

2022年第一期浙江安吉两山国有控股集团有限公司

绿色债券

跟踪评级报告

 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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2022]101104】

评级对象: 2022 年第一期浙江安吉两山国有控股集团有限公司绿色债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺	稳定	AAA	2022 年 7 月 8 日
首次评级:	AA ⁺	稳定	AAA	2022 年 5 月 10 日

主要财务数据

项	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	0.00	0.00	8.55
刚性债务	0.15	—	61.75
所有者权益	254.12	243.07	264.21
经营性现金净流入量	0.00	0.15	-55.34
发行人合并数据及指标:			
总资产	801.55	874.43	943.42
总负债	546.74	578.97	592.84
刚性债务	416.22	464.96	507.14
所有者权益	254.81	295.46	350.58
营业收入	22.47	32.31	39.85
净利润	0.98	1.82	3.06
经营性现金净流入量	-11.05	-15.84	-51.47
EBITDA	6.19	8.63	10.90
资产负债率[%]	68.21	66.21	62.84
长短期债务比[%]	162.49	119.57	200.84
营业利润率[%]	5.64	6.97	7.25
短期刚性债务现金覆盖率[%]	78.30	49.75	58.01
营业收入现金率[%]	65.94	94.84	80.07
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-3.88	-6.30	-16.92
EBITDA/利息支出[倍]	0.29	0.35	0.50
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02
担保方数据:			
所有者权益	106.67	116.42	111.35
期末担保余额	501.67	480.03	634.62
融资性担保放大倍数(倍)	3.24	3.67	4.94

注: 发行人数据根据两山国控经审计的 2019 年模拟财务报告、2020 年和 2021 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中投保经审计的 2019-2021 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算。

分析师

邬羽佳 wyj@shxsj.com
 徐丽 xuli@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对浙江安吉两山国有控股集团有限公司(简称两山国控、发行人、该公司或公司)及其发行的 22 两山绿色债 01 的跟踪评级反映了 2021 年以来两山国控在区域环境、政府支持、区域专营性及担保增信等方面保持优势,同时也反映了公司在项目投融资、债务负担、资产流动性及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势:

- 区域环境较好。**依托良好的资源和区位优势,安吉县大力发展绿色产业,2021 年以来全县经济运行总体平稳,为两山国控业务开展提供了较好的外部环境。
- 政府支持力度大。**两山国控作为安吉县核心的政府性项目建设及国有资本运营主体,在地方国资体系中地位显著。跟踪期内,公司获得股东货币增资,同时持续获得政府在业务、资产及资金等方面的有力支持。
- 业务区域专营优势。**两山国控承担了安吉县大量土地整理和基础设施建设业务,同时还开展了部分市政公用及经营性业务,具备一定的区域专营优势,跟踪期内,营业收入保持增长态势。
- 担保增信。**中投保为本期债券提供的担保依然有效,可有效提升本期债券的安全性。

主要风险:

- 项目投融资压力。**两山国控土地整理及设施建设项目众多,结算和资金回笼相对滞后,公司持续面临较大的投融资压力。
- 债务负担较重,资产流动性欠佳。**近年来随着业务规模和集团体系的扩大,两山国控已积聚

较大规模债务，同时刚性债务规模持续攀升，即期偿付压力不断增大；公司资产沉淀于项目投入和往来占款，流动性欠佳。

- **对外担保风险。**跟踪期内，两山国控对外担保规模依然较大，不利于财务风险的控制。

➤ 未来展望

通过对两山国控及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2022 年第一期浙江安吉两山国有控股集团有限公司绿色债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2022 年第一期浙江安吉两山国有控股集团有限公司绿色债券（简称“22 两山绿色债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据两山国控提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对两山国控的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据 2022 年 4 月《国家发展改革委关于浙江安吉两山国有控股集团有限公司发行绿色债券注册的通知》（发改企业债券[2022]104 号），该公司拟发行不超过 14.1 亿元企业债券的申请获批通过，所筹资金 8.80 亿元用于浙江省安吉县静脉产业园建设项目，5.30 亿元用于补充营运资金。2022 年 6 月，公司发行了规模为 8.00 亿元的 22 两山绿色债 01，期限为 7 年，由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，募集资金中 5 亿元用于静脉产业园项目建设，3 亿元用于补充公司营运资金。

静脉产业园项目计划总投资为 14.03 亿元，建设周期 2 年，于 2021 年 7 月开工建设。截至 2022 年 6 月末，静脉产业园项目所在地的土地征用与房屋拆迁等政策处理工作已全部完成，污泥处置中心等工程也已启动建设，公司已投入 4.01 亿元。

截至 2022 年 7 月 2 日，该公司存续期债券待偿还余额为 176.10 亿元，其中公司本部、安吉产投、安吉城投和安吉交投待偿还本金余额分别为 71.90 亿元、15.60 亿元、53.00 亿元和 35.60 亿元。

图表 1. 公司存续期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限(年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
21 安吉两山 PPN001	13.00	5	5.45	2021-07-23	
21 两山 D2	10.00	1	4.00	2021-08-24	
21 两山 01	10.00	5	5.40	2021-09-16	
21 安吉两山 PPN002	5.00	5	5.40	2021-10-25	
21 两山 02	2.00	5	5.30	2021-10-27	
21 两山 D3	8.00	1	4.20	2021-11-16	
21 安吉两山 PPN003(乡村振兴)	3.00	2	4.90	2021-11-29	
22 两山 01	2.90	3	4.73	2022-03-23	
22 安吉 D1	10.00	1	3.00	2022-05-19	
22 两山绿色债 01	8.00	7	3.60	2022-06-09	
两山国控小计	71.90	--	--	--	--
18 安吉专项债 01	3.00	7	7.00	2018-11-16	已偿付本金 0.60 亿元

债项名称	发行金额 (亿元)	期限(年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
19 安吉专项债	4.00	7	6.80	2019-04-25	已偿付本金 0.80 亿元
19 安国投	10.00	5	6.70	2019-10-16	
安吉产投小计	17.00	--	--	--	--
18 安吉绿色债 01	5.00	7	7.20	2018-04-27	已偿付本金 2.00 亿元
18 安吉绿色债 02	5.00	7	7.49	2018-09-21	已偿付本金 1.00 亿元
19 安城 02	5.00	5	6.80	2019-10-15	
20 安城 01	7.50	5	5.60	2020-03-19	
21 安吉城投 PPN001	10.00	5	5.98	2021-02-24	
21 安城 01	5.50	3	5.98	2021-03-05	
21 安城 02	3.00	3	5.69	2021-08-26	
22 安投 01	5.00	3	4.00	2022-05-30	
22 安吉城投 PPN001	10.00	3	4.20	2022-06-15	
安吉城投小计	56.00	--	--	--	--
20 安交 01	8.50	5	6.19	2020-03-24	
20 安交 02	6.50	5	5.50	2020-06-19	
20 安吉交投 GN001	1.00	3	5.50	2020-07-02	
21 安交 01	8.50	3	5.99	2021-01-29	
21 安交 02	5.00	3	5.30	2021-06-08	
21 安交 03	6.10	3	5.18	2021-11-19	
安吉交投小计	35.60	--	--	--	--

