



缙云县国有资产投资经营集团有限公司 2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1338 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 25 日

本次跟踪发行人及评级结果	缙云县国有资产投资经营集团有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 缙云 01/22 缙云专项债 01”	AA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为缙云县是丽水市工业强县，区域经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部条件，潜在支持能力较强。中诚信国际认为缙云县国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“缙云国资”或“公司”）作为缙云县最重要的土地一级开发、安置房以及基础设施建设主体，对缙云县政府的重要性高，公司在推进城市建设中发挥重要作用。同时，需关注公司债务规模增长较快，资本支出压力较大及代建项目回款周期长对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，缙云县国有资产投资经营集团有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。 可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。	
正 面		
■ 区域经济发展良好。缙云县是丽水市工业强县，近年来旅游业亦成为推动区域经济发展的重要动力，区域经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部条件。 ■ 战略地位显著。跟踪期内，公司作为缙云县最重要的一级土地开发、安置房建设以及基础设施建设主体，且公司供水业务具有区域垄断性，区域地位显著，能得到政府在资金注入、财政补贴等方面的有力支持。		
关 注		
■ 债务规模增长较快。跟踪期内，公司债务规模快速上升，且短期债务占比持续上升，存在一定集中到期压力，后续债务偿还情况值得关注。 ■ 资本支出压力较大。公司基础设施建设项目及自营项目投资体量较大，尚需投资金额较多，未来面临较大的资本支出压力。 ■ 代建项目回款周期长。代建项目资金投入大，建设周期较长，公司经营活动净现金流持续为负，公司未来代建项目回款情况值得关注。 ■ 募投项目建设进度滞后。“22缙云01/22缙云专项债01”募投项目为缙云县老城区改造提升项目，截至2024年4月末，募投项目中的地下停车场尚未开工建设，后续项目建设进度值得关注。		

项目负责人：秦羽璇 yxqin@ccxi.com.cn

项目组成员：潘熠科 ykpan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

缙云国资（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	218.85	304.91	384.09
经调整的所有者权益合计（亿元）	134.31	181.37	192.47
负债合计（亿元）	84.54	123.53	191.62
总债务（亿元）	56.00	87.89	156.48
营业总收入（亿元）	9.39	15.88	17.22
经营性业务利润（亿元）	1.69	1.80	1.64
净利润（亿元）	1.06	1.13	1.04
EBITDA（亿元）	3.74	4.67	5.67
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-16.51	-45.61	-45.40
总资本化比率（%）	29.43	32.64	44.84
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.79	1.70	1.28

注：1、中诚信国际根据缙云国资提供的其经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

项目	缙云国资	天台国资	龙港国资
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	丽水市缙云县	台州市天台县	温州市龙港市
GDP（亿元）	319.73	368.88	409.49
一般公共预算收入（亿元）	23.52	25.90	20.47
经调整的所有者权益合计（亿元）	192.47	132.94	186.65
总资本化比率（%）	44.84	57.17	59.54
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.28	0.35	0.54

中诚信国际认为，缙云县行政地位与天台县、龙港市相当；公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体，职能定位相当；公司资产和权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力较强，利息保障能力较好，财务杠杆水平处于合理区间。

注：天台国资系“浙江省天台县国有资产经营有限公司”的简称；龙港国资系“龙港市国有资本运营集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

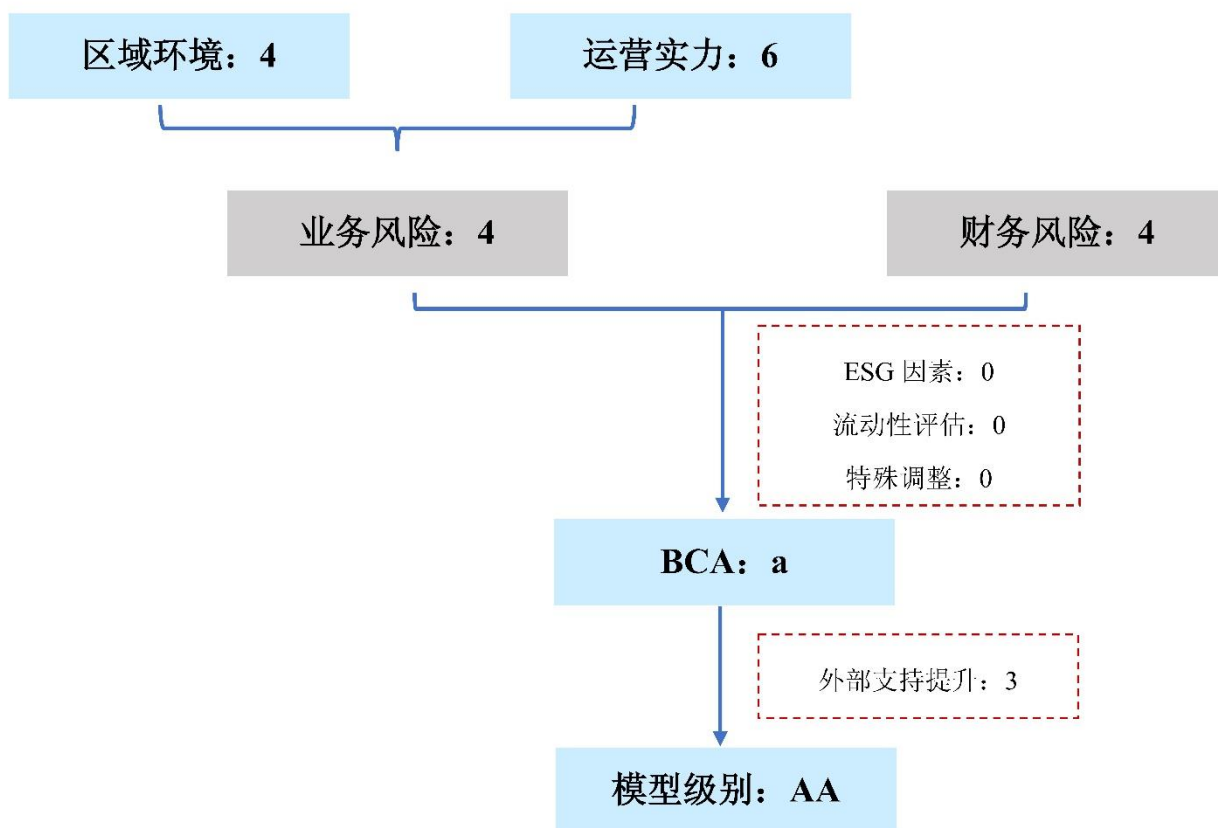
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 缙云 01/ 22 缙云专项债 01	AA	AA	2023 年 5 月 24 日 至本报告出具日	5.40/5.40	2022/03/30~2029/03/30	调整票面利率、回售

