

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

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100731】

评级对象： 及其发行的 22 两山绿色债 01 与 22 两山绿色债 02

	22 两山绿色债 01	22 两山绿色债 02
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AAA/2023 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 28 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AAA/2022 年 7 月 8 日	—
首次评级：	AA+/稳定/AAA/2015 年 5 月 10 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 7 月 7 日

跟踪评级观点

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，近年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，能够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，营业收入保持增长。
- 担保增级。中投保为 22 两山绿色债 01 提供的担保依然有效，可有效提升该期债券的安全性。

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。两山国控对外担保规模较大，不利于财务风险的控制。
- 子公司管控压力。两山国控业务运营由下属子公司实施，业务范围广泛且较为分散，持续面临管控压力。

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，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 22 两山绿色债 01 还本付息安全性极强，并给予 AAA 信用等级；认为 22 两山绿色债 02 还本付息安全性很强，并给予 AA+ 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
母公司口径数据：			
货币资金[亿元]	0.00	8.55	6.68
刚性债务[亿元]	0.00	61.75	86.31
所有者权益[亿元]	—	264.21	314.19
经营性现金净流入量[亿元]	0.15	-55.34	-12.91
合并口径数据及指标：			
总资产[亿元]	874.43	943.42	1275.67
总负债[亿元]	578.97	592.84	781.78

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
刚性债务[亿元]	464.96	507.14	669.87
所有者权益[亿元]	295.46	350.58	493.89
营业收入[亿元]	32.31	39.85	43.18
净利润[亿元]	1.82	3.06	2.68
经营性现金净流入量[亿元]	-15.84	-51.47	-141.14
EBITDA[亿元]	8.63	10.90	15.52
资产负债率[%]	66.21	62.84	61.28
长短期债务比[%]	119.57	200.84	188.27
短期刚性债务现金覆盖率[%]	49.75	58.01	51.00
EBITDA/利息支出[倍]	0.35	0.50	0.45
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.03
担保人合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	258.52	262.56	279.76
所有者权益[亿元]	116.42	111.35	109.42
融资性担保放大倍数* (倍)	3.67	4.53	5.37
当期担保代偿率* (%)	0.15	0.00	0.38

注 1: 发行人数据根据两山国控经审计的 2020-2022 年财务数据整理、计算; 担保人数据根据中投保经审计的 2020-2022 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算, 2021 年末数据以 2022 年年报披露为准。

注 2: 指标*均由中投保提供, 详见其年报。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM-GG001 (2022.12)

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		3
	财务风险		4
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
	调整理由： 无		
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素		+2
	支持理由： 两山国控作为安吉县核心的基础设施建设主体，可获政府支持。		
主体信用级别			AA ⁺

同类企业比较表

企业名称 (全称)	2022 年/末主要数据					
	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营性现金净 流入量 (亿 元)
嘉善县国有资产投资集团有限公司	781.74	266.26	65.94	43.81	1.25	2.51
宁波市奉化区投资集团有限公司	650.85	229.42	64.75	37.02	1.97	-43.85
浙江安吉两山国有控股集团有限公司	1275.67	493.89	61.28	43.18	2.68	-141.4

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”）和 2022 年第二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 02”）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 2022 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。2022 年 7 月，公司发行了规模为 6.10 亿元的 22 两山绿色债 02，期限为 7 年，募集资金中 3.8 亿元用于静脉产业园项目建设，2.3 亿元用于补充公司营运资金。截至 2022 年末，募集资金已使用 12.41 亿元，其中 7.50 亿元用于静脉产业园项目建设，4.91 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 年末，静脉产业园项目累计已投资 11.51 亿元。在工程前期准备方面，基地测量、项目规划设计、可行性研究等工作已完成；在基础设施配套方面上，区块对外交通 306 省道、绕城北线、阳光大道、天荒坪路等均已建成使用，片区外围给排水、电力、电讯、有线电视等市政配套设施均同步到位；在工程施工方面，除垃圾焚烧电厂由于规划调整还在前期准备阶段，其余建设项目已完成 85%左右。

截至 2023 年 6 月 7 日，该公司存续期债券待偿还余额为 198.40 亿元，其中公司本部、安吉产投、安吉城投、安吉交投和浙江安吉城市运营管理集团有限公司待偿还本金余额分别为 78.00 亿元、14.20 亿元、63.10 亿元、35.60 亿元和 7.50 亿元

图表 1. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
22 两山绿色债 02	6.10	7 年	4.00	2022 年 7 月	
22 两山绿色债 01	8.00	7 年	3.60	2022 年 6 月	
21 两山 02	2.00	5 年	5.30	2021 年 10 月	
21 安吉两山 PPN002	5.00	5 年	5.40	2021 年 10 月	
21 两山 01	10.00	5 年	5.40	2021 年 9 月	
21 安吉两山 PPN001	13.00	5 年	5.45	2021 年 7 月	
23 两山 01	10.00	3 年	4.54	2023 年 4 月	
22 两山 02	8.00	3 年	3.93	2022 年 11 月	
22 两山 01	2.90	3 年	4.73	2022 年 3 月	
21 安吉两山 PPN003(乡村振兴)	3.00	2 年	4.90	2021 年 11 月	
22 安吉 D2	10.00	1 年	3.00	2022 年 7 月	
19 安吉专项债	4.00	7 年	6.80	2019 年 4 月	已兑付本金 1.60 亿元
18 安吉专项债 01	3.00	7 年	7.00	2018 年 11 月	已兑付本金 1.20 亿元
22 安产 01	1.00	3 年	3.45	2022 年 9 月	

债项名称	发行金额（亿元）	期限	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
19 安国投	10.00	5 年	6.70	2019 年 10 月	已兑付本金 1.00 亿元
20 安交 02	6.50	5 年	5.50	2020 年 6 月	
23 安交 01	8.50	5 年	5.20	2023 年 3 月	
21 安交 03	6.10	3 年	5.18	2021 年 11 月	
21 安交 02	5.00	3 年	5.30	2021 年 6 月	
21 安交 01	8.50	3 年	5.99	2021 年 1 月	
20 安吉交投 GN001	1.00	3 年	5.50	2020 年 7 月	
22 安投 01	5.00	3 年	4.00	2022 年 5 月	
23 安吉城投 PPN001	6.00	3 年	5.29	2023 年 3 月	
安吉城投集团 3.8% N20260320	6.80	3 年	3.80	2023 年 3 月	
G23 安吉城投 01	6.80	3 年	3.80	2023 年 3 月	
21 安吉城投 PPN001	10.00	5 年	5.98	2021 年 2 月	
22 安城 02	5.00	3 年	3.50	2022 年 9 月	
18 安吉绿色债 02	5.00	7 年	7.49	2018 年 9 月	已兑付本金 2.00 亿元
22 安吉城投 PPN001	10.00	3 年	4.20	2022 年 6 月	
18 安吉绿色债 01	5.00	7 年	7.20	2018 年 4 月	已兑付本金 3.00 亿元
21 安城 02	3.00	3 年	5.69	2021 年 8 月	
21 安城 01	5.50	3 年	5.98	2021 年 3 月	
23 安运 01	7.50	3 年	5.29	2023 年 3 月	

