     |
| 余村西侧地块保障房项目         | 3.07    | 4.81        | 2019-2021 | 1.97    | 3.89     |
| 余村三产地块保障房项目         | 4.51    | 4.51        | 2019-2022 | 0.87    | 4.67     |
| 双林人才专项租赁住房项目        | 5.65    | 11.36       | 2020-2022 | 2.29    | 只租不售     |
| 合计                  | 28.24   | 61.74       | —         | 16.94   | 28.30    |

资料来源：国兴集团

棚改项目方面，目前该公司在建棚改项目主要为锦桥区块棚改项目、沙地区块棚改项目和青龙村区块棚户区有机更新项目，其中锦桥区块棚改项目已基本完成安置房建设工作，所建锦桥家园 2021 年 3 月末已售面积 2.66 万平方米，已售金额 1.63 亿元。其他棚改项目受拆迁进度影响投资进展缓慢，其中青龙村区块棚户区有机更新项目已于 2017 年与临安市房屋征收和住房保障办公室签署政府购买服务协议，政府购买服务协议资金暂定为 8.50 亿元，列入财政

<sup>11</sup> 部分数据根据企业提供最新资料调整。临安区质监站南侧地块保障房项目和临安区保通驾校西侧地块保障房项目是预售数据。

<sup>12</sup> 部分数据根据企业最新提供资料调整。



预算，由临安市房屋征收和住房保障办公室分年度拨付到位。由于项目尚未竣工，尚未收到相关政府购买服务款项。

图表 11. 截至 2021 年 3 月末公司主要在建棚改项目情况（单位：亿元）

| 项目名称           | 总投资   | 已投资   |
|----------------|-------|-------|
| 锦桥区块棚改项目       | 9.25  | 9.11  |
| 沙地区块棚改项目       | 8.74  | 4.83  |
| 青龙村区块棚户区有机更新项目 | 8.10  | 5.52  |
| 合计             | 26.09 | 19.46 |

资料来源：国兴集团

总体来看，2021 年以来该公司保障房项目逐步实现销售，可为项目建设提供资金补充，但公司棚户区改造项目进度相较缓慢，已沉淀一定规模资金，且后续公司在保障房项目存在投资需求，面临投融资压力。

## B. 商品房开发

该公司商业房产建设采取委托开发模式，主要与杭州地上房地产集团有限公司（简称“地上集团”）<sup>13</sup>合作开展，目前已在临安区房地产市场占有较高份额。2012 年以来，公司已开发项目包括子公司新都房产旗下的青山鹤岭、新都公园家、新都公园城、国联大厦和苕溪时代<sup>14</sup>，上述已开发项目均处于竣工在售状态。

目前该公司在建商品房项目包括玲珑郡住宅小区项目、新都公园家三期和长路畈项目，其中玲珑郡住宅小区项目位于临安城西玲珑山脚，地块北靠钱王大街，西临玲珑山路，距轻轨 5 号线终点站约 1 公里，交通较便利，项目总建筑面积 7.07 万平方米，计划总投资 4.03 亿元，计划建成 6 栋 16-18 层高层住宅楼，规划 458 户，项目已于 2017 年 6 月经临安市发展和改革委员会备案同意，截至 2021 年 3 月末已投资 2.54 亿元。玲珑郡住宅小区项目已于 2018 年开盘预售，销售单价达 14000 元/平方米，目前已基本预售完毕，2021 年 3 月末项目累计已售金额为 7.85 亿元。

新都公园家三期项目在临安区玲珑街道吴越大街以北，项目总建筑面积 0.84 万平方米，计划总投 0.82 亿元，截至 2021 年 3 月末累计已投 0.68 亿元。长路畈项目地处临安主城区西部，项目南至城中街，东至西雅园，邻近人民广场，距在建的杭临城际铁路人民广场站约 1 公里，区位条件较好，项目总建筑面积 7.53 万平方米，其中地上建筑面积 4.95 万平方米，拟建成 6 栋高层住宅，计划总投 8.12 亿元，截至 2021 年 3 月末已投入 5.91 亿元。考虑到目前临安房地产市场景气度较高，上述商品房项目预计可为公司房产销售收入实现提供一定补充。

截至 2021 年 3 月末，该公司商品房项目累计已投资 39.22 亿元，可售面

<sup>13</sup> 2020 年 4 月，地上集团因资金需求将其持有的 10%新都房产股权转让给国兴集团。但新都房产商品房项目经营管理工作仍委托地上集团开展。

<sup>14</sup> 苕溪时代截至目前已完工，主要用于对外出租。

积合计 61.69 万平方米，已售面积 59.01 万平方米，累计销售额 47.83 亿元，已回笼资金 47.16 亿元，销售情况较好。

图表 12. 截至 2021 年 3 月末公司商业房产项目销售情况<sup>15</sup>

| 项目名称          | 项目性质 | 总投资<br>(亿元) | 已投资<br>(亿元) | 其中：土<br>地款<br>(亿元) | 总建筑面<br>积（万平<br>方米） | 可售面积<br>（万平方<br>米） | 已售面积<br>（万平方<br>米） | 累计销售额<br>（亿元）      | 累计已回笼<br>资金（亿元） | 销售单价<br>（万元/平<br>方米） |
|---------------|------|-------------|-------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------|----------------------|
| 青山鹤岭          | 商品房  | 4.14        | 6.94        | 1.08               | 17.55               | 14.16              | 14.16              | 8.13 <sup>16</sup> | 8.13            | 0.57                 |
| 新都公园家         | 商品房  | 4.62        | 5.64        | 1.10               | 14.05               | 11.20              | 11.00              | 7.52               | 7.52            | 0.68                 |
| 新都公园城         | 商品房  | 10.80       | 13.09       | 3.05               | 32.13               | 22.34              | 22.21              | 14.95              | 14.95           | 0.67                 |
| 国联大厦          | 办公楼  | 1.90        | 2.56        | 0.35               | 4.86                | 3.37               | 3.37               | 3.72               | 3.72            | 1.10                 |
| 苕溪时代          | 办公楼  | 1.68        | 1.86        | --                 | 3.34                | --                 | --                 | --                 | --              | 物业自持                 |
| 玲珑郡住宅小<br>区项目 | 商品房  | 4.03        | 2.54        | 0.84               | 7.07                | 5.21               | 5.13 <sup>17</sup> | 7.85               | 7.85            | 1.53                 |
| 新都公园家三<br>期   | 商品房  | 0.82        | 0.68        | 0.02               | 0.84                | 0.54               | 0.54               | 0.85               | 0.85            | 1.57                 |
| 长路畈项目         | 商品房  | 8.12        | 5.91        | 4.65               | 7.53                | 4.87               | 2.60               | 4.81               | 4.14            | 1.85                 |
| 合计            | -    | 36.11       | 39.22       | 11.09              | 87.37               | 61.69              | 59.01              | 47.83              | 47.16           | --                   |

资料来源：国兴集团

#### （4）矿产业务

临安区政府将储量大、价值高的矿产资源交由该公司开采和储备。在政府的支持下，公司前期取得探矿权的成本较低，但随着购买探矿权的竞争企业数量增加，近年来公司取得探矿权的成本显著上升。

目前该公司与中化地质矿山总局浙江地质勘查院（简称“中化浙江地勘院”）合作取得了一定量探矿权。但 2017 年公司龙岗镇百丈坞矿区、昌化镇银子湾矿区和湍口里柴家等 3 个矿产由于未勘探出矿产故到期注销；马家畈矿区因项目压覆于 2018 年注销<sup>18</sup>。2019 年，因部分区域未能探得矿产，纤岭矿区核桃岭矿段及毛山岗探矿权面积均有减少。截至 2021 年 3 月末，公司共拥有采矿权 2 个，探矿权 3 个。