资料来源：Wind（截至 2022 年 7 月 2 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境发生了明显的不利变化，经济发展的压力加大。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱、衰退风险加大，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响仍在延续。全球物价指数涨幅创多年新高，采取紧缩性货币政策抗击通胀已成为包括

美联储、欧洲央行等在内的全球多数央行的一致行动，推动了利率快速大幅攀升，进一步加重了债务负担，叠加美元明显走强，全球经济金融运行面临重大挑战。俄乌军事冲突加剧地缘政治风险的同时，也威胁了全球的粮食和能源安全，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境较前次相比已发生了明显的不利变化，面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大。失业率从高位回落，消费者物价指数温和上涨、工业生产者出厂价格指数涨幅逐渐下降。工业中采矿业的生产与盈利增长均较快，而除高技术产业外的制造业大多明显放缓或同比下降，上中下游的强弱差异仍较为明显。消费受到的负面影响最大，恢复也较为缓慢；基建、高技术制造业以及技改投资对固定资产投资增长贡献较大，房地产开发投资仍低迷；受高基数与港口运输影响，出口增速回落但具韧性。人民币汇率阶段性承压，在SDR（特别提款权）中的份额提升，人民币资产对全球投资者的吸引力有望提升。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复和实现年度目标提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债的发行与资金使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展以及重大项目的支持；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计工业生产在高技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（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渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，

政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

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。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国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，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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

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。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。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。具体来看，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年下半年至2019年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。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。

2021年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021年4月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和

市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

(3) 区域经济环境

依托良好的资源和区位优势，安吉县大力发展绿色产业，初步形成以健康休闲为优势产业，绿色家居、高端装备制造为主导产业，信息经济、通用航空、现代物流为新兴产业的“1+2+3”生态产业体系。近年来全县经济运行总体平保持增长。2021年以来，随着疫情得到有效控制，全县经济发展回暖，工业及服务业发展仍是经济增长主要动力。

安吉县为湖州市下辖县，位于浙江省西北部浙皖交界处，东靠湖州市郊区及德清县，南接杭州市余杭区和临安县，西邻安徽宁国县、广德县，北靠湖州市长兴县。全县县域面积 1886 平方公里，下辖 8 镇 3 乡 4 街道，拥有 1 个国家级农业科技园区、1 个省级经济开发区、1 个省际承接产业转移示范区和 1 个国家级旅游度假区。截至 2020 年 10 月 31 日，安吉县常住人口 58.64 万人。

安吉县地处长三角腹地，是上海黄浦江的源头、杭州都市圈重要的西北节点，距上海 209 公里，杭州 65 公里，湖州 68 公里；是连接长三角东西两翼和东中部的重要地区，是浙江重要的出省门户。全县拥有高铁 1 条、高速公路 2 条、通用航空机场 1 座；随着商合杭高铁、申嘉湖高速西延段的通车，已形成至宁波、上海、南京等周边省市主要城市 1 小时交通圈和至杭州、德清、长兴等县市区半小时交通圈。

依托良好的资源和区位优势，安吉县大力发展绿色产业，初步形成以健康休闲为优势产业，绿色家居、高端装备制造为主导产业，信息经济、通用航空、现代物流为新兴产业的“1+2+3”生态产业体系。近年来全县积极发展特色产业，地方经济保持增长。2019-2021 年安吉县分别实现地区生产总值 470.73 亿元、487.06 亿元和 566.33 亿元，增速分别为 7.8%、4.3% 和 10.8%，其中 2020 年受新冠肺炎疫情影响，全市经济增速有所下降；2021 年，由于上年基数较低以及生产经营稳步恢复，经济增速回升显著。从湖州市所辖各区县经济总量情况来看，安吉县经济总量排名较为靠后，2021 年全市二区三县中位列第 4。安吉县二三产业较为发达，2021 年全县第一、二、三产业增加值分别实现 27.87 亿元、274.24 亿元和 264.22 亿元，分别增长 2.9%、13.5% 和 9.1%；三次产业结构进一步调整为 4.9:48.4:46.7。

图表 2. 近年来安吉县主要经济指标及增速

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值（亿元）	470.73	7.8	487.06	4.3	566.33	10.8
第一产业增加值（亿元）	27.53	1.7	28.04	1.4	27.87	2.9
第二产业增加值（亿元）	211.38	6.8	216.35	5.3	274.24	13.5
第三产业增加值（亿元）	231.82	9.7	242.67	3.8	264.22	9.1
规模以上工业增加值（亿元）	145.55	7.3	183.39	8.4	248.41	18.2
全社会固定资产投资（亿元）	175.43	13.1	187.59	6.9	227.64	21.4
社会消费品零售总额（亿元）	209.43	6.7	195.62	-6.6	--	8.1

指标	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速(%)	金额	增速(%)	金额	增速(%)
进出口总额(亿元)	274.75	8.3	346.29	26.4	456.82	31.6

资料来源：根据 2021《湖州市统计年鉴》、2019-2021 年安吉县国民经济和社会发展统计公报整理

近年来安吉县工业经济保持平稳运行，2019-2021 年，全县分别实现规模以上工业增加值 145.55 亿元、183.39 亿元和 248.41 亿元，增速分别为 7.3%、8.4% 和 18.2%。从分类来看，2021 年轻工业实现增加值 150.94 亿元，同比增长 18.4%；重工业实现增加值 97.47 亿元，增长 13.5%。三大主导产业中，涵盖特色椅业、绿色竹业、生态家纺的绿色家居行业全年实现工业增加值 101.16 亿元，占规上工业增加值的 40.7%；涵盖绿色食品和健康医药的生命健康行业全年实现工业增加值 55.90 亿元，占规上工业增加值的 22.5%；涵盖高端装备和信息经济的装备制造业全年实现工业增加值 45.89 亿元，占规上工业增加值的 18.5%。

投资、消费和进出口是安吉县经济增长的主要动力。投资方面，2019-2021 年，全县固定资产投资额分别为 175.43 亿元、187.59 亿元和 227.64 亿元，增速分别为 13.1%、6.9% 和 21.4%，主要集中于第三产业。消费方面，2019-2021 年，全县社会消费品零售总额增速分别为 6.7%、-6.6% 和 8.1%，其中 2020 年受疫情影响，消费市场增长乏力；2021 年在线上消费需求释放、文旅消费加快发展等带动下，消费市场快速恢复。进出口方面，安吉县历来为外贸出口大县，家具、塑木制品、竹木制品为主要出口品种，但外贸品类总体附加值不高，易受外部因素影响，抗风险能力相对偏弱。2019-2021 年，全县分别实现进出口总额 274.75 亿元、346.29 亿元和 456.82 亿元，增速分别为 8.3%、26.4% 和 31.6%。

2020 年以来，得益于高铁通车以及城市建设的持续推进，城市竞争力有所增强，安吉县房地产市场保持增长。2021 年全县房地产开发投资完成 80.39 亿元，增长 12.6%；商品房销售面积 139.59 万平方米，增长 7.8%；商品房销售额 182.57 亿元，增长 10.2%。