资料来源：两山国控、wind

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产和盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构

对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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”发展新格局、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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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”发展新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）行业因素

近年来，随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化，城投企业融资重点受控，区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用，中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压，自身市场化转型也将加速推进，期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

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。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021 年，国发[2021]5 号文、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相继发布；2022 年 5 月和 7 月，财政部先后通报和问责了 16 个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022 年 6 月，国务院办公厅下发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022 年 4 月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；要在风险可控、依法合规的前提下，按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，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023 年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

(3) 区域因素

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保持增长，2022 年以来，在宏观因素干扰、房地产市场遇冷等因素影响下，经济增速下降，地方财力增长承压。

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 2021 年末，安吉县常住人口为 59.5 万人，城镇化率为 61.0%。

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，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。

安吉县生态环境优美，多年来全县森林覆盖率、林木绿化率均保持在 70%以上，是全国首个生态县、联合国人居奖获得县，是“绿水青山就是金山银山”理念的发源地，也是中国美丽乡村发源地和绿色发展先行地，素有“中国第一竹乡”、“中国白茶之乡”、“中国椅业之乡”之称。安吉县水资源丰富，以赋石、老石坎两座大型水库为主的各类水库总库容量达 4 亿立方米，水力资源蕴藏量 7.7 万千瓦，现有 101 座小水电，年发电能力超过 1 亿千瓦时；亚洲第一、世界第二，总装机 180 万千瓦的天荒坪抽水蓄能电站座落在境内。此外，安吉县境内拥有金属与非金属矿藏 42 种，其中膨润土储量在 2000 万吨以上。

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，但在宏观因素干扰下，经济增速有所波动。2020-2022 年安吉县分别实现地区生产总值 490.86 亿元、566.33 亿元和 582.37 亿元，同比增速分别为 4.3%、10.8%和 0.9%。2022 年，全县第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为 30.04 亿元、272.47 亿元和 279.86 亿元，增速分别为 2.7%、-2.8%和 4.2%，三次产业结构由上年的 4.9:48.4:46.7 调整为 5.2:46.8:48.1。

图表 2. 安吉县主要经济数据

指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	490.86	4.3	566.33	10.8	582.37	0.9
人均地区生产总值 (元)	103841	4.0	119533	10.6	--	--
工业增加值 (亿元)	209.13	5.9	252.44	14.3	249.79	-3.1
全社会固定资产投资 (亿元)	187.59	6.9	227.64	21.4	244.88	7.6
社会消费品零售总额 (亿元)	195.62	-6.6	213.10	8.1	--	1.7
进出口总额 (亿元)	347.13	26.4	456.82	31.6	425.23	-6.9

资料来源：2022 年安吉县国民经济和社会发展统计公报、湖州市统计年鉴（2022）

注：人均地区生产总值按户籍人口计算

近年来安吉县工业经济保持平稳运行，2020-2022 年，全县分别实现规模以上工业增加值 183.39 亿元、248.41 亿元和 244.27 亿元，增速分别为 8.4%、18.2%和-0.7%。从分类来看，2022 年轻工业实现增加值 134.15 亿元，下降 2.7%；重工业实现增加值 110.12 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 73.06 亿元，较上年下降了 38.5%，占规上工业增加值的 30.0%，占比下降 10.7 个百分点；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 64.53 亿元，占规上工业增加值的 26.4%；高端装备制造业全年实现工业增加值 52.47 亿元，占规上工业增加值的 21.5%。生命健康行业 and 高端装备制造业增加值均较上年实现了增长。

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，2020-2022 年，全县固定资产投资额分别为 187.59 亿元、227.64 亿元和 244.88 亿元，增速分别为 6.9%、21.4%和 7.6%，主要集中于第三产业。消费方面，2020-2022 年，全县社会消费品零售总额增速分别为-6.6%、8.1%和 1.7%，其中 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。2020-2022 年，全县分别实现进出口总额 346.29 亿元、456.82 亿元和 425.23 亿元，增速分别为 26.4%、31.6%和-6.9%，出口占比在 97%以上。

房地产市场方面，2021 年受下半年全国房地产监管政策持续加码及行业龙头风险频发的影响，房地产行业景气度整体降温，2022 年以来安吉县房地产销售端转向下滑。2022 年，随着地产销售放缓，开发商减少新开工面积，投入增速收窄。全年全县商品房销售面积和销售额分别为 100.25 万平方米和 107.21 亿元，分别同比下降 28.2%和 41.3%。2022 年安吉县房地产开发投资完成 83.75 亿元，增长 4.2%，增速较上年收窄 8.4 个百分点。

图表 3. 安吉县房地产市场情况

指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	规模	增速 (%)	规模	增速 (%)	规模	增速 (%)
房地产开发投资（亿元）	71.42	0.6	80.39	12.6	83.75	4.2
房屋施工面积（万平方米）	568.75	19.3	527.75	-7.2	401.19	-24.0
房屋竣工面积（万平方米）	82.44	190.7	92.04	11.6	20.48	-65.7
商品房销售面积（万平方米）	129.51	4.5	139.59	7.8	100.25	-28.2
商品房销售额（亿元）	165.64	13.2	182.57	10.2	107.21	-41.3

资料来源：安吉县国民经济和社会发展统计公报

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；但成交总价依然主要依托于住宅及综合用地。2020-2022 年，安吉县土地成交总面积为 309.74 万平方米，较上年增长 31.19%，其中工业用地成交面积占比为 54.74%；全县土地出让均价较上年增长 15.44%至 3020 元/平方米，带动土地成交总价快速增长至 93.54 亿元，其中住宅及综合用地成交价合计占比为 67.12%。

图表 4. 安吉县土地市场交易情况

指标	2020 年	2021 年	2022 年
土地出让总面积（万平方米）	240.48	236.10	309.74
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	81.86	33.71	34.39
综合用地出让面积（万平方米）	6.48	37.16	43.03
商业/办公用地出让面积（万平方米）	30.03	17.46	40.37
工业用地出让面积（万平方米）	112.98	132.45	169.54
土地出让总价（亿元）	60.52	61.77	93.54
其中：住宅用地出让总价（亿元）	43.09	16.80	23.24
综合用地出让总价（亿元）	2.54	32.71	39.55
商业/办公用地出让总价（亿元）	7.52	3.89	17.99

指标	2020 年	2021 年	2022 年
工业用地出让总价（亿元）	6.39	6.61	10.16
土地出让均价（元/平方米）	2517	2616	3020
其中：住宅用地出让均价（元/平方米）	5263	4983	6757
综合用地出让均价（元/平方米）	3919	8801	9191
商业/办公用地出让均价（元/平方米）	2503	2229	4458
工业用地出让均价（元/平方米）	565	499	600