图表 13. 截至 2021 年 3 月末公司矿产资源情况

| 矿名                          | 矿种  | 拿矿时间    | 采矿权<br>面积（平<br>方公里） | 探矿权<br>面积（平<br>方公里） | 开采年<br>限（年） | 矿石储量<br>（万吨） | 平均品<br>位（%） | 取得成本<br>（亿元） |
|-----------------------------|-----|---------|---------------------|---------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| 纤岭矿区 <sup>19</sup>          | 高岭土 | 2012.08 | 1.48                | 1.48                | 10          | 444.77       | 19.31       | 0.11         |
| 纤岭矿区核<br>桃岭矿段 <sup>20</sup> | 高岭土 | 2012.05 | -                   | 1.85                | -           | -            | -           | 0.04         |

<sup>15</sup> 部分项目数据根据立项文件调整。

<sup>16</sup> 含车位销售额。

<sup>17</sup> 此数据为项目预售面积。

<sup>18</sup> 马家畈矿区项目报损金额 247.14 万元，收到临金高速公路临安段建设指挥部马家畈压覆补偿款 289.17 万元。

<sup>19</sup> 纤岭矿区在 2010 年 6 月取得探矿权，并于 2012 年 8 月由探矿权转为采矿权。

<sup>20</sup> 核桃岭矿段属于纤岭矿区。



| 矿名    | 矿种   | 拿矿时间    | 采矿权面积(平方公里) | 探矿权面积(平方公里) | 开采年限(年) | 矿石储量(万吨) | 平均品位(%) | 取得成本(亿元) |
|-------|------|---------|-------------|-------------|---------|----------|---------|----------|
| 毛山岗   | 高岭土  | 2013.10 | -           | 4.80        | -       | -        | -       | 1.00     |
| 青山朱村矿 | 建筑石料 | 2015.10 | 0.88        | 1.36        | 21.5    | 21476.94 | -       | 7.21     |
| 昌化镇地热 | 地热资源 | 2017.06 | -           | 7.79        | -       | -        | -       | -        |

资料来源：国兴集团

该公司已取得采矿权的矿产为新桥乡纤岭矿区（简称“纤岭矿区”）高岭土矿和青山湖街道朱村矿区普通建筑石料矿及水泥用灰岩矿（简称“青山朱村矿”）。其中，纤岭矿区矿种为高岭土，开采权面积为 1.48 平方公里，开采期限为 10 年，矿石储量为 444.77 万吨，主要由全资子公司杭州临安宝润矿业投资有限公司（简称“宝润矿业”）负责开采。2013 年起宝润矿业开采出优质高岭土，主要通过杭州临安线上市集贸易有限公司（简称“线上市集贸易公司”）将开采的少量优质高岭土销售至下游玉石市场，并将销售收入计入物资销售业务。截至 2020 年末，宝润矿业高岭土年采选能力为 5 万吨/年。公司高岭土投产规模小，近年来公司优质高岭土销售收入规模小，2018-2020 年公司分别实现优质高岭土销售收入 18.88 万元、74.46 万元和 51.77 万元。

青山朱村矿探矿权为该公司于 2014 年竞得，取得成本为 7.21 亿元，经详查，资源储量估算范围内水泥用灰岩总资源量为 1811.34 万吨，普通建筑石料资源储量 19665.60 万吨（7245.88 万立方米）。青山朱村矿已于 2015 年 10 月 13 日取得采矿证。公司预计临安地区乃至杭州西部地区对石灰岩原料及普通建筑石料的需求巨大，且青山朱村矿在上述区域范围内具有一定资源垄断优势。但截至目前，受环保政策及政府规划等因素制约，公司尚未对青山朱村矿进行开采。

未来该公司将力争重启青山朱村矿的开采工作，并拟参与到砂石资源的整合工作，持续扩充矿产资源的储备。但也需关注到因受环保政策及政府规划因素影响，公司矿产项目勘探及开采工作基本处于停滞状态，而前期已投入一定规模资金，存在投资回收风险。

### （5）景区旅游业务

2007 年 12 月，该公司收购了大明山景区，目前公司景区旅游业务主要是对大明山景区旅游资源的开发运营。大明山景区处于杭州西湖和安徽黄山两个国家风景名胜区之间，是临安唯一的省级风景名胜区和国家 AAAA 级风景旅游区。2010 年，公司为提升大明山景区整体品质，重点实施了大明湖高山滑雪场、驾云台——千亩田悬空栈道、大明山庄——大明湖新索道三项工程。2011 年，公司继续对大明山景区进行改造，建成了华东地区最大的室外滑雪场——大明山万松岭滑雪场。2012 年以来，公司持续开展景区建设工作，扩建了滑雪场、大明山庄、大明湖配套游客餐饮等项目。2019 年新纳入合并范围的临安旅投主要负责河桥古镇及柳溪江等景点运营，现阶段景区运营收入偏小，且

各项管理费用支出负担较重，处于亏损状态。2019 年及 2020 年临安旅投分别实现营业收入 0.03 亿元、0.004 亿元。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司景区旅游业务收入分别为 0.73 亿元、0.73 亿元、0.32 亿元和 0.35 亿元，主要来自大明山景区，其中受疫情影响，大明山景区在冬季旅游旺季停业，2020 年旅游收入同比减收幅度较大；2021 年随疫情得到控制，一季度景区旅游收入已超 2020 年全年水平。

图表 14. 2018 年以来公司大明山景区旅游收入构成情况（单位：亿元）

| 分类                 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年第一季度 |
|--------------------|-------|-------|-------|-----------|
| 门票收入               | 0.08  | 0.06  | 0.02  | 0.002     |
| 索道收入               | 0.25  | 0.23  | 0.11  | 0.09      |
| 滑雪收入               | 0.21  | 0.22  | 0.09  | 0.20      |
| 其他收入 <sup>21</sup> | 0.19  | 0.19  | 0.08  | 0.06      |
| 合计                 | 0.73  | 0.70  | 0.30  | 0.35      |

资料来源：国兴集团

该公司大明山景区已开发旅游资源主要集中在中线，而东线和西线较大的开发空间尚未被利用。随着牵牛岗雷达气象站的建设，东线上山公路已经开通，这为公司开发东线旅游资源提供了便利的交通条件。公司立足于临安区优质的旅游资源，已于 2016 年启动大明山景区申请为 5A 级景区计划，目前主要在建景区升级改造项目包括临安大明山游客服务中心项目和大明山停车场项目等项目，项目计划总投资 3.12 亿元，截至 2021 年 3 月末已投资 0.58 亿元，由公司自筹资金进行建设，预计 2022 年完工。

图表 15. 截至 2021 年 3 月末大明山景区主要在建项目建设情况（单位：亿元）

| 项目名称          | 总投资  | 建设周期         | 累计已投资              | 建设内容                                                                                               |
|---------------|------|--------------|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 临安大明山游客服务中心项目 | 2.47 | 2020 -2022 年 | 0.42 <sup>22</sup> | 游客中心项目位于杭徽高速白果收费站西北面 150 米处，项目占地面积 3.33 万平方米，项目总建筑面积 4.33 万平方米。项目建成后 will 承载大明山游客接待、分流、购票、景区交通等功能。 |
| 大明山停车场项目      | 0.65 | 2020 -2022 年 | 0.16               | 停车场等基础设施配套建设。                                                                                      |
| 合计            | 3.12 | --           | 0.58               | --                                                                                                 |