近年来，安吉县土地交易市场成交量主要来自于工业用地，随着项目落地以及特色产业持续推进，全市工业用地成交量持续保持在较高规模；但成交价依然主要依托于住宅及综合用地。2019-2021 年，安吉县土地成交总面积分别为 255.81 万平方米、240.48 万平方米和 236.10 万平方米，其中工业用地成交面积占比分别为 42.23%、46.98% 和 56.100%；全市土地成交总价分别为 54.43 亿元、60.52 亿元和 61.77 亿元，其中住宅及综合用地成交价合计占比分别为 58.07%、75.40% 和 80.15%。

2. 业务运营

该公司为安吉县核心的政府性项目开发建设及国有资本运营主体，在全地方国资体系中具有重要的地位。公司业务板块主要涉及政府性项目开发建设以及经营性业务等，也是公司营业收入的主要来源。2021 年，随着商贸服务板块的拓展，公司营业收入明显提升，但盈利水平总体有所下降。政府性项目的投建占用了公司大量资金，但结算进度和资金回笼相对滞后，加之还有较大的待投规模，公司持续面临较大的投融资压力。

该公司原主要负责安吉县城区内的部分市政基础设施建设，业务范围较为有限。2020年3月，安吉县财政局将持有的安吉产投、安吉城投和安吉交投100%股权全部无偿划转至公司，公司业务范围和整体规模得以扩大。安吉产投、安吉城投和安吉交投均为安吉县内的开发主体，主要负责城区及乡镇的土地整理、市政及交通基础设施建设、以及国有资产经营等业务。合并完成后，公司成为安吉县核心的政府性项目投建主体，承担了安吉县政府性项目的开发建设以及国有资本运营的职能。

该公司本部主要承担控股职能，具体业务主要通过子公司安吉产投、安吉城投和安吉交投开展，业务范围涵盖土地整理及基础设施建设等政府性项目、水务及交通等市政公用类业务、房地产开发及商品销售等各项经营性业务。跟踪期内，主要受商贸服务板块业务规模扩大影响，公司营业收入呈现快速增长，盈利水平依然有限。2021年，公司营业收入同比增长23.32%至39.85亿元，毛利率为10.58%，较上年变化不大。公司业务呈现多元化发展，其中商贸服务、设施建设、土地业务、房产开发和公共水务板块是近年来公司主要的收入来源，2021年收入占比分别为43.57%、21.56%、12.69%、9.97%和6.36%。

图表3. 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

业务类型	2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸服务板块	68,227.83	21.11	15.59	173,624.42	43.57	11.05
设施建设板块	112,380.13	34.78	10.54	85,930.75	21.56	10.11
土地业务板块	53,263.29	16.48	8.11	50,556.42	12.69	7.35
房地产开发业务	19,896.96	6.16	10.50	39,716.55	9.97	19.24
公共水务板块	18,114.58	5.61	-9.79	25,340.62	6.36	5.81
交通运输板块	7,804.38	2.42	-79.63	6,308.14	1.58	-77.17
其他业务	43,462.02	13.45	31.52	17,015.35	4.27	37.28
合计	323,149.19	100.00	10.71	398,492.26	100.00	10.58

资料来源：两山国控

(1) 经营性业务

2021年该公司经营性业务板块表现出不同的发展态势，其中商贸服务板块收入已超过政府性项目收入，成为公司营业收入的主要来源，同时房地产销售收入和公共水务板块收入占比也有不同幅度的上升，成为公司营业收入的主要来源之一。其中商贸服务板块主要包括商品贸易、能源及矿产销售、汽车销售、物业租赁等业务；2021年由于安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司（简称“七彩灵峰旅投”）和浙江安吉两山振兴旅游投资发展有限公司（简称“两山振兴旅投”）并表，新增有机化学原料等商品贸易业务和广电网络业务。2021年，商贸服务板块实现收入17.36亿元，主要受益于钢管建材贸易规模的扩大，以及由于新并表子公司带入的化工原料、猪肉食品等品类的贸易业务及广电网络业务等，因此2021年商贸服务板块收入较上年增长154.48%，收入规模占全年公司营业收入的43.57%，毛利率为11.05%，受毛利低的钢管建材贸易收入占比上升影响，毛利率较上年回落5.54个百分点。2021年，由于凤凰中心广场和孝丰南门商业广场商品房项目结转销售，全年结转房地产销售收入3.97亿元，较上年增长99.61%；由于2020年结转的房产收入中部分来自于安置房，故2021年毛利率较上年提升8.74

个百分点至 19.24%。公共水务板块主要包括自来水销售、污水处理以及管网安装等业务，受益于自来水售水量持续增长以及污水处理量的增长，2021 年公共水务板块收入较上年增长 39.89% 至 2.53 亿元；毛利率由上年的 -9.79% 提升至 2021 年的 5.81%，主要是 2020 年因划拨的管网资产开始计提折旧，同时部分老旧管网更新导致成本增长所致。公司交通运输板块依然包括长途客运、公交运营、出租车运营、新能源汽车租赁和包车运营等交通运输业务，主要受高铁站开通分流影响，2021 年收入较上年下降 19.17% 至 6308.14 万元；同时由于车辆折旧、燃油、人工成本不断上升，交通运输板块持续亏损，全年毛利率为 -77.17%，2021 年，政府因此给予补贴 5582.94 万元，可覆盖亏损。此外，公司还有包括因驾校培训产生的培训收入；由于为安吉县交通运输局、安吉县公路管理局等企事业单位提供设计咨询服务产生的服务费收入以及对对县内道路提供的监理服务的相关收入等，收入规模依然较为有限。

为扶持安吉县内企业的发展，该公司还从事担保和融资租赁业务，由子公司安吉产投及其下属安吉县产业投资发展有限公司（简称“安吉产投”）负责。其中担保业务主要由子公司安吉产投下属安吉县国信担保有限公司（简称“国信担保”）负责运营，融资租赁业务由安吉产投下属浙江两山融资租赁有限公司（简称“两山融租”）负责运营。2021 年以来，为防范风险公司逐步缩小融资租赁以及对外担保规模，全年担保融资业务收入较上年下降 45.43% 至 2696.12 万元，毛利率为 20.93%。国信担保主要为安吉县内乡镇平台、一般企业及“三农”企业提供融资性担保和政策性担保，运作模式为和银行签署合作协议，为合作银行需要增信的贷款客户提供担保服务，担保费率方面企业客户为 1%/年，农户为 0.5%/年，单个客户的担保额度一般不超过 500 万元，并要求对一定金额以上的担保追加固定资产抵押和第三方担保等措施。截至 2021 年末，公司在保业务 594 笔，在保责任金额合计为 6.01 亿元，累计担保代偿金额为 1242.75 万元，已追回 1070.93 万元，其余正通过诉讼方式追偿。两山融租自 2019 年起开展融资租赁业务，主要在浙江省内开展业务，包括直租及售后回租业务，客户类型主要为小微企业，租赁期限主要为 1-2 年；截至 2021 年末，公司融租业务不良率为 0，应收融资租赁款 1.03 亿元，融资租赁净利息收益率为 6.90%。

（2）基础设施建设业务

跟踪期内，该公司依然是安吉县城市开发建设的投融资和建设主体，业务涵盖城市基础设施建设、旧城改造及旅游项目的建设、市政公用工程建设、园林绿化工程、道路管网施等项目，业务范围主要分布于全县范围内，具体业务由子公司安吉产投、安吉城投及安吉交投开展。跟踪期内，公司业务模式依然较以前年度保持一致，主要以委托代建模式开展基建业务，通过与县政府及相关单位签订委托代建协议承接项目，主要通过自筹资金开展项目建设，待竣工验收后移交委托方，按照成本加成模式回收成本并收取一定比例代建管理费。