资料来源：中指数据库

安吉县近年来主导产业受宏观经济及房地产市场影响较大，一般公共预算收入有所波动。近年来，由于国有土地使用权出让收入大幅增长，政府性基金预算收入超过一般公共预算收入，成为地方财力的主要来源。政府债务方面，2022 年末安吉县地方政府债务余额为 222.83 亿元，较上年末增长 8.03%，包括一般债务 127.95 亿元和专项债务 94.88 亿元。

一般公共预算方面，2020-2022 年安吉县实现一般公共预算收入 59.76 亿元、65.83 亿元和 62.48 亿元，税收比率分别为 89.69%、92.06%和 91.34%，收入质量较好。2022 年，主要受宏观经济干扰、房地产市场景气度欠佳以及留抵退税政策全面实施等因素影响，安吉县税收收入及一般公共预算收入均有一定程度的下降。支出方面，2020-2022 年，安吉县一般公共预算支出分别为 86.22 亿元、88.67 亿元和 94.19 亿元，支出主要集中在教育、社会保障与就业、卫生健康、一般公共服务和公共安全等刚性支出领域，近三年刚性支出占比分别为 48.19%、48.77%和 50.22%。安吉县一般公共预算收支平衡情况尚可，不过近年来有所波动，2020-2022 年分别为 69.31%、74.24%和 66.34%。

政府性基金预算方面，近年来安吉县政府性基金预算收入规模已超过同期一般公共预算收入规模，成为地方财力的主要来源。2020-2022 年，全县政府性基金预算收入分别 74.57 亿元、67.95 亿元和 89.54 亿元，主要系国有土地使用权出让收入，其中国有土地使用权出让收入占比分别为 76.67%、70.13%和 95.73%。同期全县政府性基金预算支出分别为 69.42 亿元、83.42 亿元和 73.19 亿元。

图表 5. 安吉县主要财政数据（单位：亿元）

	2020 年	2021 年	2022 年
一般公共预算收入	59.76	65.83	62.48
其中：税收收入	53.60	60.60	57.07
一般公共预算支出	86.22	88.67	94.19
政府性基金预算收入	74.57	67.95	89.54
其中：国有土地使用权出让收入	57.17	47.65	85.72
政府性基金预算支出	69.42	83.42	73.19
政府债务余额	181.78	206.26	222.83

资料来源：安吉县财政局

从县内国有企业格局来看，现阶段，安吉县由县财政局直接控股的核心企业有 3 家，分别是两山国控（即该公司）、浙江安吉国控建设发展集团有限公司（简称“安吉国控”）和浙江安吉建设控股集团有限公司（简称“安吉建控”）。2022 年以来，两山国控设立浙江安吉交通控股集团有限公司（简称“安吉交投”）、浙江安吉产业控股集团有限公司（简称“安吉产控”）和浙江安吉城市运营管理集团有限公司（简称“安吉城运”）分别控股安吉交投、安吉产投和安吉城投，两山国控核心子公司仍主要包括安吉交投、安吉产投和安吉城投；安吉国控核心子公司主要包括浙江安吉修竹绿化工程有限公司和安吉县城西北开发有限公司；安吉建控核心子公司主要包括安吉紫梅实业有限公司（简称“紫梅实业”）和浙江天子湖实业投资有限公司（简称“天子湖实业”）。作为安吉县核心的基础设施建设企业，公司是安吉县主要的国有资本运营、土地整理和基础设施建设主体，与其他县内核心企业业务不存在重叠情况。

图表 6. 安吉县主要城投企业概况

企业名称	职能定位	控股股东	2022 年末总资产 (亿元)	2022 年末资产负债率 (%)	2022 年末刚性债务 (亿元)
浙江安吉两山国有控股集团有限公司	安吉县主要的国有资本运营、土地整理和基础设施建设主体，主要承担控股职能	安吉县财政局	1275.67	61.28	669.87
浙江安吉国控建设发展集团有限公司	安吉县基础设施建设、土地开发整理、农村宅基地整理和旅游项目开发等	安吉县财政局	568.36	58.31	298.40
浙江安吉建设控股集团有限公司	安吉临港经济区和天子湖现代工业园的开发主体，主要承担控股职能	安吉县财政局	518.88	42.30	205.76
安吉县城市建设投资集团有限公司	安吉县土地整理开发、基础设施建设等业务	安吉城运	407.85	69.45	191.56
安吉县交通投资发展集团有限公司	安吉县交通设施投资、建设重要主体	安吉交控	284.69	58.80	102.09
安吉县产业投资发展集团有限公司	安吉县灵峰旅游度假区设施建设和安吉县乡镇乡村振兴建设项目投资	安吉产控	398.37	65.41	178.99
浙江安吉修竹绿化工程有限公司	安吉经济开发区基础设施建设任务	安吉国控	200.58	42.97	74.15
安吉县城西北开发有限公司	安吉经济开发区西北城区内的土地拆迁整理和配套基础设施建设任务	安吉国控	196.89	57.09	89.22
安吉紫梅实业有限公司	安吉临港经济区的开发建设主体	安吉建控	192.51	43.21	66.38
浙江天子湖实业投资有限公司	天子湖现代工业园基础设施项目建设主体	安吉建控	163.44	55.67	76.37

资料来源：wind、债券发行人公告及两山国控

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；2022 年，随着商贸服务板块的不断拓展，营业收入得以提升。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。

该公司作为安吉县城市建设的核心主体，承担筹集开发建设资金、承接重大城建项目、实施重点片区综合开发、提供城市综合运营服务的职能。经过整合后，公司业务主要包括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，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，公司本部主要承担控股职能。

跟踪期内，主要受商贸服务板块业务规模扩大影响，公司营业收入继续增长。2022 年，公司实现营业收入 43.18 亿元，较上年增长 8.35%。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，2022 年收入占比分别为 56.18%、19.84%、6.44%、3.99%和 7.02%。

图表 7. 公司营业收入构成情况

业务类型	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
营业收入	323,149.19	100.00	398,492.26	100.00	431,752.09	100.00
其中：商贸服务板块	68,227.83	21.11	173,624.42	43.57	242,550.58	56.18
设施建设板块	112,380.13	34.78	85,930.75	21.56	85,676.66	19.84
土地业务板块	53,263.29	16.48	50,556.42	12.69	27,803.58	6.44
房地产开发业务	19,896.96	6.16	39,716.55	9.97	17,238.60	3.99
公共水务板块	18,114.58	5.61	25,340.62	6.36	30,311.99	7.02
交通运输板块	7,804.38	2.42	6,308.14	1.58	8,211.12	1.90
其他业务	43,462.02	13.45	17,015.35	4.27	19,959.54	4.62