资料来源：国兴集团

该公司计划使大明山景区成为“临安旅游业的第一品牌，长三角最好的观光旅游目的地之一”，同时公司将向旅行社、酒店等产业拓展，逐步建立高附加值的旅游产业链。

## （6）物资销售业务

目前该公司现有产业布局主要集中在资源型行业，为提升公司资源价值发挥产业间协同效应，2013 年公司将业务范围拓展至物资销售领域，包括黄金

<sup>21</sup> 其他收入包括餐饮收入、住宿收入和旅行社收入等。

<sup>22</sup> 包括 0.37 亿元土地价款。



现货交易和优质高岭土交易，由下属子公司线上市集贸易公司负责运营。

黄金现货交易业务方面，该公司通过上海黄金交易所交易系统进行现货买卖，并将黄金存放在指定交割仓库。由于黄金交易价格波动较大，为控制交易风险及保障资金安全，公司制定了较为完善的交易内控制度，并在交易操作中严格执行设置止盈、止损点及短期离场原则等风险控制机制。优质高岭土贸易方面，公司出售的优质高岭土为下属公司宝润矿业开采所得，公司主要通过线上市集贸易公司将其销售至下游玉石市场，销售规模小。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司分别实现物资销售收入 14.49 亿元、14.11 亿元、11.66 亿元和 0.00 亿元，因公司计划逐步退出该业务，物资销售收入呈下滑态势。从收入构成看，黄金现货交易业务收入为主要收入来源，占物资销售收入的比重维持在 99% 以上，其余为优质高岭土贸易收入。

总体看，该公司物资销售业务收入规模较大，但基本无盈利空间。

#### (7) 保安服务业务

该公司保安服务业务主要由新增子公司保安服务公司负责。截至 2021 年 3 月末，保安服务公司旗下拥有安保人员 1852 人，主要通过与当地企业签署签订《保安服务业务外包合同》，按照实际执勤岗位数收取保安服务费，主要客户为当地教育局、公安局、国网浙江杭州市临安区供电有限公司、银行等。2018-2020 年及 2021 年第一季度公司分别实现保安服务业务收入 1.18 亿元、1.33 亿元、1.29 亿元和 0.34 亿元，对应业务毛利率分别为 22.56%、15.08%、10.27% 和 41.57%，2019 年以来毛利率下滑主要系员工成本增加所致。

## 管理

该公司是临安区属国有公司，受临安区政府管控力度较大。公司已建立相对完备的治理及组织架构，制度化建设持续推进，可保障公司正常运营。

### 1. 产权关系与公司治理

#### (1) 产权关系

该公司自成立以来控股股东多次变更。2015 年 12 月，经临安市政府批准股权转让，控股股东由临安区国资办变更为临安国控。由于临安国控为临安区国资中心下属的国有独资公司，因此公司仍为临安区属国有公司，控股股东变化未对公司经营、财务等方面产生重大影响。公司产权状况详见附录一。

#### (2) 公司治理

该公司设有股东会、董事会、监事会及经营层等机构。股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。董事会是公司的决策机构，共 7 名成员，其中非职

工代表 6 人，由股东临安国控委派，经股东会选举产生；职工代表董事由职工代表大会选举产生；设董事长 1 名，经董事会选举产生。监事会对公司财务和经营业绩进行监督、评价和记录。监事会共 3 名成员，其中非职工代表 1 人，由临安国控委派，经股东会选举产生；职工代表 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生；设监事会主席一名，由监事会议选举产生。同时公司设经理，由董事会聘任或者解聘，具体负责公司的日常经营管理工作，并对董事会负责。截至目前，上述董事会、监事会及高管成员均已到位。

### (3) 主要关联方及关联交易

该公司与临安区国资办、股东临安国控、关联企业杭州市临安区国有资产投资控股有限公司（简称“临安国投”）<sup>23</sup>等资金往来较频繁（具体往来明细详见图表 16）。近年来临安国投等关联方占用公司资金规模较大，不利于公司资金周转。2018-2020 年末公司应收临安国投往来款分别为 14.50 亿元、12.62 亿元和 13.78 亿元。此外，2020 年末公司应收关联方杭州临安国润投资开发有限公司（简称“国润开发”）<sup>24</sup>款项 11.82 亿元。

图表 16. 2018-2020 年末公司与部分关联方资金往来情况（亿元，%）

| 关联方名称      | 科目名称  | 2018 年末 |        | 2019 年末 |        | 2020 年末 |        |
|------------|-------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|            |       | 金额      | 占该项目比例 | 金额      | 占该项目比例 | 金额      | 占该项目比例 |
| 临安国投       | 其他应收款 | 14.50   | 52.08  | 12.62   | 41.92  | 13.78   | 28.52  |
|            | 其他应付款 | 1.83    | 12.31  | 1.49    | 17.14  | 1.49    | 15.35  |
| 临安区国资办     | 其他应收款 | 1.21    | 4.36   | 1.21    | 4.04   | —       | —      |
| 临安国控       | 其他应付款 | 2.71    | 18.27  | 1.50    | 17.30  | 2.30    | 23.73  |
| 杭州临安排水有限公司 | 其他应付款 | 2.19    | 14.77  | 1.31    | 15.00  | 1.30    | 13.42  |

资料来源：国兴集团

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司根据业务发展需要，下设办公室、投资发展部、财务融资部、工程管理部、人力资源部、党群工作部等部门，各部门权责明确，基本保证了公司的正常运行。公司内部组织架构详见附录二。

### (2) 管理制度及水平

该公司根据相关法律法规要求并结合自身情况，建立了一套较为全面的业务管控体系。

财务管理方面，该公司制定了《公司财务管理制度》，并分别对支票管理、

<sup>23</sup> 临安国投成立于 2003 年，注册资本为 5 亿元，由临安国控全资控股，主要负责临安区城区道路建设及部分棚户区改造项目。

<sup>24</sup> 国润开发成立于 2017 年 4 月，注册资本为 8.66 亿元，该公司和临安国投分别认缴出资 4 亿元和 4.66 亿元，主要经营棚户区改造项目。



现金管理、会计档案管理及相关处罚办法等方面做了细致的规定，以规范财务会计管理行为，控制财务风险。

投资管理方面，该公司制订了《投资管理办法》、《公司重点工程管理办法》。公司发展部负责投资管理，提出固定资产投资年度计划建议，负责项目的立项管理以及对项目实施全过程的监管，并负责对纳入临安区域建计划的建设项目进行论证、协调和监管。

对外担保方面，该公司制定了《对外担保管理办法》，规定公司对外担保事项由财务部提出初步意见，经公司董事会全体成员三分之二以上同意后，报临安国资办审议批准。公司担保范围仅限于由公司管理或投资的全资、控股企业，及临安区政府或临安国资办指定的公有经济组织。

### (3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的 2021 年 6 月 28 日公司本部、2021 年 5 月 17 日新农村公司的《企业信用报告》、2021 年 5 月 13 日临安经适房公司的《企业信用报告》，近三年公司及上述子公司债务履约情况正常。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，截至 2021 年 8 月 2 日，公司本部无其他不良行为记录。

## 3. 发展战略

该公司经营发展围绕“打造实力国资，服务地方经济”的目标，通过实业经营和资本运作相结合，将城市基础设施建设、土地一级开发、房地产开发、矿产及旅游等资源型产业作为发展的主要方向。

## 财务

近年来该公司主业毛利受房产销售影响存在一定波动，而公司利息负担逐步加重，毛利难以覆盖财务费用，盈利对政府补助依赖度高。随着基础设施建设及保障房等项目投入，公司已累积较大规模的刚性债务，债务偿付对项目配套土地出让依赖较大，面临一定偿债压力，但目前公司负债经营程度适中，且债务期限结构较合理，存量货币资金储备可为即期债务偿付提供较好支撑。