该公司承担了安吉县内大部分基础设施建设业务，经过多年的开发建设，已完成了县内大部分市政道路建设和拓宽改造项目、桥梁建设改造项目、景观建设改造项目、城市改造项目等，但结算进度受相关结算单位结算计划影响有所滞后。截至 2021 年末，公司完工基建项目仍有超过 150 亿元投入未进行结算，已结算项目尚余约 26 亿元资金暂未收回，结算和资金回笼进度较为滞后。2019-2021 年，公司分别实现设施建设业务

收入 5.95 亿元、11.24 亿元和 8.59 亿元；同期毛利率分别为 11.48%、10.54% 和 10.11%，主要受结算项目加成比例不同影响，毛利率呈下滑趋势。

2021 年 5 月，安吉产投子公司浙江天子湖实业投资有限公司（简称“天子湖实业”）全部股权转出后，该公司不再运营天子湖镇的基础设施建设业务；同时七彩灵峰旅投全部股权划入后，公司新增灵峰旅游度假区的基础设施建设业务。现阶段公司推进的重点项目主要包括安吉全域旅游游运一体化提升工程、交投公路提升改建工程、安吉灵峰“绿水青山就是金山银山”理论实践示范区美丽乡村提升工程和安吉灵峰旅游度假区剑山等三村重点乡村旅游景区建设项目等，截至 2021 年末，公司主要在建基建项目计划总投资 134.81 亿元，已投资 85.72 亿元。现阶段暂无拟建项目。

图表 4. 截至 2021 年末公司主要在建基建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设周期（年-年）	计划总投资	已投资	建设主体
灵芝路改造	2014-2023	13,000.00	12,527.22	安吉城投
递铺港北段改造工程	2013-2023	55,000.00	50,419.87	安吉城投
递铺港河道整理	2013-2022	30,000.00	27,951.99	安吉城投
后寨路延伸段	2016-2023	15,000.00	13,695.14	安吉城投
绕城东线	2014-2022	35,000.00	30,631.14	安吉城投
玉馨路	2017-2023	18,000.00	15,958.51	安吉城投
穆皇东路	2016-2024	25,000.00	20,488.89	安吉城投
凤凰路	2014-2024	14,000.00	11,913.48	安吉城投
黄浦江源精品观光带改造提升工程	2014-2023	13,000.00	12,527.22	安吉城投
水杭线改建工程	2021-2023	55,000.00	773.22	安吉交投
安吉全域旅游游运一体化提升工程	2021-2023	205,348.00	139,199.35	安吉交投
交投公路提升改建工程	2014-2022	164,432.61	204,404.70	安吉交投
安吉县杭垓镇等七个乡镇共同富裕人居环境提升项目	2022-2024	247,316.00	207,288.60	安吉交投
安吉县新能源电动汽车体验馆及充电设施网络建设项目	2020-2023	76,568.10	46,016.70	安吉交投
安吉县中部地区绿色交通提升项目	2021-2022	24,200.00	20,410.18	安吉交投
安吉灵峰“绿水青山就是金山银山”理论实践示范区美丽乡村提升工程	2020-2023	148,615.00	6,517.17	安吉产投
安吉灵峰旅游度假区剑山等三村重点乡村旅游景区建设项目	2019-2023	166,294.00	24,205.68	安吉产投
灵峰旅游度假区旅游观光配套设施提升工程	2020-2023	30,350.00	6,821.95	安吉产投
灵峰旅游度假区横山坞艺术民宿村旅游基础设施建设工程	2020-2023	12,000.00	5,416.11	安吉产投
合计	--	1,348,123.71	857,167.12	--

资料来源：两山国控

（3）土地整理业务

跟踪期内，该公司土地整理业务模式依然较以前年度保持一致。公司土地整理业务的运营主体为子公司安吉城投和安吉产投，整理范围原为除安吉经济开发区外的县域范围；2021 年 5 月，安吉产投子公司安吉紫梅实业有限公司（简称“紫梅实业”）全部股权转让后，公司不再运营梅溪镇土地整理业务。从业务模式上看，公司受政府委托对中心城区和乡镇相关地块进行土地整理及相关基础设施建设工作。具体来看，安吉城投接受安吉县人民政府委托进行征地拆迁和土地一级开发，前期投资由安吉城投自筹并垫

付，土地整理工作完成后移交国土局挂牌出让并回收成本；安吉产投则接受各乡镇政府及下属单位委托，对乡镇相关地块进行土地整理工作，包括土地农整、征地拆迁及安置房建设等，整理工作分段完工或全部完工后经审计确认后移交给乡镇政府，同时向安吉县财政局申请结算。土地整理项目一般于每年年末根据验收结算的建设成本，按照合同约定加成比例确认收入。

近年来该公司主要进行灵芝区块、天使乐园、城东新区（二期）、余墩区块、城东新区（红外线）、祥友工业园区、驿站西侧、芝里地块（汪家庄）等地块的整理开发以及部分农整工程进行了开发整理。其中城东新区一期地块、灵芝区块（三、四、五号区块）、红庙村农整工程等项目已完工截至 2021 年末，公司已完工的土地开发整理项目涉及面积约 1400 亩，累计投资额 17.17 亿元，已结算收入 18.75 亿元，获得回款 16.03 亿元。2021 年，公司实现土地整理收入 5.06 亿元，毛利率为 7.35%。

截至 2021 年末，该公司主要在整理土地面积约 4200 亩，计划总投资 115.60 亿元，已投资 95.15 亿元。此外，公司在土地整理过程中还承担了相应区域的征地拆迁成本，截至 2021 年末，公司已支付征拆成本约 90 亿元，未来将陆续与政府进行移交结算。

图表 5. 截至 2021 年末公司主要在整理地块明细（单位：万元，亩）

地块名称	整理期间	回款期间	面积	计划总投资	已投资
灵芝区块	2013-2023	2020-2028	436.00	120,000.00	106,229.04
天使乐园	2013-2025	2020-2030	605.00	110,000.00	102,349.21
城东新区(二期)	2014-2024	2022-2030	400.00	85,000.00	81,484.61
余墩区块	2016-2023	2020-2027	325.00	80,000.00	71,957.57
城东新区(红线外)	2015-2022	2021-2025	269.00	55,000.00	49,432.51
祥友工业园区	2014-2023	2020-2028	227.00	75,000.00	71,684.82
驿站西侧	2014-2023	2020-2028	89.00	50,000.00	44,861.86
芝里地块(汪家庄)	2015-2024	2020-2030	147.00	57,000.00	21,894.73
丰华五星酒店	2014-2024	2021-2029	125.00	30,000.00	19,953.97
上郎村城中村(中心区块)	2014-2024	2020-2032	103.00	20,000.00	16,991.27
天山坞项目(原百花园)	2017-2025	2023-2030	117.00	29,000.00	12,780.30
铜山桥区块	2013-2025	2022-2032	76.00	12,000.00	10,414.08
城东新区	2016-2022	2020-2030	59.00	12,000.00	9,179.05
灵峰区块（一期）	2010-2023	2022-2024	246.4	85,000.00	74,273.27
灵峰区块（二期）	2013-2023	2022-2024	218	75,000.00	63,352.85
灵峰景区土整项目	2012-2023	2022-2024	203	70,000.00	56,702.54
竹峰区块	2015-2023	2022-2024	145	50,000.00	31,207.57
剑山村区块	2015-2023	2022-2024	101.45	35,000.00	30,584.57
下扇区块	2014-2022	2021-2023	95.65	33,000.00	27,642.91
灵峰度假区	2012-2023	2022-2024	110.14	38,000.00	27,050.56
水口队区块	2014-2022	2021-2023	101.45	35,000.00	21,423.21
合计	--	--	4,199.09	1,156,000.00	951,450.50