资料来源：两山国控

(1) 主业运营状况/竞争地位

A. 经营性业务

2022 年该公司经营性业务板块表现出不同的发展态势，其中商贸服务板块业务继续增长，占公司营收的比重已超过 50%，同时公共水务板块收入占比也有所上升，设施建设、房地产开发和土地业务则受结算进度影响，营收有不同程度的下滑。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。2022 年，商贸服务板块实现收入 24.26 亿元，同期毛利率为 9.57%，利润主要由广电业务和能源销售业务贡献。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，2022 年公共水务板块收入较上年增长 19.62%至 3.03 亿元。2022 年，公司交付的房产项目较少，全年结转房地产销售收入 1.72 亿元，较上年下降 56.60%，同时结转的部分房屋造价成本及装修成本较高，毛利率较上年下降 15.91%至 3.33%。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，2022 年收入较上年增长 30.17%至 8211.12 万元；但由于车辆折旧、燃油、人工成本较高，交通运输板块持续亏损，全年毛利率为-42.20%，因此当年政府给予补贴 8586.10 万元，可覆盖亏损。此外，公司通过安吉产投下属子公司安吉竹子博览园有限责任公司（简称“竹博园公司”）和安吉县旅游发展有限公司（简称“安吉旅发”）开展文化旅游业务。公司文旅业务收入主要来自于景区门票、酒店及旅行社运营等，目前主要运营深溪大石浪景区、竹博园，大竹海，余村，大石浪等 5 个景区，拥有 3 家酒店和 1 家旅行社。2022 年，由于毛利率较低的疗养业务营收增长，公司实现文旅业务收入 5113.15 万元，较上年增长 3.24%，同时毛利率下降 22.93%至 19.23%。

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。由于两山融租新拓展了合作银行，带动合作数量增长，担保融资业务收入规模明显增长，2022 年收入较上年增长 92.56%至 5191.57 万元。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 2022 年末，公司在保业务 665 笔，在保责任金额合计为 8.59 亿元，累计担保代偿金额为 1481.75 万元，已追回 1264.92 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 2022 年末，公司融租业务不良率为 0，应收融资租赁款 658 万元，融资租赁净利息收益率为 6%。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县内道路提供的监理服务的相关收入等，但规模较为有限。

B. 基础设施建设业务

跟踪期内，该公司仍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，经营主体为安吉产投、安吉城投及安吉交投等。2022 年，公司实现设施建设业务收入 8.57 亿元，受结算进度影响，较上年微降 0.30%；当年毛利率为 11.95%。

该公司基础设施项目主要采取委托代建模式，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。但实际操作中部分基建项目未与政府签订相关协议，未来项目结算方式及财政拨款的规模以及进度不确定性较大。公司账面沉淀了大量的项目成本，计入“预付款项”、“存货”和“在建工程”科目，2022 年末逾 200 亿元。

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。2021 年 5 月，安吉产投子公司天子湖实业全部股权转让后，公司不再运营天子湖镇的基础设施建设业务；同时安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司（简称“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 2022 年末，公司主要在建基建项目计划总投资 108.91 亿元，已投资 106.92 亿元。

图表 8. 截至 2022 年末公司主要在建基建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期（年-年）	计划总投资（亿元）	已投资（亿元）
灵芝路改造	2014-2023	1.50	1.31
递铺港北段改造工程	2013-2023	6.50	5.22
递铺港河道整理	2013-2022	3.90	2.92
后寨路延伸段	2016-2023	3.00	1.42
绕城东线	2014-2022	4.50	3.25
黄浦江源精品观光带改造提升工程	2014-2023	1.40	0.82
水杭线改建工程	2021-2023	5.50	0.09
安吉全域旅游游运一体化提升工程	2021-2023	20.53	20.43
交投公路提升改建工程	长期	--	20.00
安吉县杭垓镇等七个乡镇共同富裕人居环境提升项目	2020-2024	24.73	24.70
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	14.86	5.04
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	18.25	18.15
灵峰旅游度假区旅游观光配套设施提升工程	2020-2023	3.04	3.03
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	1.20	0.54
合 计	--	108.91	106.92

资料来源：两山国控

此外，该公司还有安吉数字物流港新建工程、静脉产业园等自营项目，该些项目未来建成后将通过公司运营获取收益。截至 2022 年末，公司主要在建自营基建项目计划总投资 42.50 亿元，已投资 17.80 亿元。后续公司拟开工安吉中小微产业园、安吉县梦想产业园、安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目等，计划总投资额 62.53 亿元，将于 2023 年陆续开工建设。总体看，公司在建及拟建项目投资规模大，资金回笼相对缓慢，公司将持续面临投融资压力。

图表 9. 截至 2022 年末公司主要在建及拟建自营项目情况

项目名称	建设周期（年-年）	计划总投资（亿元）	已投资（亿元）
安吉数字物流港新建工程	2020-2024	26.27	4.20
安吉县域智治中心项目	2021-2023	2.20	2.09
静脉产业园	2021-2023	14.03	11.51
在建项目小计	--	42.50	17.80
灵峰“智慧绿谷”平台示范区及周边配套设施建设工程	2022-2024	8.29	--
灵峰产业园新建项目	2022-2024	3.04	--
安吉中小微产业园项目	2023-2025	18.74	--
安吉县梦想产业园项目	2022-2024	16.48	--
安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目	2023-2025	15.98	--
拟建项目小计	--	62.53	--
合 计	--	105.03	17.80

资料来源：两山国控

C. 土地整理业务

跟踪期内，该公司主要负责除安吉经济开发区外的县域范围内的土地整理业务，经营主体主要为安吉城投和安吉产投。2021 年 5 月，安吉产投子公司紫梅实业和天子湖实业全部股权转让后，公司不再运营梅溪镇（临港经济区）和天子湖镇（天子湖经济开发区）的土地整理业务。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。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。2022 年，公司实现土地整理收入 2.78 亿元，较上年下降 45.00%，收入规模下降一方面受子公司重组划出影响，一方面受地块结算进度影响。

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（红线外）、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 2022 年末，公司主要已完工的土地开发整理项目涉及面积约 589 亩，累计投资额 12.86 亿元，已结算收入 13.99 亿元，获得回款 12.29 亿元。

截至 2022 年末，该公司主要在整理土地项目共计 24 个，涉及整理面积约 20457 亩，计划总投资 211.00 亿元，已投资 153.21 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，未来将陆续与政府进行移交结算。

图表 10. 截至 2022 年末公司主要在整理地块明细（单位：年，亿元，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	2013-2026	2020-2028	436.00	12.00	9.97
天使乐园	2013-2025	2020-2030	605.00	12.50	10.93
城东新区(二期)	2014-2024	2022-2030	400.00	9.50	8.24
余墩区块	2016-2026	2020-2027	325.00	10.00	5.88
城东新区(红线外)	2015-2025	2021-2025	269.00	6.50	5.19
祥友工业园区	2014-2025	2020-2028	227.00	7.50	6.87
驿站西侧	2014-2025	2020-2028	89.00	6.50	5.18
芝里地块(汪家庄)	2015-2026	2020-2030	147.00	5.70	2.27
丰华五星酒店	2014-2024	2021-2029	125.00	3.50	2.07