### 1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）（曾用名为“华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）”）对该公司 2018-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告（会审字[2019]3882 号、容诚审字[2020]310Z0469 号和容诚审字[2021]310Z0502 号）。由于 2019 年同一控制下企业合并事项发生，本报告中 2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数/上年数。公司执行企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定。

截至 2021 年 3 月末，该公司纳入合并范围的子公司共 26 家。2018 年，经临安区政府同意，将临安区水利水电开发有限公司持有的杭州临安杨岭电站有限公司 100% 股权无偿划转至公司。但因环境整治原因，2018 年杭州临安杨岭电站有限公司经营电站暂停发电业务。2019 年，因临安区国有企业整合，经临安区国资办批复，将临安旅投、临安保安服务公司、杭州临安福地陵园有限公司和临安安置房建设公司等无偿划入公司，其中临安保安服务公司对公司营业收入贡献相对较大，其他新增子公司盈利及净资产贡献均有限。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

2018-2020 年末，该公司负债总额分别为 98.86 亿元、131.23 亿元和 179.34 亿元，2018 年主要因部分债务的到期偿付，加之公司以土地资产置换政府债务<sup>25</sup>，公司负债总额较 2017 年末暂时减少，2019 年以来主要随外部融资规模的扩大，公司负债总额实现较快增长；同期末公司资产负债率分别为 49.25%、55.40% 和 62.29%，财务杠杆同步提升。

从负债期限结构看，由于项目建设对长期资金需求较大，该公司负债主要以非流动负债为主。2018-2020 年末，公司长短期债务比分别为 173.99%、320.69% 和 198.82%。

从具体构成看，该公司负债主要由刚性债务、预收账款、其他应付款和专项应付款构成。2020 年末公司刚性债务总额 134.62 亿元，占负债总额的 75.07%；债务规模较 2019 年末增长 23.87%，增量主要为债券融资；同期末公司专项应付款余额为 1.86 亿元，基本与上年末持平，主要为应付项目专项资金拨款。预收账款 28.61 亿元，较 2019 年末增加 19 亿元，主要系预售房款，其中账龄为 1 年内款项为 27.57 亿元；其他应付款余额 9.69 亿元，较 2019 年末增长 11.80%，主要系应付与股东临安国控等其他国有企业往来款，存量往来对象主要包括股东临安国控、临安国投、联营企业杭州临安排水有限公司（简称“临安排水公司”），以及临安区土地储备中心和临安区财政局。

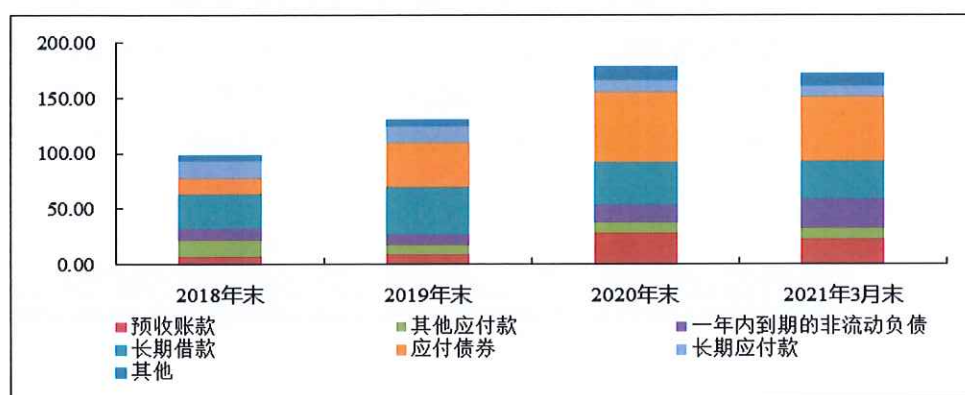
2021 年 3 月末，该公司负债总额为 172.94 亿元，较 2020 年末减少 3.57%，主要系预收售房款结转收入所致。期末流动负债总额较 2020 年末增长 10.74% 至 66.46 亿元，占负债总额的 38.43%。其中预收账款余额较 2020 年末减少 20.50% 至 22.74 亿元，主要系预收保障房售房款结转；其他应付款余额 9.76 亿元，规模基本与 2020 年末持平，仍主要为应付临安区其他国有企业及临安区

<sup>25</sup> 根据杭州市临安区财政局于 2018 年 12 月出具的《杭州市临安区财政局关于浙江国兴投资集团有限公司拟进行土地置换的批复》文件，同意将拟剥离的地方政府债务 17.37 亿元与公司土地资产进行置换，置出的土地面积合计 22.98 万平方米，账面价值为 16.54 亿元，置换差额以资本公积形式注入公司。其中，公司下属子公司临安城镇化公司剥离的地方政府债务 5.33 亿元转为公司对其的投资，最终公司合并口径资本公积减少 1.30 亿元。



土地储备中心等政府单位往来款；期末短期刚性债务总额 28.21 亿元，较 2020 年末约增加 11 亿元，占刚性债务总额的 21.39%，主要为一年内到期的长期银行借款；期末短期刚性债务现金覆盖比率为 149.86%，即期偿付能力仍较好。同期末非流动负债总额较 2020 年末减少 10.77%至 106.48 亿元。期末中长期刚性债务余额 103.64 亿元，较 2020 年末减少 13.48 亿元。其中长期借款 34.61 亿元，较 2020 年末减少 10.32%，仍主要为保证及质押借款；应付债券余额 57.78 亿元，较 2020 年末减少 7.95%；长期应付款余额 9.25 亿元，较 2020 年末减少 13.95%；以债权融资计划为主的其他非流动负债较 2020 年末减少 3 亿元至 2 亿元，主要系重分类至一年内到期的非流动负债。其他负债科目较年初无重大变动。

图表 17. 2018 年末以来公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

## B. 刚性债务

该公司融资方式主要包括银行借款和债券融资。作为临安区基础设施建设重要实施主体，公司已累积一定刚性债务偿付压力。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末刚性债务余额分别为 71.99 亿元、108.68 亿元、134.62 亿元和 131.85 亿元，占负债总额的比重分别为 72.82%、82.82%、75.07%和 76.24%；同期末股东权益与刚性债务比率分别为 141.49%、97.20%、80.65%和 82.75%，随刚性债务的扩张，股东权益对刚性债务的覆盖程度趋弱。从期限结构看，公司刚性债务以中长期债务为主，2020 年末中长期刚性债务占比 87.00%，短期偿债压力可控。从具体构成看，2020 年以来公司直融占比提升，成为当年末刚性债务最主要的构成。2020 年末公司金融机构借款、债券融资、基金融资余额分别为 53.47 亿元（含一年内到期的长期借款及长期应付款中的信托借款）、69.76 亿元（含一年内到期金额 1.99 亿元以及两期债权融资计划）、10.02 亿元（计入长期应付款科目）。其中公司金融机构借款以保证及质押借款为主，保证方主要为公司本部及股东临安国控，质押物主要为应收款权利。从借款主体看，公司金融机构借款主要集中于公司本部，2020 年末，公司本部金融机构借款余额 33.93 亿元，约占合并口径金融机构借款总额的 63%。公司长期应付款中的刚性债务主要包括应付福建兴银股权投资管理有限公司（简称“福建兴银”）

增资款 10.00 亿元<sup>26</sup>，应付农发基金对下属子公司杭州临安新农村建设有限公司（简称“新农村建设”）的投资 0.02 亿元<sup>27</sup>。从资金成本看，公司金融机构借款年利率约处于 4.17%-5.95%；直接融资成本基本处于 3%-5.5%之间。