资料来源：两山国控

管理

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构保持稳定，组织架构和经营管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构保持稳定，组织架构和经营管理制度未发生重大变化。截至 2021 年末，公司注册资本 50 亿元，股东和实际控制人均为安吉县财政局。公司产权状况详见附录一。

根据该公司提供的本部 2022 年 7 月 1 日《企业信用报告》，子公司安吉交投 2022 年 7 月 4 日《企业信用报告》，安吉城投 2022 年 7 月 1 日《企业信用报告》显示，公司本部、安吉交投及安吉城投无不良信贷记录。根据子公司安吉产投 2022 年 7 月 5 日《企业信用报告》，安吉产投已结清贷款中有 2 笔关注类借款，根据公司提供的说明，均系银行系统原因造成。

根据 2022 年 7 月 5 日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，该公司本部及子公司安吉产投、安吉城投和安吉交投无重大异常记录。

财务

近年来随着业务规模和集团体系的扩大，公司负债规模快速增长，财务杠杆处于较高水平；同时债务持续攀升，即期偿付压力不断增大。公司资产沉淀于项目投入和往来占款，实际流动性欠佳；同时公司盈利对投资净收益及财政补贴等非经常损益依赖较大，资产获利能力较弱。此外，公司对外担保规模较大，不利于财务风险的控制。

1. 公司财务质量

苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021 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。公司执行企业会计准则及其补充规定。

该公司自 2021 年 1 月 1 日起执行财政部于 2017 年修订的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》《企业会计准则第 24 号—套期会计》和《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（简称“新金融工具准则”）。2017 年 7 月 5 日，财政部发布修订的《企业会计准则第 14 号—收入》（财会【2017】22 号）（简称“新收入准则”）。修订后的准则规定，首次执行该准则应当根据累积影响数调整当年年初留存收益及财务报表其他相关项目金额，对可比期间信息不予调整。公司自 2021 年 1 月 1 日起实施，并按照有关衔接规定进行了处理。2018 年 12 月 7 日，财政部发布修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》（财会【2018】35 号），要求在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报表的企业，自 2019 年 1 月 1 日起施行；其他执行企业会计准则的企业自 2021 年 1 月 1 日起施行。公司自 2021 年 1 月 1 日起实施，并按照有关衔接规定进行了处理。

图表 6. 执行新准则对期初报表影响情况（单位：万元）

项目	2020年12月31日	调整数			2021年1月1日
		新金融工具准则影响金额	新收入准则影响金额	小计	
预收款项	485857.46	--	-482725.25	-482725.25	3132.21
合同负债	--	--	466371.97	466371.97	466371.97
其他流动负债	2910.82	--	16353.29	16353.29	19264.11
负债合计		--	0.00	0.00	
可供出售金融资产	50056.76	-50056.76	--	-50056.76	--
其他权益工具投资	--	50056.76	--	50056.76	50056.76
资产合计	50056.76	0.00	--	0.00	50056.76

资料来源：两山国控

2021年末，该公司合并范围内子公司较上年末增加31家，包括新设立10家，股权转让2家，政府无偿划转19家；当年末公司合并范围内子公司较上年末减少9家，其中政府无偿划转7家，因持股比例下降丧失控制权2家。截至2021年末，公司合并范围内子公司共175家，其中一级子公司8家。

2021年，该公司通过股权收购而纳入合并范围的子公司2家，分别为浙江安吉君茂实业有限公司（简称“君茂实业”）和安吉赋石水库管理有限公司（简称“赋石水库公司”）。其中君茂实业主要运营君茂酒店，由公司以零对价收购，赋石水库公司旗下拥有赋石水库，由公司以评估价16.91亿元收购。公司与出让方安吉县赋石水库管理所签订了《股权转让协议》，约定股权转让价款为169,070.1409万元，截至2021年12月末，公司按照协议付款进度已支付股权转让款129,070.1409万元。

2021年，安吉县人民政府为提高国企资本运营效率，优化资源配置，对安吉产投进行了股权置换调整：紫梅实业和天子湖实业100%股权划出安吉产投合并范围，两山振兴旅投和七彩灵峰旅投100%股权划入安吉产投合并范围，划转基准日为2021年1月1日，上述股权划转事项已于2021年5月完成工商变更。紫梅实业和天子湖实业主要负责梅溪镇区块和天子湖区块的基础设施建设和土地整理业务，两山振兴旅投和七彩灵峰旅投主要负责部分主城区及乡镇旅游投资开发、广电业务、贸易业务及七彩灵峰度假区的运营。本次股权置换涉及的子公司资产及收入规模差异有限，对该公司财务状况影响有限，但对营业收入结构带来一定调整。

图表 7. 截至2020年末划转子公司合并口径经营及财务情况（单位：亿元）

名称	划转方向	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
安吉紫梅实业有限公司	划出	94.20	32.62	2.50	0.77
浙江天子湖实业投资有限公司	划出	110.48	29.45	8.86	--
划出合计	--	204.68	62.07	11.36	0.77
浙江安吉两山振兴旅游投资发展有限公司	划入	65.78	16.40	1.54	-0.07
安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司	划入	96.60	50.95	12.13	0.67
划入合计	--	162.38	67.35	13.67	0.60

资料来源：两山国控

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，随着业务规模的扩大以及往来资金流出，该公司负债规模持续增长，财务杠杆总体处于较高水平。2021年末，公司负债总额较上年末增长2.40%至592.84亿元，资产负债率较上年末下降3.37个百分点至62.84%。

该公司负债期限结构偏长期，2021年末长短期债务比为200.84%。从负债构成看，公司负债依然以刚性债务为主，2021年末较上年末增长9.07%至57.14亿元，占负债总额的85.54%。年末刚性债务以长期为主，长期刚性债务占比为75.79%。公司刚性债务主要由银行借款、非银机构借款和应付债券构成，2021年末分别占刚性债务总额的52.93%、10.99%和35.83%。其中银行借款年末余额为268.41亿元，较上年末增长13.97%，年利率区间主要在4.10%-8.25%，借款主体较为分散，主要为各级子公司，其中安吉产投、安吉城投和安吉交投银行借款余额占比分别为47%、40%和13%；公司借款主要为质押借款、保证借款和抵押/保证借款，质押物主要为定期存单、应收账款未来收益权以及水费收费权等，保证人主要为安吉产投、安吉城投和安吉交投，抵押物主要为房屋建筑物和土地使用权等。非银金融机构借款年末余额为55.46亿元，较上年末下降18.39%，主要为融资租赁借款，还有少量信托借款及其他机构融资等，年利率区间主要在5.65%-9.90%。已发行债券年末余额为180.81亿元，较上年末增长17.61%，主要为公司本部、安吉产投、安吉城投和安吉交投发行的债券，票面利率区间主要在5.18-7.49%。