地块名称	整理期间	回款期间	面积	计划总投资	已投资
上郎村城中村(中心区块)	2014-2024	2020-2032	103.00	2.50	1.88
天山坞项目(原百花园)	2017-2025	2023-2030	117.00	2.90	1.33
铜山桥区块	2013-2024	2022-2032	76.00	2.20	1.08
城东新区	2016-2025	2020-2030	59.00	1.20	0.76
山头城中村区块	2018-2026	--	434.00	15.00	13.97
朗里区块	2017-2026	--	408.00	12.00	9.67
余墩城中村区块	2018-2027	--	346.00	11.00	8.61
石马港区块	2017-2025	--	207.00	6.00	4.97
天荒坪南路区块	2018-2025	--	184.00	5.00	2.69
灵峰度假区项目	2019-2028	--	4000.00	20.00	17.99
美丽乡村项目	2018-2029	--	4000.00	20.00	5.96
生产队项目	2017-2028	--	4000.00	20.00	14.14
竹峰项目	2017-2025	--	1600.00	8.00	7.23
剑山村项目	2018-2025	--	1300.00	6.50	3.79
下扇项目	2019-2026	--	1000.00	5.00	2.54
合计	--	--	20457.00	211.00	153.21

资料来源：两山国控

(2) 运营规划/经营战略

该公司为安吉县核心的国有控股集团，未来几年公司将发挥控股公司服务、国有资本经营和国有股权管理职能，紧紧围绕“两山”试验区和“中国最美县域”建设，以国企改革为统领，强化国有资产管理 and 营运，实现国有资产保值增值。在发挥地方国有企业职能、支持城乡建设和推动城乡设施功能持续完善，积极谋求企业转型，做实市场化运作，助推业务稳步增长。

管理

跟踪期内，该公司治理结构发生变化，产权状况保持稳定，组织架构和经营管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，该公司产权状况保持稳定，组织架构和经营管理制度未发生重大变化。截至 2022 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。

2022 年 4 月，该公司对章程进行了修订。根据章程，公司董事会由 5 名董事组成，其中非职工代表董事 4 人，由安吉县财政局委派；职工代表董事 1 名，由职工代表大会选举产生；设董事长 1 名，由安吉县财政局从董事会成员中指定。

该公司与当地国有企业、参股子公司存在一定的资金往来和担保。关联应收应付款方面，截至 2022 年末，公司应收关联方款项合计 31.87 亿元，包括应收账款 2.15 亿元和其他应收款 29.73 亿元，应收对象为安吉县财政局（余额 31.51 亿元）和安吉茶产业集团有限公司（余额 0.36 亿元）；关联应付款方面，2022 年末公司应付关联方款项合计 8.60 亿元，包括合同负债 2.49 亿元和其他应付款 6.10 亿元。关联担保方面，截至 2022 年末，公司关联担保余额（包括对合并范围内关联方的担保）为 421.33 亿元。

根据该公司提供的本部 2023 年 5 月 4 日《企业信用报告》，子公司安吉交投 2023 年 5 月 8 日《企业信用报告》，安吉城投 2023 年 5 月 18 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 2023 年 4 月 18 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 2023 年 6 月 15 日国家工商总局、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，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，该公司资产和负债规模快速增长，财务杠杆水平偏高。公司大量资金沉淀于存货等科目，同时被区域内其他企事业单位占用资金规模较大，资产流动性欠佳。公司负债集中于有息债务，增长较快，债务负担重，面临债务集中偿付压力。公司主业盈利能力一般，利润对政府补助的依赖度高。公司对外担保规模大，主要为对区域内国有企业的担保，不利于财务风险的控制。

1. 数据与调整

苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2022 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——基本准则》和各项具体会计准则及其他相关规定（以下简称新准则体系）进行确认和计量。

2022 年末，公司合并范围内子公司较上年末新增 16 家，包括新设立 11 家，股权收购 2 家，政府无偿划转 3 家；当年末公司合并范围内子公司较上年末减少 14 家，其中政府无偿划转 11 家，股权转让 1 家，注销清算 1 家。截至 2022 年末，公司合并范围内子公司共 131 家，其中一级子公司 7 家。

2022 年，该公司通过股权收购而纳入合并范围的子公司 2 家，分别为安吉云鸿市场开发有限公司（简称“云鸿市场开发公司”）和安吉智景盛世景区管理有限公司（简称“智景盛世管理公司”）。其中云鸿市场开发公司主要运营农贸市场的开发与管理，由公司以 3650 万元收购；智景盛世管理公司被公司以 8 万元收购。2022 年，公司通过股权处置将安吉县两山生态资源资产经营有限公司 100% 股权以 55086.80 万元的价格转让给浙江安吉经发控股集团有限公司，截至 2022 年末，股权转让款已收到 2.6 亿元。上述股权变更事宜对公司经营及财务状况影响有限。

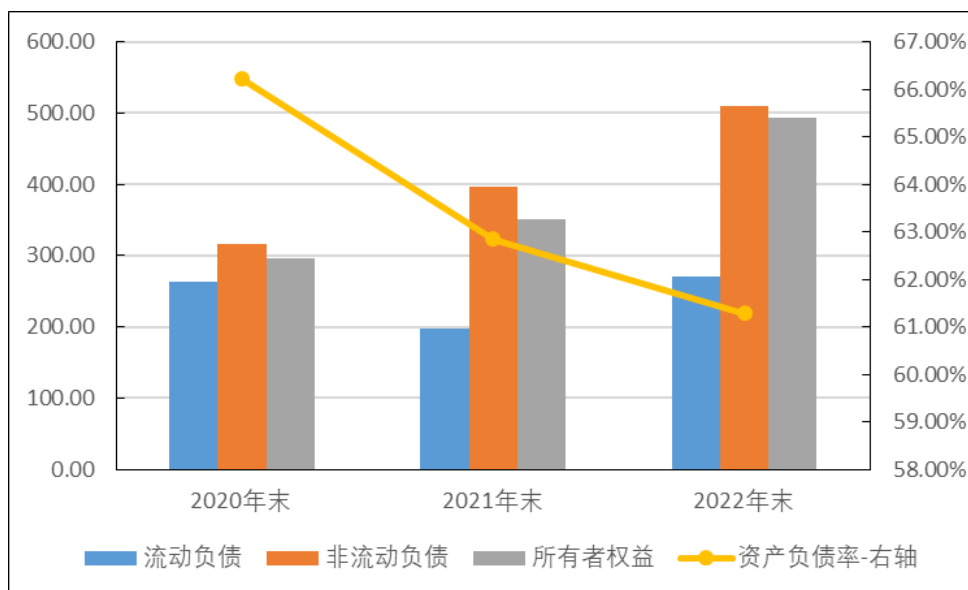
2. 资本结构

（1）财务杠杆

跟踪期内，得益于近年来股东资产注入、拨款、自身的经营积累以及子公司部分股权划转等，该公司所有者权益规模快速上升，2022 年末较上年末增长 40.88% 至 493.89 亿元。2022 年末，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 9.93%、85.68%、1.35% 和 3.00%。其中实收资本年末余额 49.02 亿元，当年公司获股东资本金实缴 29 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，主要因财政资本性拨款投入以及特许经营权资产划入，2022 年末较上年末增长 36.53% 至 423.16 亿元，年末主要包括财政资本性拨款 91.77 亿元、股权资产 70.49 亿元、政府债券置换资金转入 63.87 亿元、特许经营权资产 124.49 亿元以及土地及房产 32.25 亿元等。受合并范围变化影响，少数股东权益 2022 年末下降 9.46% 至 14.80 亿元。