图表 18. 2020 年末公司金融机构借款情况（单位：亿元）

| 借款类别    | 一年内到期的长期借款 | 长期借款  | 长期应付款 | 合计    |
|---------|------------|-------|-------|-------|
| 信用借款    | 4.50       | 0.00  | 0.73  | 5.23  |
| 保证借款    | 8.86       | 26.69 | 0.00  | 35.55 |
| 质押、保证借款 | 0.78       | 11.91 | 0.00  | 12.69 |
| 合计      | 14.14      | 38.60 | 0.73  | 53.47 |

资料来源：国兴集团

该公司于 2009 年起拓展债券融资渠道，以调整债务结构、控制财务成本。截至 2021 年 6 月末，公司待偿债券本金余额 70.00 亿元，已发行债券还本付息情况均正常。以 2021 年 6 月末时间节点看，公司存续债券（不含两期债权融资计划 5 亿元，分别在 2022 年及 2023 年到期）2022 年、2023 年及 2025 年到期还本付息规模分别为 12.62 亿元、22.20 亿元和 25.93 亿元，存在一定集中兑付压力。

图表 19. 截至 2021 年 6 月末公司存续债券概况

| 债项名称           | 发行金额<br>(亿元) | 待偿本金余额<br>(亿元) | 期限<br>(年) | 发行利率<br>(%) | 发行时间        |
|----------------|--------------|----------------|-----------|-------------|-------------|
| PR 临城建         | 10.00        | 2.00           | 7 年       | 6.94        | 2014 年 7 月  |
| 18 国兴 01       | 10.00        | 10.00          | 3+2 年     | 6.70        | 2018 年 8 月  |
| 19 国兴投资 MTN001 | 5.00         | 5.00           | 3 年       | 4.01        | 2019 年 1 月  |
| 19 国兴 01       | 8.00         | 8.00           | 7 年       | 5.05        | 2019 年 6 月  |
| 19 国兴 02       | 8.00         | 8.00           | 7 年       | 4.68        | 2019 年 8 月  |
| 19 国兴 03       | 7.00         | 7.00           | 7 年       | 4.70        | 2019 年 12 月 |
| 20 国兴投资 MTN001 | 5.00         | 5.00           | 3 年       | 3.03        | 2020 年 4 月  |
| 20 浙国兴集团 ZR001 | 2.00         | 2.00           | 3 年       | 5.20        | 2020 年 3 月  |
| 20 浙国兴集团 ZR002 | 3.00         | 3.00           | 2 年       | 4.70        | 2020 年 3 月  |
| 20 国兴 01       | 10.00        | 10.00          | 3+2 年     | 4.40        | 2020 年 7 月  |
| 20 国兴 02       | 10.00        | 10.00          | 3+2 年     | 4.49        | 2020 年 11 月 |
| 合计             | 78.00        | 70.00          | --        | --          | --          |

资料来源：国兴集团

### C. 或有负债

截至 2021 年 3 月末，该公司无或有事项。

<sup>26</sup> 福建兴银股权投资管理有限公司将兴银投资兴浙 3 号契约型私募投资基金募集资金 13 亿元向该公司下属子公司临安兴投建设有限公司增资，该公司自实际缴付首笔增资款之日起每年按一定收益率（1 年期 SHIBOR 利率+152.8BP）分期回购该部分股权，2018 年-2020 年公司合计回购 3.00 亿元。

<sup>27</sup> 国兴集团下属子公司新农村公司 2015 年接受农发基金投资款 3 亿元，按合同约定 5 年后由公司一次性回购。国兴集团已于 2020 年回购 3 亿元。



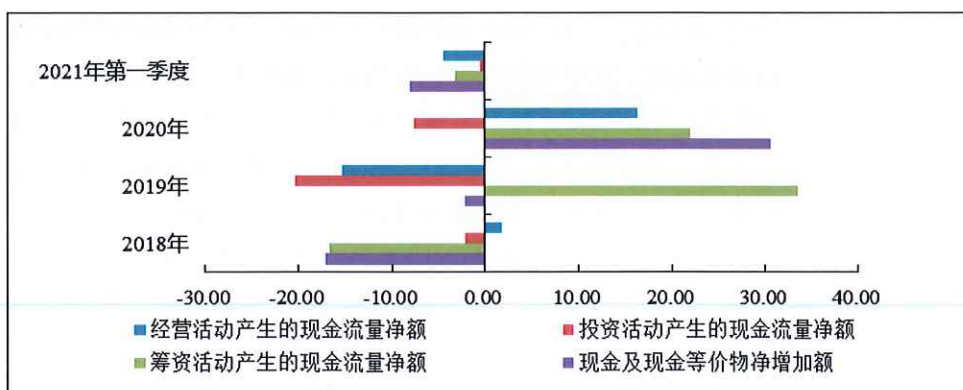
## (2) 现金流分析

受房地产业务收现及收入确认时点差异影响，该公司主业资金回笼存在一定波动，2018-2020 年及 2021 年第一季度公司营业收入现金率分别为 135.94%、113.15%、175.52%和 42.60%，处于较高水平，主要系房地产业务资金回笼较及时，且预收部分房款所致。往来款收付规模亦是经营性现金流净额的影响因素之一。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.79 亿元、-15.35 亿元、16.28 亿元和-4.42 亿元。其中，2018 年因商品房项目回笼较大额资金，且公司与临安其他区属国有企业资金往来形成一定资金净流入，当期经营性现金流呈净流入状态；2019 年，随着项目的持续投入及关联方往来款增加，当期经营性现金流呈净流出状态；2020 年，公司经营环节现金流转为净流入状态，主要系预收较大额售房款；2021 年第一季度，公司经营环节现金流呈净流出，主要系往来款净流出所致。

2018 年以来该公司投资活动主要核算理财产品及股权投资收付情况。2018-2020 年及 2021 年第一季度投资活动产生的现金流量净额分别为-2.10 亿元、-20.36 亿元、-7.64 亿元和-0.46 亿元。其中，2018 年公司因部分基建项目投入及支付福建兴银股权投资管理有限公司投资回购款，投资环节现金流继续呈净流出状态。2019 年投资活动呈现较大额净流出主要系当年公司向国润开发追加投资 18.02 亿元。2020 年投资活动净流出项主要系项目投入。

该公司主要通过银行借款和发行债券来弥补经营活动与投资活动的资金缺口。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-16.76 亿元、33.57 亿元、21.91 亿元和-3.24 亿元。2018 年起，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款及债券融入的资金，但因当期还本付息规模较大，2018 年公司筹资活动现金流呈净流出状态。2019 年以来公司加大外部融资力度，筹资性现金流持续大额净流入。

图表 20. 2018 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

2018-2020 年，该公司 EBITDA 分别为 7.90 亿元、7.85 亿元和 10.11 亿元，对利息支出保障程度较高。但由于基础设施建设及房产项目投入，公司已积累较大规模刚性债务，EBITDA 对刚性债务覆盖程度较弱。此外，近年公司非筹

资性现金流波动较大，无法对债务偿付形成有效保障。

图表 21. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

| 指标名称                 | 2018 年 | 2019 年  | 2020 年 |
|----------------------|--------|---------|--------|
| EBITDA/利息支出(倍)       | 1.39   | 1.70    | 1.36   |
| EBITDA/刚性债务(倍)       | 0.09   | 0.09    | 0.08   |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)  | 4.18   | -45.63  | 35.69  |
| 经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)  | 2.06   | -16.99  | 13.38  |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%) | -0.71  | -106.16 | 18.94  |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%) | -0.35  | -39.53  | 7.10   |