除刚性债务外，该公司负债还主要分布在合同负债和其他应付款，2021年末占分别占总负债的3.45%和7.40%。由于2021年执行新会计准则，预收工程及售房款等款项由预收款项重分类至合同负债科目核算，2021年末合同负债为20.45亿元；相应的2021年末预收款项则快速下降，2019-2021年末分别为38.21亿元、48.59亿元和0.24亿元。其他应付款主要公司系与当地企事业单位的往来款，以及少量保证金及押金等，2019-2021年末分别为78.52亿元、48.85亿元和43.89亿元，随着往来款持续收回总体呈现下降趋势，其中2021年末主要包括应付安吉县赋石水库管理所股权收购款4亿元，应付安吉新农村建设有限公司往来款2.61亿元，应付安吉浙建投资有限公司往来款1.79亿元，应付安吉县新农村建设发展总公司往来款2.35亿元，应付安吉景溪置业有限公司往来款1.97亿元等。此外，公司专项应付款为公司收到的各类项目建设专项资金，2019-2021年末分别为7.26亿元、7.45亿元和8.31亿元，趋于增长。

该公司主要为当地国企提供担保，担保规模较大，不利于财务风险的控制。截至2021年末，公司对外担保规模（不含国信担保）136.86亿元，担保比率39.04%。其中为安吉县城西北开发有限公司借款提供担保，期末担保余额为23.84亿元；为浙江吉宁高速公路有限公司借款提供担保，期末担保余额为21.54亿元；为紫梅实业借款担保，期末担保余额为16.50亿元；为浙江安吉国控建设发展集团有限公司借款担保，期末担保余额为14.46亿元；为安吉嘉豪建设有限公司借款担保，期末担保余额为10.16亿元。公司对外担保规模大，存在代偿风险。

图表 8. 2021 年末公司对外担保事项（单位：亿元）

被担保方	担保余额
安吉县城西北开发有限公司	23.84
浙江吉宁高速公路有限公司	21.54
安吉紫梅实业有限公司	16.50
浙江安吉国控建设发展集团有限公司	14.46
安吉嘉豪建设有限公司	10.16
浙江安吉修竹绿化工程有限公司	9.81
浙江天子湖实业投资有限公司	8.75
安吉县新农村建设发展总公司	6.60
安吉县天子湖农业综合开发有限公司	3.18
安吉天子湖农业综合开发有限公司	2.97
安吉县天子湖新农村建设开发有限公司	2.43
安吉新城新农村综合开发有限公司	2.30
安吉彩峰贸易有限公司	2.00
浙江兴港建设有限公司	1.53
安吉天湖膨润土经营有限公司	1.40
其余 53 家企业	9.39
合计	136.86

资料来源：两山国控

(2) 现金流分析

该公司经营活动现金流主要反映土地整理和基础设施建设、市政公用类业务以及各项经营性业务的现金流入流出以及经营性往来款收付等。2021 年，公司营业收入现金率为 80.07%，较上年下降 14.77 个百分点，主要受政府性项目回款进度影响；2021 年，公司主业投入规模有所扩大，主业现金回笼依然无法覆盖支出，加之往来款呈现净流出规模亦呈现扩大，因此经营活动产生的现金净流出额较上年扩大 24.87% 至 51.47 亿元。

该公司投资活动现金流主要反映购建长期资产、对外投资及收回和实现的分红等。2021 年，主要由于购买赋石水库支付 12.91 亿元，公司投资活动产生的现金流量净额同比增长 158.74% 至 -30.79 亿元。2021 年，公司获得股东资本金实缴，通过取得外部融资款以及发行债券等融入资金，同时偿付债务本息等，公司筹资活动产生的现金流量净额为 85.18 亿元，同比增长 8.24%。

(3) 资产质量分析

跟踪期内，受益于股东资本金实缴到位、政府注入资产以及持续的经营积累等，该公司所有者权益规模快速扩大，2021 年末为 350.58 亿元，较上年末增长 18.66%。其中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占所有者权益的比重分别为 5.71%、88.40%、1.22% 和 4.66%。年末实收资本为 20.02 亿元，较上年末增加 16.42 亿元。资本公积主要系权益法核算的被投资单位其他权益变动和资本性投入，2021 年以来受划转股权以及无偿拨入拨出资产等因素影响，较上年末增长 12.34% 至 309.93 亿元，2021 年

末主要包括财政资本性拨款 64.47 亿元、股权资产 68.30 亿元、政府债券置换资金转入 63.87 亿元、特许经营权资产 40.84 亿元以及土地及房产 30.10 亿元。未分配利润则受持续经营积累影响较上年末增长 170.99% 至 4.28 亿元。少数股东权益年末余额为 16.35 亿元，受非全资子公司少数股东注资等因素影响，较上年末增长 13.69%。

2021 年末，该公司资产总额较上年末增长 7.89% 至 943.42 亿元。公司资产主要集中于流动资产，年末流动资产占资产总额的比重为 82.02%。2021 年末，公司流动资产为 772.76 亿元，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，占资产的比重分别为 7.55%、25.48% 和 46.76%。其中货币资金年末余额为 71.23 亿元，其中受限金额为 17.41 亿元。其他应收款主要为公司与安吉县政府机构和企事业单位的往来款，2021 年末较上年末增长 9.17% 至 240.37 亿元，其中 2021 年末主要包括应收安吉县财政局往来款 30.36 亿元，安吉灵峰旅游度假区管理委员会往来款 29.33 亿元，安吉国润新农村建设有限公司往来款 21.58 亿元，安吉灵溪旅游发展有限公司往来款 13.49 亿元和安吉县民生村镇建设发展有限公司往来款 15.28 亿元等。存货主要系项目开发成本和土地资产，近年来随着项目研发投入不断增长，2021 年末较上年末增长 8.37% 至 441.14 亿元，年末主要包括基建及土地整理开发成本 419.68 亿元和土地资产 17.47 亿元等。此外，预付款项主要为公司预付的征拆资金、房地产开发工程款等，主要受预付款项转存货影响，2021 年末较上年末下降 75.96% 至 10.61 亿元，年末主要包括安吉县人民政府昌硕街道办事处征拆款 2.45 亿元、安吉华悦置业有限公司 1.85 亿元工程款和安吉昌宇置业有限公司工程款 1.70 亿元等。