跟踪期内，随着业务规模和集团体系扩大，该公司融资需求不断增长，同时往来款规模持续增长，推动公司负债规模快速扩大，财务杠杆总体处于偏高水平。2022 年末，公司负债总额为 781.78 亿元，较上年末增长 31.87%，资产负债率为 61.28%，2022 年末在权益规模增大因素下，资产负债率小幅下降。公司负债规模对股东权益的覆盖度持续较高，2022 年末为 158.29%。

图表 11. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



资料来源：两山国控

(2) 债务结构

从负债期限结构来看，该公司负债以中长期债务为主，与主营业务经营特点较为匹配；2022 年末，公司长短期债务比为 188.27%。

从负债构成看，该公司负债集中在以金融机构借款和债券为主的刚性债务，2022 年末占负债总额的比重为在 85.69%。此外，公司负债还主要分布在应付账款、合同负债和其他应付款，2022 年末分别占总负债的 2.21%、2.44%和 7.60%。其中应付账款为应付的货物采购款、工程款以及长期资产购置款等，主要由于对天使乐园的购置款以及拍地款项的增加，2022 年末较上年末增长 255.12%至 17.26 亿元。合同负债主要为预收工程及售房款，由于项目结算，较上年末减少 6.89%至 19.04 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，2022 年末增长 35.46%至 59.45 亿元，由于往来款增加呈现上升态势，年末应付对象主要包括安吉广和苗木有限公司（5.25 亿元）、浙江中克商贸有限公司（5.01 亿元）、安吉县新农村发展建设总公司（3.88 亿元）、安吉新农村建设有限公司（2.69 亿元）、安吉县山川乡人民政府（2.69 亿元）。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，2022 年末为 7.27 亿元。

该公司负债中刚性债务占比高，债务负担重。随着业务规模扩大，资金需求增长，公司刚性债务规模持续增长，债务偿付压力加大。公司刚性债务以中长期为主，同 2022 年末中长期债务占刚性债务比重为 74.75%。

该公司积极开拓融资渠道，近年来以银行借款、债券为主要融资渠道。2022 年末，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，占比分别为 60.01%、8.26%和 30.49%。年末银行借款余额为 401.98 亿元，较上年末增长 47.24%，平均借款成本在 5.1%左右，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 38%、43%和 17%；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。年末非银金融机构借款余额为 55.34 亿元，较上年末增长 9.67%，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，平均借款成本在 6.35%左右。年末已发行债券余额为 204.25 亿元，较上年末增长 12.96%，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，发行利率区间主要在 3.00-7.49%。

总体看，该公司债务融资以银行借款和发行债券为主，同时还有融资租赁等产品。近年来公司债

务规模增长较快，债务负担重，且随着长期债券步入偿付期，刚兑压力不断加大。2022 年末，公司短期刚性债务余额较上年末增长 37.78%至 169.18 亿元，主要包括 39.80 亿元短期借款、7.13 亿元应付票据、47.62 亿元一年内到期的长期借款、33.68 亿元一年内到期的应付债券和 20.64 亿元一年内到期的长期应付款，公司短期偿债压力上升。

3. 现金流量

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往来款收付等。2022 年，公司营业收入现金率为 94.87%，较上年提高 14.80 个百分点，主要受政府性项目回款进度影响，收现有所回升；近三年公司主业现金回笼无法覆盖支出，2022 年由于基础设施建设和土地整理业务支出规模大幅增长，同时往来款整体呈现净流出状态，因此经营活动产生的现金净流出额不断扩大，当年公司经营活动产生的现金流量净额为-141.14 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。2022 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-42.38 亿元，主要因持续追加联营企业投资、购置长期资产以及收购企业等，投资活动产生的现金净流出规模不断增大。为弥补资金缺口，公司主要通过银行借款、发行债券及股东注资等多种方式进行筹资，近年来筹资活动力度不断加大。2022 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 195.81 亿元。

4. 资产质量

2022 年末，该公司资产总额为较上年末增长 35.22%至 1275.66 亿元，受项目持续推进以及政府资产划入等因素影响不断增长。公司资产主要集中于流动资产，同期末占资产总额的比重分别为 87.77%、87.94%和 82.02%。

该公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。2022 年末货币资金余额为 86.27 亿元，其中受限金额为 20.22 亿元。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，由于支付旧城改造项目征拆资金，2022 年末同比增长 281.60%至 40.49 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 27.86 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 0.95 亿元等。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，近年来增长较快，2022 年末余额为 342.20 亿元，较上年末增长 42.36%，主要应收对象包括安吉国润新农村建设有限公司（49.54 亿元）、安吉县财政局（29.36 亿元）、安吉灵峰旅游度假区管理委员会（21.96 亿元）、安吉县新农村建设发展总公司（23.72 亿元）和安吉新农村建设有限公司（20.70 亿元）；账龄方面，1 年以内、1-2 年、2-3 年和 3 年以上其他应收款分别为 189.36 亿元、79.84 亿元、19.38 亿元和 56.92 亿元。存货主要系项目开发成本和土地资产，近年来随着项目开发投入不断增长，2022 年末为 491.30 亿元，较上年末增长 11.37%；2022 年末主要包括基建及土地整理开发成本 467.53 亿元和土地资产 18.89 亿元等。

该公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成，2022 年末分别占资产总额的 3.11%、3.95%、7.53%和 3.68%。投资性房地产主要系成本模式计量的房产及土地使用权，2022 年末为 39.67 亿元，主要因购置天使乐园、城堡酒店较上年末增长 87.02%。固定资产主要为房屋建筑物、政府拨入的管网资产等，2022 年末为 50.40 亿元。无形资产主要为土地资产和特许经营权等，2022 年由于县政府拨入停车位经营权和砂石资源经营权等合计 43.63 亿元而大幅增长至 96.05 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，2022 年末为 46.90 亿元，由于划入森林资源及土地资源经营权资产而大幅增长 45.31 亿元，2022 年末主要包括森林资源经营权资产 29.80 亿元、灵峰土地资产经营权资产 8.76 亿元、南门老街资产 3.52 亿元以及预付长期资产购置款 4.29 亿元等。此外，其他权益工具投资为公司投资的企业，由于追加被投资企业投资，2022 年末较上年末增长 39.47%至 18.94 亿元。