资料来源：国兴集团

### (3) 资产质量分析

2018-2020 年末该公司所有者权益分别为 101.85 亿元、105.63 亿元和 108.57 亿元。其中，因 2019 年临安区国资办将保安服务公司等 4 家公司股权无偿划入公司，增加资本公积 2.43 亿元，但因 2019 年 12 月实现同一控制企业合并，在编制比较合并财务报表时，已调整 2018 年末资本公积数额，故 2019 年末所有者权益总额较 2018 年末变动不大，增量主要来自未分配利润。2020 年以来继续因经营积累，公司净资产略有增长。2020 年末实收资本、资本公积及未分配利润占所有者权益的比重分别为 17.90%、40.82%和 30.08%。2021 年 3 月末公司所有者权益总额较 2020 年末略增 0.49%至 109.11 亿元，增量主要来自未分配利润。

2018-2020 年末该公司资产总额分别为 200.71 亿元、236.86 亿元和 287.91 亿元，以项目开发成本、应收类款项及货币资金等流动资产为主，同期末流动资产分别占比 83.94%、70.55%、74.76%和 74.19%。从具体构成看，公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成，2020 年末上述各项分别占比 23.41%、1.65%、22.45%和 50.34%。2020 年末，公司货币资金余额为 50.39 亿元，较 2019 年末增长 154.00%，主要系新增债券融资募集资金尚未使用完毕，其中受限资金 1.00 万元，期末现金比率为 83.96%，即期支付能力较好；预付账款余额为 3.56 亿元，较上年末增长 24.72%，存量主要为预付工程款及征地拆迁款；其他应收款主要为应收临安区其他国有企业及区属单位的往来款，同期末余额为 48.32 亿元，较上年末增长 60.58%，主要为向国润开发等临安区属其他国有企业拆出往来款的增加，存量应收临安国投往来款 13.78 亿元、应收国润开发 11.82 亿元、应收临安市临余公路临安段改建工程指挥部 5.23 亿元、应收临安区安置房建设管理中心 6.60 亿元、应收临安区财政局往来款 1.92 亿元，上述款项的收回受区属单位支付能力及支付进度影响较大，存在一定不确定性；存货余额较 2019 年末减少 2.24%至 108.36 亿元，主要系临安区国土资源局按原价加成一定财务费用重新收储位于青山湖街道和锦城街道的地块，期末土地资产较 2019 年末减少 11.31 亿元至 7.10 亿元，存量为以前年度政府划拨地块；以基础设施建设及房产项目为主的开发成本较

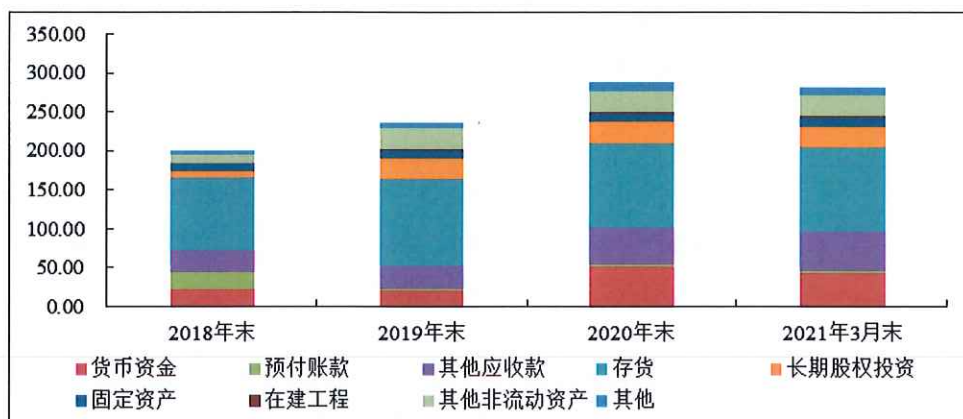


2019 年末增加约 13.6 亿元至 90.55 亿元；以完工房产项目为主的开发产品减至 9.00 亿元。

2020 年末该公司非流动资产总额为 72.68 亿元，与 2019 年末基本持平，以长期股权投资、固定资产和其他非流动资产为主。2020 年末长期股权投资余额 26.79 亿元，较 2019 年末基本无变动，存量主要为对联营企业国润开发、临安排水公司和杭州临安自来水有限公司（简称“临安自来水公司”）等股权投资；固定资产主要为房屋建筑物，较 2019 年末增长 5.72%至 11.07 亿元；其他非流动资产仍主要为公司的矿产资源及预付征迁款，当年末余额 28.20 亿元。

2021 年 3 月末，该公司资产总额较 2020 年末略减 2.04%至 282.05 亿元，主要系偿付到期债务消耗部分货币资金所致；期末流动资产总额较 2020 年末略减 2.78%至 209.24 亿元。其中货币资金较 2020 年末减少 16.12%至 42.27 亿元，期末现金比率为 63.60%，即期支付能力仍较好；其他科目较年初无变动。

图表 22. 2018 年末以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：国兴集团

#### （4）流动性/短期因素

2020 年以来，主要因预收房款的大幅增加以及新增融资资金的到位，该公司账面货币资金储备较充裕，短期偿债能力增强。2020 年末及 2021 年 3 月末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 287.85%和 149.86%。但公司资产中矿产资源、代建项目、征地拆迁成本及股权投资等变现能力较弱的资产占比较大，资产实际流动性一般。此外，截至 2020 年末，公司受限资产仅受限货币资金为 1 万元，为黄金业务存入的保证金，资产受限比例低。

图表 23. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标         | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 3 月末 |
|-----------------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率 (%)        | 466.93  | 535.70  | 358.63  | 314.82      |
| 现金比率 (%)        | 60.91   | 63.60   | 83.96   | 63.60       |
| 短期刚性债务现金覆盖率 (%) | 203.39  | 181.96  | 287.85  | 149.86      |

资料来源：国兴集团

### 3. 公司盈利能力

近年来该公司营业毛利主要来自房产销售和景区旅游业务，此外农村土地综合整治及保安服务业务也可为公司盈利实现提供一定补充。2018-2020 年，公司分别实现营业毛利 2.94 亿元、1.59 亿元和 6.66 亿元，其中房产销售业务的毛利贡献率分别为 48.21%、22.93%和 84.91%，2020 年贡献度明显提升，主要系当期房产销售额同比大幅增长，且以盈利空间大的商品房销售为主；景区旅游业务毛利贡献率分别为 12.58%、21.14%和-0.01%，2020 年因受疫情影响，该项业务处于经营亏损状态；农村土地综合整治业务的毛利贡献率分别为 26.20%、29.88%和 9.71%；2018-2020 年保安服务业务毛利贡献率分别为 9.09%、12.63%和 1.98%。同期，公司综合毛利率分别为 12.70%、8.87%和 25.66%，2019 年主要因盈利水平相对较高的房屋销售收入大幅下滑，综合毛利率相应下降。

从细分业务看，近三年房地产业务销售收入主要来自商品房销售和保障房销售，房地产业务毛利率受房地产市场行情及销售的房产类别等因素影响而有所波动。2018-2020 年该业务毛利率分别为 24.89%、50.75%和 49.91%，2019 年毛利率大幅提高系房屋尾盘销售中车位较多，利润率相对较高所致，2020 年毛利率持续处于高位，系当期房产销售以商品房成交为主；景区旅游方面，近年来由于大明山景区业务收入持续小幅下滑，但运营等相关成本仍持续增长，景区业务毛利率有所下滑，但仍处于较高水平，2018-2019 年毛利率保持在 45%以上，2020 年因受疫情影响，景区旅游收入下滑明显，业务经营由盈转亏，当期该业务毛利率为-0.21%。保安服务方面，近三年主要因人工成本的上升，该业务毛利率呈下滑态势。2018-2020 年毛利率分别为 22.56%、15.08%和 10.27%。物资销售方面，近三年来物资销售业务虽收入规模大但对该公司盈利贡献很小，且受黄金现货市场行情影响部分年度出现经营亏损，2018-2020 年该业务毛利率分别为-0.01%、0.00%和-0.04%。此外，农村综合整治业务由于按净额法计算，近三年该业务毛利率均为 100%。