该公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成，2021 年末分别占资产总额的 5.16% 和 5.78%。固定资产主要为房屋建筑物、政府拨入的管网资产等，2021 年末由于购买赋石水库资产较上年末增长 85.23% 至 48.65 亿元。无形资产原主要为土地资产，2021 年由于县政府拨入公共停车泊位特许经营权和砂石资源经营利用权合计 40.84 亿元较上年末大幅增长至 54.52 亿元。此外，可供出售金融资产和其他权益工具投资为公司投资的企业，由于会计政策变更，2021 年末可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资，2019 年末和 2020 年末可供出售金融资产分别为 4.52 亿元和 5.01 亿元，由于追加被投资企业投资，2021 年末其他权益投资工具余额为 13.58 亿元。投资性房地产主要系成本模式计量的房产及土地使用权，2021 年末主要因振州工业园项目对外出租以及新购入用于经营的君茂酒店等因素影响较上年末增长 28.50% 至 21.21 亿元；其他非流动资产主要为政府划拨的道路及基础设施等资产，2021 年末由于清理收费权到期的道路资产 20.97 亿元因此较上年末大幅下降至 1.59 亿元，年末主要包括代管安吉县城西水厂投资 0.86 亿元以及预付长期资产购置款 0.55 亿元等。

(4) 流动性/短期因素

该公司资产中流动资产占比高，账面资产流动性指标处于较好水平。公司流动资产主要集中于项目开发成本和区属相关企业的往来占款，实质资产流动性欠佳。2021 年末，公司短期债务规模有所下降，账面货币资金对短期刚性债务的覆盖能力有所增强。

图表 9. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率 (%)	337.77	291.62	392.65
现金比率 (%)	32.08	30.07	36.14
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	78.31	49.75	58.01

资料来源：两山国控

截至 2021 年末，该公司受限资产合计 58.09 亿元，占资产总额的比重为 6.16%。其中货币资金中 17.41 亿元用于借款质押、保函和票据保证金受限；存货、投资性房地产、固定资产和无形资产中部分房屋和土地使用权因用于银行贷款抵押受限，受限金额分别为 16.25 亿元、10.11 亿元、7.03 亿元和 6.97 亿元；其他流动资产中存储保证金 0.31 亿元由于对外担保而受限。

图表 10. 截至 2021 年末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	17.41	24.45	质押银行贷款、保函、票据保证金等
存货	16.25	3.68	抵押银行贷款
其他流动资产	0.31	22.26	对外担保
投资性房地产	10.11	47.68	抵押银行贷款
固定资产	7.03	14.44	抵押银行贷款
无形资产	6.97	12.78	抵押银行贷款
合计	58.09	--	--

资料来源：两山国控

3. 公司盈利能力

2021 年，营业毛利和非经常性损益依然为该公司盈利的主要来源，且非经常性损益对净利润的贡献度有所增长。当年公司营业毛利为 4.22 亿元，在营业收入规模增长的带动下，较上年增长 21.90%。当年投资净收益、营业外净收入和其他收益分别为 0.91 亿元、0.49 亿元和 6.78 亿元，其中投资收益主要系对安吉景溪置业有限公司投资产生的收益；其他收益主要系政府补助，趋于增长。

图表 11. 公司 2019-2021 年盈利来源及构成分析（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业毛利	36694.83	34600.25	42176.40
投资净收益	7393.89	11435.61	9129.17
公允价值变动净收益	--	--	--
营业外净收入	-1567.36	796.68	4863.52
其他收益	38121.51	53222.91	67785.26
合计	80642.87	100055.45	123954.35

资料来源：根据两山国控所提供数据整理、绘制。

2021 年该公司期间费用合计 8.43 亿元，其中管理费用和财务费用占比分别为 61.39% 和 29.14%。其中管理费用以职工薪酬和折旧与摊销费用为主，主要受员工薪酬

增加以及业务规模扩大影响较上年增长 55.25% 至 5.17 亿元；财务费用为 2.46 亿元，较上年变化不大，由于利息支出大部分资本化处理，财务费用未能体现公司实际利息负担。

2021 年，该公司利润总额为 3.38 亿元，净利润为 3.06 亿元，分别同比增长 44.76% 和 68.29%，当年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.78% 和 0.95%，资产获利能力欠佳。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

经合并重组后，该公司成为安吉县核心的政府性项目投资建设主体，统一负责安吉县的政府性项目开发建设以及国有资本运营，主要负责城区及乡镇的土地整理、市政及交通基础设施建设、以及国有资产经营等业务，在项目承接、资金及资产划拨等方面持续获得政府大力支持。跟踪期内，随着经营性业务收入规模不断扩大，公司营业收入保持增长；2021 年，公司实现营业收入 39.85 亿元，同比增长 23.32%。公司持续获得政府拨入资金、国有企业股权、土地及房产等，权益资产规模持续扩大，2021 年末公司所有者权益为 350.58 亿元，较上年末增长 18.66%。

2. 外部支持因素

该公司与各金融机构建立了良好互信的长期合作关系，通过银行融资获得了较大规模贷款。截至 2021 年末，公司在银行授信总额度为 597.98 亿元，其中已使用授信额度 341.28 亿元，剩余授信 256.70 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

本期债券由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2021 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，其中国家开发投资公司为其控股股东。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 12. 截至 2021 年末中投保股权结构

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计:		39.93	88.74

资料来源：中投保

截至 2021 年末，中投保经审计的合并口径资产总额为 262.56 亿元，净资产为 111.35 亿元；当年实现营业总收入 23.81 亿元，其中已赚保费 4.45 亿元，投资收益 11.99 亿元，净利润 8.07 亿元。

中投保是经国务院批准特例试办、财政部和原国家经贸委共同发起组建，国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。2021 年，中投保锚定“十四五”规划，稳步推进“一体两翼”业务架构布局，“一体”即信用增进，“两翼”即资产管理和金融科技，当年，随着公共融资类担保业务储备项目大量落地，中投保担保业务规模显著回升；中投保代偿率控制在较低水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，历史追偿效果较好。资产管理方面，中投保成立了包括中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）等在内的资产管理业务平台，通过加强合规经营，增强主动管理能力，借助良好的信誉加大产品开发和资金渠道开拓力度，使得其资产管理规模维持在一定水平。金融科技方面，中投保与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司联手打造的网金社（现更名为“三潭科技”）借助股东背景，在金融科技领域有所创新，并已在普惠金融行业形成一定的业务优势。在确保担保业务正常开展的前提下，中投保开展了一定规模的资金业务，目前主要分布于定期存款、基金、债券、股权投资、理财计划、委托贷款等，近年来，中投保根据《融资担保公司资产比例管理办法》有关规定逐步调整投资组合，提高货币资金、定期存款等 I 级资产占比，同时压降信托计划、委托贷款等。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力较强。随着担保业务的扩张以及投资业务种类的增加，中投保仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

依托良好的资源和区位优势，安吉县大力发展绿色产业，初步形成以健康休闲为优势产业，绿色家居、高端装备制造为主导产业，信息经济、通用航空、现代物流为新兴产业的“1+2+3”生态产业体系。近年来全县经济运行总体平保持增长。2021 年以来，随着疫情得到有效控制，全县经济发展回暖，工业及服务业发展仍是经济增长主要动力。

该公司为安吉县核心的政府性项目开发建设及国有资本运营主体，在全地方国资体系中具有重要的地位。公司业务板块主要涉及政府性项目开发建设以及经营性业务等，

也是公司营业收入的主要来源。2021 年，随着商贸服务板块的拓展，公司营业收入明显提升，但盈利水平总体有所下降。政府性项目的投建占用了公司大量资金，但结算进度和资金回笼相对滞后，加之还有较大的待投规模，公司持续面临较大的投融资压力。