5. 盈利能力

营业毛利和非经常性损益是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。2022 年，公司分别实现营业毛利 3.81 亿元，较上年下降 9.73%。投资收益主要系因持有的企业股权确认投资收益，2022 年投资净亏损 0.26 亿元，由于参股企业浙江吉宁高速公路有限公司经营亏损导致公司投资收益为负。其他收益主要系政府补助，趋于增长，2022 年为 9.86 亿元，较上年增长 45.53%。

图表 12. 公司 2020-2022 年盈利来源及构成分析（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业毛利	34600.25	42176.40	38071.34
投资净收益	11435.61	9129.17	-2628.68
公允价值变动净收益	--	--	2900.30
营业外净收入	796.68	4863.52	-595.05
其他收益	53222.91	67785.26	98647.61
合计	100055.45	123954.35	136395.52

资料来源：根据两山国控所提供数据整理、绘制。

2022 年，该公司期间费用为 9.30 亿元，较上年增长 10.35%，以管理费用和财务费用为主，期间费用率为 21.54%。其中管理费用以职工薪酬和折旧与摊销费用为主，当年为 5.20 亿元财务费用为 3.38 亿元，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。2022 年，公司实现利润总额 3.18 亿元，净利润 2.68 亿元；同期公司总资产报酬率为 0.74%，资产获利能力较弱。

6. 偿债能力与流动性

2022 年该公司 EBITDA 为 15.52 亿元，较上年末增长 42.42%。近年来公司刚性债务规模快速攀升至较大规模，EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度较低。公司经营性现金流及非筹资性现金流持续呈净流出状态，无法对债务形成稳定有效覆盖。

图表 13. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
EBITDA/利息支出(倍)	0.35	0.50	0.45
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-6.71	-22.34	-60.28
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-3.60	-10.59	-23.98
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-11.76	-35.71	-78.38
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-6.30	-16.92	-31.18
流动比率(%)	291.62	392.65	360.78
现金比率(%)	30.07	36.14	31.81
短期刚性债务现金覆盖率(%)	49.75	58.01	51.00

资料来源：两山国控

该公司资产以项目开发成本和土地资产等为主，相对集中于存货科目，同时被区域内其他企事业单位占款较大，而融资以长期借款和债券为主，因此账面反映的流动比率处于较优水平，但实际资产流动性较大程度上依赖于项目建设进度、竣工结算进度、财政回款安排等，实质流动性欠佳。2022 年末，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 31.81%和 51.00%，均较上年有所弱化，有一定的流动性压力。

截至 2022 年末，该公司受限资产合计 65.36 亿元，占资产总额的比重为 5.12%。其中货币资金中

20.22 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 15.90 亿元、9.77 亿元、8.08 亿元和 9.63 亿元；其他流动资产中存储保证金 1.76 亿元由于对外担保而受限。

图表 14. 截至 2022 年末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目 的比例 (%)	受限原因
货币资金	20.22	23.44	质押担保及保函保证金等
存货	15.90	3.24	抵押担保
其他流动资产（存出保证金）	1.76	39.22	融资担保业务
投资性房地产	9.77	24.61	抵押担保
固定资产	8.08	16.04	抵押担保
无形资产	9.63	10.03	抵押担保

资料来源：两山国控

7. 表外事项

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 2022 年末，公司对外担保规模（不含国信担保）161.21 亿元，担保比率为 32.64%。被担保对象主要包括天子湖实业、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、紫梅实业、安吉县两山生态资源资产经营有限公司、浙江吉宁高速公路有限公司、安吉县城西北开发有限公司、浙江安吉修竹绿化工程有限公司和安吉智城建设发展有限公司等，年末担保金额分别为 25.29 亿元、18.87 亿元、18.04 亿元、17.44 亿元、12.00 亿元、8.89 亿元、8.73 亿元和 8.40 亿元。公司对外担保规模大，存在一定的代偿风险。

外部支持

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。近年来公司承接政府性项目较多，且经营性业务收入规模不断扩大，营业收入保持增长；2022 年，公司实现营业收入 43.18 亿元，较上年增长 8.35%。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；2022 年末，公司所有者权益增长 40.88%至 493.89 亿元。

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 2022 年末，公司在银行授信总额为 842.48 亿元，其中已使用授信额度 595.14 亿元，剩余授信 247.35 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 22 两山绿色债 01：外部担保

22 两山绿色债 01 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 5.00 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（后更名为国家开发投资集团有限公司，简称“国投集团”），同时增资至 30.00 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；同年 12 月，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2022 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，实际控制人为国务院国资委。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 15. 中投保前五大股东明细

序号	股东名称	持股数（亿股）	持股比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
4	金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
合计		38.64	85.86

资料来源：中投保（截至 2022 年末）

截至 2022 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 279.76 亿元，股东权益为 109.42 亿元；当年实现营业总收入 17.32 亿元，净利润 5.43 亿元。

中投保建立健全以担保增信为一体，资管投资、金融科技为两翼，延伸信用服务链条积极探索第二增长曲线的“一体两翼+”信用服务链条。2022 年，随着发行债券担保业务储备项目大量落地，中投保担保业务规模显著增长。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，基本实现当期回收。资产管理方面，中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）作为中投保旗下最重要的投资、资管平台，下设两家子公司开展资产管理业务，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，以促进业务转型升级为目标，持续加强金融科技能力建设，不断丰富金融科技业务场景和应用实践，促进科技与业务深度融合，加快构建数字化风控体系，搭建具有金融科技属性的业务系统，为业务发展提供科技动力。资金运用方面，中投保近年来逐步调整投资组合，目前主要分布于定期存款、债券、基金、股权投资、理财计划、委托贷款、信托计划等，其中非标投资面临一定的信用减值压力。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，但宏观经济变化的不确定性和资本市场波动对其风险管理能力提出更高要求。

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保持增长，2022 年以来，在宏观因素干扰、房产市场遇冷等因素影响下，经济增速下降，地方财力增长承压。

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；2022 年，随着商贸服务板块的不断拓展，营业收入得以提升。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。

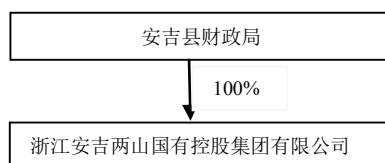
近年来随着业务规模和集团体系的扩大，该公司资产和负债规模快速增长，财务杠杆水平偏高。公司大量资金沉淀于存货等科目，同时被区域内其他企事业单位占用资金规模较大，资产流动性欠佳。公司负债集中于有息债务，增长较快，债务负担重，面临债务集中偿付压力。公司主业盈利能力一般，