图表 24. 2018 年以来公司营业毛利及毛利率变动情况（单位：亿元，%）

| 业务类型     | 2018 年 |        | 2019 年 |        | 2020 年 |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 营业毛利     | 2.94   | 100.00 | 1.59   | 100.00 | 6.66   | 100.00 |
| 物资销售     | -0.001 | -0.03  | 1.59   | 0.03   | -0.005 | -0.07  |
| 房产销售     | 1.42   | 48.21  | 0.36   | 22.93  | 5.66   | 84.91  |
| 景区旅游     | 0.37   | 12.58  | 0.34   | 21.14  | -0.001 | -0.01  |
| 农村土地综合整治 | 0.77   | 26.20  | 0.48   | 29.88  | 0.65   | 9.71   |
| 保安服务     | 0.27   | 9.09   | 0.20   | 12.63  | 0.13   | 1.98   |
| 其他       | 0.12   | 3.95   | 0.21   | 0.03   | 0.23   | 3.48   |
| 毛利率      | 12.70  |        | 8.87   |        | 25.66  |        |
| 物资销售     | -0.01  |        | 0.00   |        | -0.04  |        |
| 房产销售     | 24.89  |        | 50.75  |        | 49.91  |        |
| 景区旅游     | 50.54  |        | 46.35  |        | -0.21  |        |
| 农村土地综合整治 | 100.00 |        | 100.00 |        | 100.00 |        |



| 业务类型 | 2018 年 |       | 2019 年 |       | 2020 年 |       |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|      | 金额     | 占比    | 金额     | 占比    | 金额     | 占比    |
| 保安服务 |        | 22.56 |        | 15.08 |        | 10.27 |
| 其他   |        | 42.03 |        | 37.08 |        | 32.36 |

资料来源：国兴集团

该公司期间费用主要以财务费用为主，利息支出负担较重，近年来期间费用率不断提高，期间费用对毛利的侵蚀程度较高。2018-2020 年及 2021 年第一季度期间费用分别为 4.95 亿元、4.98 亿元、6.59 亿元和 1.36 亿元；期间费用率分别为 21.41%、27.78%、25.38%和 15.45%。同期公司投资净收益分别为 0.16 亿元、0.20 亿元、0.24 亿元和 0.97 万元，主要来自联营企业杭州临安自来水有限公司和杭州临安排水有限公司。

该公司自身盈利能力不佳，毛利难以覆盖财务费用，公司利润实现主要依赖于政府补助，2018-2020 年及 2021 年第一季度以政府补助为主的其他收益分别为 5.20 亿元、6.57 亿元、3.59 亿元及 0.05 亿元；同期公司分别实现净利润 3.28 亿元、3.37 亿元、3.10 亿元和 0.53 亿元。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

作为临安区主要的基础设施建设及国有资产运营主体，该公司在临安区基础设施项目、保障房建设等领域发挥重要职能作用。此外，公司负责运营大明山景区，主业具备一定专营优势。近年来房产销售是公司毛利的主要来源。目前公司房产项目（含保障房项目）储备较充足，后续公司收入及现金流较有保障；景区旅游板块及保安服务业务可为公司收入及毛利实现提供补充。公司基础设施建设项目拟通过委托代建模式及土地出让收益返还等方式实现资金平衡，代建费用支付及土地出让进度存在不确定性，由此已积累较大规模刚性债务，存在债务偿付压力。但目前公司负债经营程度适中，且债务期限结构较合理，存量货币资金储备可为即期债务偿付提供较好支撑。

### 2. 外部支持因素

该公司作为临安区城市基础设施建设主体，得到了临安区政府以增资、财政专项资金注入和财政补贴等方式对其发展的大力支持。2013 年，临安国资办以货币资金对公司增资 6.60 亿元。经临安区国资办批复，2019 年政府无偿将临安旅投、临安保安服务公司、杭州临安福地陵园有限公司和临安置房建设公司等划入公司，公司收入来源得到扩充。2018-2020 年及 2021 年第一季度以政府补助为主的其他收益分别为 5.20 亿元、6.57 亿元、3.59 亿元及 0.05 亿元。此外，公司与多家银行保持良好合作关系，截至 2020 年末，公司获得金融机构授信总额 77.64 亿元，未使用授信额度 23.56 亿元。

## 本次债券偿付保障分析

### 1. 盈利保障

该公司毛利主要来自房产销售、景区管理及农村土地综合整治，此外保安服务业务可为公司毛利实现提供重要补充，且作为临安区主要的基础设施建设主体，公司可持续获得项目建设补贴，近三年公司盈利规模较稳定，2018-2020 年及 2021 年第一季度公司分别实现净利润 3.28 亿元、3.37 亿元、3.10 亿元和 0.53 亿元。

### 2. 外部支持

该公司是临安区基础设施建设主体之一，承担了临安区主要的基础设施建设任务，可获得临安区在财政补贴、资产注入等方面的支持。且近年来临安区经济实现较快发展，可为公司经营提供较好的外部环境。

## 评级结论

该公司是临安区主要的基础设施建设和国有资产运营主体，实际控制人为临安国资办。公司已建立起符合业务管理要求的治理结构及组织架构，并制定了较为完善的治理制度。

该公司主业涉及城市基础设施建设、土地开发、房地产开发、矿产、旅游、物资销售及保安服务等多个领域。房产销售是公司主要的利润来源，但业绩实现易受项目建设及销售进度影响，近年收入波动较大；公司保安服务及景区旅游业务运营相较稳定，其中 2020 年景区旅游业务受疫情负面冲击影响较大，但自 2021 年起业绩呈现恢复性较快增长；公司物资销售业务收入贡献虽较大但规模逐年缩减，且基本无盈利空间。公司基础设施建设拟通过委托代建、配套土地出让收益和经营性收益等方式实现资金平衡，但代建费用支付及土地出让进度存在不确定性，占用公司资金规模较大，且后续在保障房项目建设尚存投资需求，存在投融资压力。

近年来该公司主业毛利受房产销售影响存在一定波动，而公司利息负担逐步加重，毛利难以覆盖财务费用，盈利对政府补助依赖度高。随着基础设施建设及保障房等项目投入，公司已累积较大规模的刚性债务，债务偿付对项目配套土地出让依赖较大，面临一定偿债压力，但目前公司负债经营程度适中，且债务期限结构较合理，存量货币资金储备可为即期债务偿付提供较好支撑。



## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次企业债存续期（本次企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年6月30日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

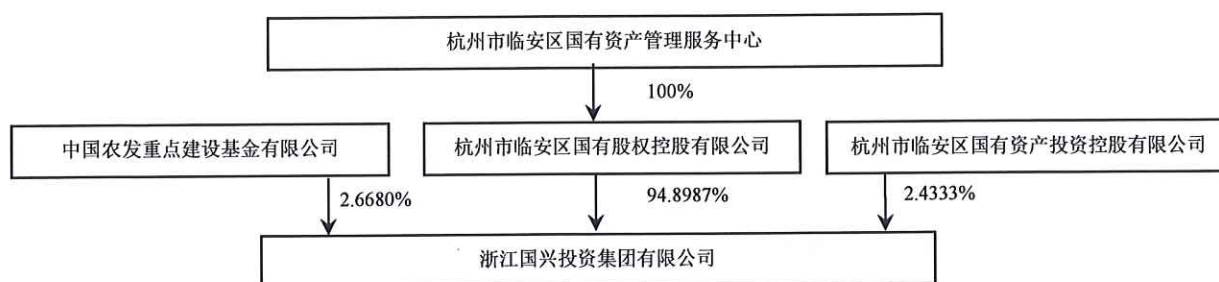
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