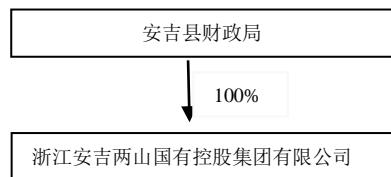
近年来随着业务规模和集团体系的扩大，公司负债规模快速增长，财务杠杆处于较高水平；同时债务持续攀升，即期偿付压力不断增大。公司资产沉淀于项目投入和往来占款，实际流动性欠佳；同时公司盈利对投资净收益及财政补贴等非经常损益依赖较大，资产获利能力较弱。此外，公司对外担保规模较大，不利于财务风险的控制。

本期债券由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

同时，我们仍将持续关注：（1）安吉县经济发展情况；（2）该公司建设项目的建设进度及资金压力；（3）代建项目款项的回笼进度；（4）债务融资环境的变化对公司的影响；（5）对外担保风险；（6）担保方信用质量变化情况等。

附录一：

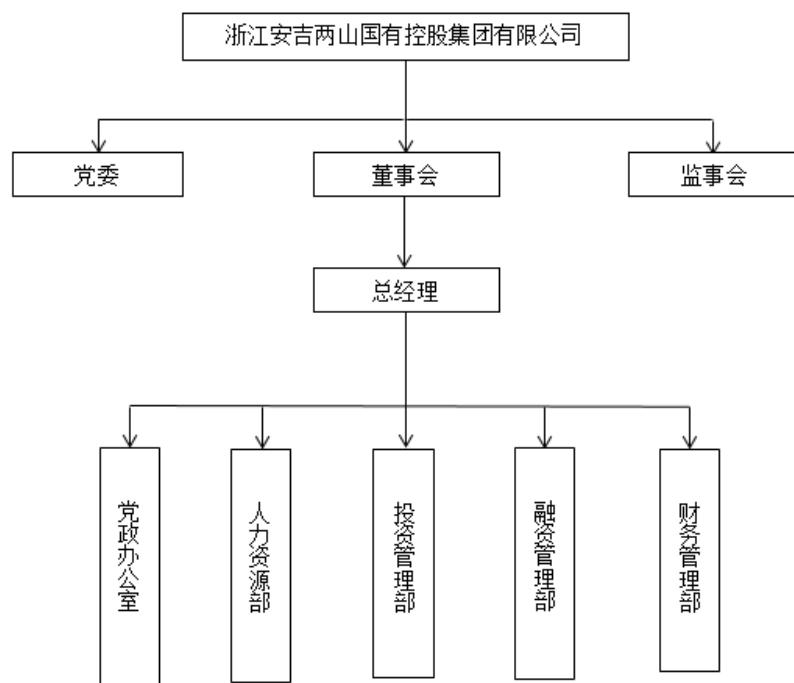
公司股权结构图



注：根据两山国控提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据两山国控提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 ¹ (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
浙江安吉两山国有控股集团有限公司	两山国控	本部	控股公司服务、国有资本经营和 国有股权管理	61.75	264.21	0.00	0.09	-55.34	单体口径
安吉县产业投资发展集团有限公司	安吉产投	100.00	国有资本运营、产权交易、投资与 管理等	171.16	144.44	12.23	1.58	0.26	合并口径
安吉县城市建设投资集团有限公司	安吉城投	100.00	城市基础设施建设、土地整理、房 地产开发经营等	159.60	112.68	16.20	1.46	5.15	合并口径
安吉县交通投资发展集团有限公司	安吉交投	100.00	城市公共交通、道路货物运输、 客运服务；交通基础设施投资、 开发、建设、养护及管理等	74.48	114.61	13.34	1.81	0.08	合并口径

注：根据两山国控提供资料整理

¹ 子公司刚性债务均为其财务报表中短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券的合计数。

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]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 [亿元]	801.55	874.43	943.42
货币资金 [亿元]	66.82	79.29	71.23
刚性债务[亿元]	416.22	464.96	507.14
所有者权益 [亿元]	254.81	295.46	350.58
营业收入[亿元]	22.47	32.31	39.85
净利润 [亿元]	0.98	1.82	3.06
EBITDA[亿元]	6.19	8.63	10.90
经营性现金净流入量[亿元]	-11.05	-15.84	-51.47
投资性现金净流入量[亿元]	-3.72	-11.90	-30.79
资产负债率[%]	68.21	66.21	62.84
长短期债务比[%]	162.49	119.57	200.84
权益资本与刚性债务比率[%]	61.22	63.54	69.13
流动比率[%]	337.77	291.62	392.65
速动比率[%]	146.36	120.49	163.40
现金比率[%]	32.08	30.07	36.14
短期刚性债务现金覆盖率[%]	78.30	49.75	58.01
利息保障倍数[倍]	0.18	0.22	0.33
有形净值债务率[%]	223.77	205.21	200.55
担保比率[%]	89.93	65.69	39.04
毛利率[%]	16.34	10.71	10.58
营业利润率[%]	5.64	6.97	7.25
总资产报酬率[%]	0.51	0.65	0.78
净资产收益率[%]	0.41	0.66	0.95
净资产收益率*[%]	0.36	0.61	1.00
营业收入现金率[%]	65.94	94.84	80.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.54	-6.71	-22.34
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-2.90	-3.60	-10.59
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.41	-11.76	-35.71
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-3.88	-6.30	-16.92
EBITDA/利息支出[倍]	0.29	0.35	0.50
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02

注：表中数据依据两山国控经审计的 2019 年模拟财务报告，2020 年和 2021 年财务数据整理、计算。

附录五：

中投保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	106.67	116.42	111.35
总资产（亿元）	265.13	258.52	262.56
货币资金（亿元）	57.68	12.42	27.57
风险准备金（亿元）	12.68	29.94	26.45
营业收入（亿元）	22.97	38.95	23.81
担保业务收入	1.78	2.16	9.99
营业利润（亿元）	9.70	12.52	10.32
净利润（亿元）	8.31	8.34	8.07
平均资本回报率（%）	8.95	3.82	8.21
风险准备金充足率（%）	2.53	8.11	5.62
融资性担保放大倍数（倍）	3.24	3.67	4.94
担保发生额（亿元）	87.70	192.03	-
期末担保余额(亿元)	501.67	480.03	634.62
当期担保代偿率（%）	0.28	0.15	0.00
代偿回收率（%）	2.76	1.90	0.37
担保损失率（%）	0.00	1.00	0.84

注 1：根据中投保经审计的 2019-2021 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：融资性担保放大倍数由中投保计算并提供。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	4
		盈利能力	9
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	7
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	7
		流动性	8
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		5
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA+

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2022年5月10日	AA+/稳定	邬羽佳、徐丽	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年7月8日	AA+/稳定	邬羽佳、徐丽	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级	历史首次评级	2022年5月10日	AAA	邬羽佳、徐丽	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年7月8日	AAA	邬羽佳、徐丽	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录八：

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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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%
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%
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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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+其他长期债务
 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

担保方各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
当期担保代偿率	当期代偿金额/当期解除担保金额×100%
代偿回收率	当年累计代偿回收金额/(年初代偿余额+当年累计代偿额)×100%
担保损失率	代偿损失核销额/当年累计解除担保额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录九：

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。