利润对政府补助的依赖度高。公司对外担保规模大，主要为对区域内国有企业的担保，不利于财务风险的控制。

22 两山绿色债 01 由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了债券本息偿付的安全性。

附录一：

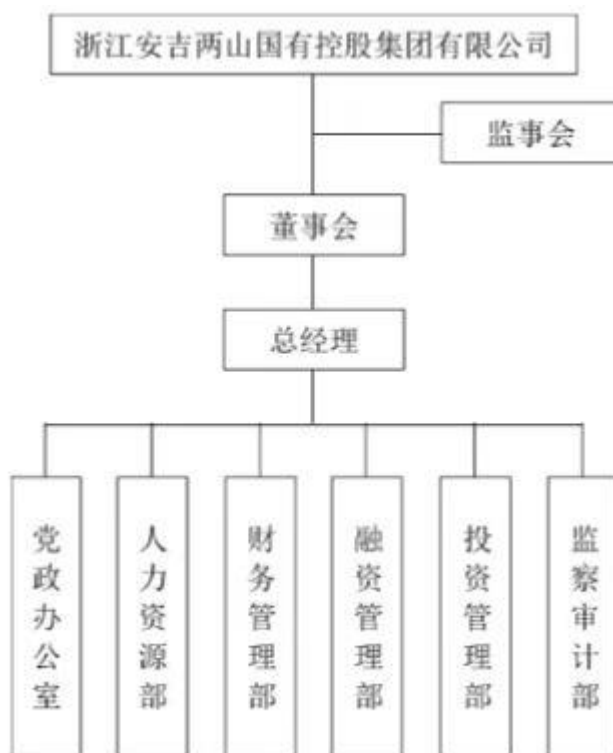
公司股权结构图



注：根据两山国控提供的资料绘制（截至 2022 年末）

附录二：

公司组织结构图



根据两山国控提供的资料绘制（截至 2022 年末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2022 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				刚性债务余额 (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	—	控股公司服务、国有资本经营和国有股权管理	86.31	314.19	-	0.03	-12.91	本部
安吉县产业投资发展集团有限公司	安吉产投	100.00	安吉县灵峰旅游度假区设施建设和安吉县乡镇乡村振兴 建设项目投资	209.34	137.81	8.33	1.38	-24.40	合并口径
浙江安吉城市运营管理集团有限公司	安吉城运	100.00	安吉县土地整理开发、基础设施建设等业务	229.30	192.85	17.11	1.60	-69.19	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	安吉县交通设施投资、建设重要主体	102.09	117.28	16.38	2.41	0.10	合并口径

注：根据两山两山国控 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额[亿元]	874.43	943.42	1,275.67
货币资金[亿元]	79.29	71.23	86.27
刚性债务[亿元]	464.96	507.14	669.87
所有者权益[亿元]	295.46	350.58	493.89
营业收入[亿元]	32.31	39.85	43.18
净利润[亿元]	1.82	3.06	2.68
EBITDA[亿元]	8.63	10.90	15.52
经营性现金净流入量[亿元]	-15.84	-51.47	-141.14
投资性现金净流入量[亿元]	-11.90	-30.79	-42.38
资产负债率[%]	66.21	62.84	61.28
长短期债务比[%]	119.57	200.84	188.27
权益资本与刚性债务比率[%]	63.54	69.13	73.73
流动比率[%]	291.62	392.65	360.78
速动比率[%]	120.49	163.40	164.69
现金比率[%]	30.07	36.14	31.81
短期刚性债务现金覆盖率[%]	49.75	58.01	51.00
利息保障倍数[倍]	0.22	0.33	0.24
有形净值债务率[%]	205.21	200.55	196.65
担保比率[%]	65.69	39.04	32.64
毛利率[%]	10.71	10.58	8.82
营业利润率[%]	6.97	7.25	7.50
总资产报酬率[%]	0.65	0.78	0.74
净资产收益率[%]	0.66	0.95	0.64
净资产收益率*[%]	0.61	0.89	0.60
营业收入现金率[%]	94.84	80.07	94.87
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.71	-22.34	-60.28
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-3.60	-10.59	-23.98
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-11.76	-35.71	-78.38
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.30	-16.92	-31.18
EBITDA/利息支出[倍]	0.35	0.50	0.45
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.03

注：表中数据依据两山国控经审计的 2020~2022 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

指标名称	计算公式
	负债合计 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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) $\times 100\%$
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计 $\times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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

附录五：

中投保主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年
实收资本[亿元]	45.00	45.00	45.00
股东权益[亿元]	116.42	111.35	109.42
总资产[亿元]	258.52	262.56	279.76
货币资金[亿元]	12.42	27.57	31.87
风险准备金[亿元]	18.72	26.45	34.53
营业收入[亿元]	38.95	23.81	17.32
担保业务收入[亿元]	2.16	9.99	13.13
营业利润[亿元]	12.52	10.32	5.80
净利润[亿元]	8.34	8.07	5.43
加权平均净资产收益率*[%]	3.82	8.21	5.11
风险准备金充足率[%]	5.07	5.62	6.81
融资性担保放大倍数*[倍]	3.67	4.53	5.37
担保发生额[亿元]	192.03	429.10	470.62
期末担保余额(亿元)	480.03	634.62	827.82
当期担保代偿率*[%]	0.15	0.00	0.38
当期代偿回收率*[%]	1.90	0.37	11.90
当期担保损失率*[%]	1.00	0.84	0.00

注 1：根据中投保经审计的 2020-2022 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算，2021 年末数据以 2022 年年报披露为准；

注 2：指标*均由中投保提供，详见其年报。

指标计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	$\text{净利润} / [(\text{上期末净资产} + \text{本期末净资产}) / 2] \times 100\%$
风险准备金充足率	$\text{担保风险准备金} / \text{期末担保责任余额} \times 100\%$
累计担保代偿率	$\text{近三年累计代偿金额} / \text{近三年累计解除担保金额} \times 100\%$
累计代偿回收率	$\text{近三年累计代偿回收金额} / \text{近三年累计代偿金额} \times 100\%$
累计代偿损失率	$\text{近三年累计代偿损失金额} / \text{近三年累计代偿金额} \times 100\%$

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

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、CCC 及以下等级外，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、CCC 及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

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	郭羽佳、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
	前次评级	2022 年 7 月 8 日	AA+/稳定	郭羽佳、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	2023 年 6 月 28 日	AA+/稳定	郭羽佳、李艳晶	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
债项评级（22 两山绿色债 01）	历史首次评级	2022 年 5 月 10 日	AAA	郭羽佳、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）	报告链接
	前次评级	2022 年 7 月 8 日	AAA	郭羽佳、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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 28 日	AAA	郭羽佳、李艳晶	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
债项评级（22 两山绿色债 02）	历史首次评级	2022 年 7 月 7 日	AA+	郭羽佳、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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 28 日	AA+	郭羽佳、李艳晶	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。