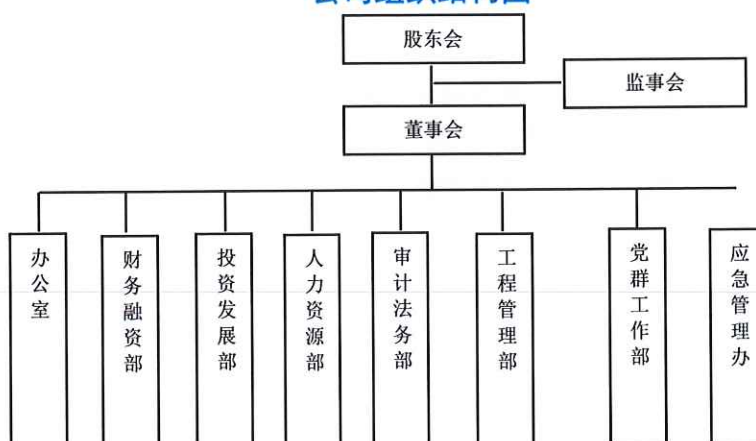
公司股权结构图



注：根据国兴集团提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据国兴集团提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）



附录三：

公司主业涉及的主要经营主体及其概况

| 名 称                |             | 母公司<br>持股比例 (%) | 主营业务      | 2020 年（末）主要财务数据 |               |              |             |                        |
|--------------------|-------------|-----------------|-----------|-----------------|---------------|--------------|-------------|------------------------|
| 全称                 | 简称          |                 |           | 刚性债务余额<br>（亿元）  | 所有者权益<br>（亿元） | 营业收入<br>（亿元） | 净利润<br>（亿元） | 经营环节现金流量<br>入量<br>（亿元） |
| 浙江国兴投资集团有限公司       | 公司本部        | —               | 基础设施建设等   | 109.05          | 88.18         | 3.17         | 0.25        | 9.38                   |
| 杭州大明山风景旅游有限公司      | 大明山旅游       | 100.00          | 景区管理      | 0.00            | 1.51          | 0.29         | -0.06       | -0.01                  |
| 杭州市临安区经济适用住房开发有限公司 | 临安经适房公<br>司 | 100.00          | 房地产开发、经营  | 0.40            | 2.43          | 0.16         | 0.08        | 4.12                   |
| 杭州临安新都房地产开发有限公司    | 临安新都房产      | 100.00          | 房地产开发、经营  | 0.00            | 7.75          | 7.35         | 2.83        | 1.72                   |
| 杭州临安新农村建设有限公司      | 临安新农村       | 100.00          | 新农村基础设施建设 | 10.50           | 7.02          | 0.65         | 0.02        | -0.74                  |
| 杭州临安保安服务有限公司       | 临安保安服务      | 100.00          | 保安服务      | 0.00            | 0.25          | 1.87         | 0.11        | 0.24                   |
| 杭州市临安区安置房建设开发有限公司  | 临安房开        | 100.00          | 安置房建设及销售等 | 0.00            | 1.11          | 0.01         | 0.003       | 0.41                   |

注：根据国兴集团提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2018 年 | 2019 年  | 2020 年 | 2021 年<br>第一季度 |
|----------------------|--------|---------|--------|----------------|
| 资产总额 [亿元]            | 200.71 | 236.86  | 287.91 | 282.05         |
| 货币资金 [亿元]            | 21.98  | 19.84   | 50.39  | 42.27          |
| 刚性债务[亿元]             | 71.99  | 108.68  | 134.62 | 131.85         |
| 所有者权益 [亿元]           | 101.85 | 105.63  | 108.57 | 109.11         |
| 营业收入[亿元]             | 23.14  | 17.94   | 25.97  | 8.78           |
| 净利润 [亿元]             | 3.28   | 3.37    | 3.10   | 0.53           |
| EBITDA[亿元]           | 7.90   | 7.85    | 10.11  | —              |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 1.79   | -15.35  | 16.28  | -4.42          |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -2.10  | -20.36  | -7.64  | -0.46          |
| 资产负债率[%]             | 49.25  | 55.40   | 62.29  | 61.32          |
| 长短期债务比[%]            | 173.99 | 320.69  | 198.82 | 160.20         |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 141.49 | 97.20   | 80.65  | 82.75          |
| 流动比率[%]              | 466.93 | 535.70  | 358.63 | 314.82         |
| 速动比率[%]              | 143.76 | 171.19  | 172.15 | 146.77         |
| 现金比率[%]              | 60.91  | 63.60   | 83.96  | 63.60          |
| 短期间性债务现金覆盖率[%]       | 203.39 | 181.96  | 287.85 | 149.86         |
| 利息保障倍数[倍]            | 1.30   | 1.57    | 1.28   | —              |
| 有形净值债务率[%]           | 97.74  | 125.46  | 166.66 | 159.89         |
| 担保比率[%]              | 4.91   | 3.41    | —      | —              |
| 毛利率[%]               | 12.70  | 8.87    | 25.66  | 22.19          |
| 营业利润率[%]             | 15.34  | 17.64   | 13.88  | 6.81           |
| 总资产报酬率[%]            | 3.52   | 3.30    | 3.62   | —              |
| 净资产收益率[%]            | 3.32   | 3.25    | 2.89   | —              |
| 净资产收益率*[%]           | 3.66   | 3.63    | 3.15   | —              |
| 营业收入现金率[%]           | 135.94 | 113.15  | 175.52 | 42.60          |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 4.18   | -45.63  | 35.69  | —              |
| 经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]  | 2.06   | -16.99  | 13.38  | —              |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -0.71  | -106.16 | 18.94  | —              |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -0.35  | -39.53  | 7.10   | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 1.39   | 1.70    | 1.36   | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.09   | 0.09    | 0.08   | —              |

注：表中数据依据国兴集团经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。其中因发生同一控制下企业合并事项，2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数/上期数。



附录五：

### 各项财务指标的计算公式

| 指标名称                 | 计算公式                                                             |
|----------------------|------------------------------------------------------------------|
| 资产负债率(%)             | 期末负债合计/期末资产总计×100%                                               |
| 长短期债务比(%)            | 期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%                                          |
| 权益资本与刚性债务比率(%)       | 期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%                                          |
| 流动比率(%)              | 期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%                                           |
| 速动比率(%)              | (期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%                |
| 现金比率(%)              | [期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%                |
| 利息保障倍数(倍)            | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)             |
| 有形净值债务率(%)           | 期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%      |
| 营运资金与非流动负债比率(%)      | (期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%                               |
| 担保比率(%)              | 期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%                                          |
| 毛利率(%)               | 1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%                                           |
| 营业利润率(%)             | 报告期营业利润/报告期营业收入×100%                                             |
| 总资产报酬率(%)            | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%                |
| 净资产收益率(%)            | 报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%                             |
| 净资产收益率*(%)           | 报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%         |
| 营业收入现金率(%)           | 报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%                                   |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)  | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2]×100%                     |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率(%)  | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%                        |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%) | (报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%) | (报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%     |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)                             |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]                                   |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录六：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级   |       | 含 义                               |
|-------|-------|-----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 发行人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 级  | 发行人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 级   | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
|       | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| 投 机 级 | BB 级  | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
|       | B 级   | 发行人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 级 | 发行人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 级  | 发行人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 级   | 发行人不能偿还债务                         |

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级   |       | 含 义                              |
|-------|-------|----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
|       | AA 级  | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
|       | A 级   | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
|       | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| 投 机 级 | BB 级  | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
|       | B 级   | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
|       | CCC 级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
|       | CC 级  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。     |
|       | C 级   | 不能偿还债券本息。                        |

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。



## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、准确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于2015年11月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。