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
缙云国资	AA/稳定	AA/稳定	2023/5/24 至本报告出具日

● 评级模型

缙云县国有资产投资经营集团有限公司评级模型打分

(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为，缙云县政府较强的支持能力和对公司强的支持意愿主要体现在缙云县的区域地位，以及稳步提升的经
济财政实力。缙云国资系缙云县最重要的一级土地开发、安置房建设以及基础设施建设主体，成立以来持续获得政府在财政补贴、
股权划转等方面的支持。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，缙云县属丽水市工业强县，旅游资源丰富，经济财政实力逐年增长，再融资环境较好，潜在的支持能力较强。

缙云县隶属于浙江省丽水市，是丽水市工业强县，传统优势产业带锯床、缝纫机、环形灯管等占全国市场份额的 70% 左右，高端装备制造、新材料、新能源等战略性新兴产业初具规模，工业亩产率接近发达地区水平。同时，缙云县还是省级旅游经济强县，拥有仙都（2020 年获评全国 5A 级景区）和黄龙两个国家级景区、受益于工业经济的增长及丰富的旅游资源，近年来缙云县经济实力不断提高，2023 年全县实现地区生产总值 319.73 亿元，增长率 8.0%。

近年来缙云县一般公共预算收入稳步增长，其中税收收入占比保持在 65% 以上。从收支平衡来看，近年来一般公共预算收入无法对预算支出形成覆盖，财政自给能力较弱。2023 年缙云县实现政府性基金收入 44.58 亿元，较 2022 年大幅增长，主要系实现其他政府性基金收入 17.98 亿元。再融资环境方面，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来缙云县地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	273.93	301.51	319.73
GDP 增速（%）	9.9	5.2	8.00
人均 GDP（万元）	6.76	7.44	7.87
固定资产投资增速（%）	16.4	20.0	22.90
一般公共预算收入（亿元）	20.00	21.35	23.52
政府性基金收入（亿元）	38.33	36.57	44.58
税收收入占比（%）	86.35	66.23	70.28
公共财政平衡率（%）	29.94	28.78	29.36

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：缙云县财政局，中诚信国际整理

重大事项

2024 年 3 月 11 日，公司发布了《缙云县国有资产投资经营集团有限公司关于公司名称变更的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》称，为进一步有效提升企业的品牌影响力和市场竞争力、

推动国有资本做优、做强、做大，经公司股东会决议审议，公司名称由“缙云县国有资产投资经营有限公司”变更为“缙云县国有资产投资经营集团有限公司”，截至报告出具日，公司已完成工商变更登记手续。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍为缙云县最重要的一级土地开发、安置房建设以及基础设施建设主体，职能定位没有变化，具有一定的区域专营性；公司业务板块多样，包括基础设施代建、土地整理、安置房建设、供水发电、贸易业务等，但近年来公司部分下辖子公司划转频繁，对业务可持续性 & 稳定性造成一定影响。

表 2：2021~2023 年公司主营业务收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	1.17	13.12	100.00	1.78	12.14	100.00	1.10	6.92	100.00
土地整理	0.00	-	-	0.00	-	-	0.00	-	-
安置房销售	1.65	18.49	15.90	8.28	56.48	2.31	9.06	56.71	32.71
再生资源	2.64	29.62	1.00	-	-	-	-	-	-
供水发电	0.49	5.48	30.83	0.51	3.48	13.89	0.43	2.71	-68.21
旅游收入	0.35	3.89	18.47	0.36	2.46	-10.99	0.62	3.91	12.41
安保服务	0.56	6.27	25.34	0.62	4.23	11.41	0.67	4.19	19.09
贸易业务	1.68	18.85	22.45	2.80	19.10	14.25	2.43	15.20	19.49
租赁收入	0.07	0.78	64.26	0.09	0.61	70.59	0.26	1.60	46.22
其他收入	0.31	3.50	-36.17	0.22	1.50	-81.53	1.40	8.77	-2.42
营业收入/毛利率合计	8.92	100.00	23.96	14.66	100.00	16.00	15.97	100.00	28.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

城市基础设施建设业务，跟踪期内，公司仍通过委托代建模式开展缙云县园区厂房、道路建设等重大项目的施工代建。代建模式方面，基础设施代建业务的委托方为缙云县财政局，公司与缙云县财政局签订《项目代建协议书》以及《项目代建管理收益分配协议》，根据项目代建协议书的要求进行建设，缙云县财政局对项目建设过程中的工程质量、进度进行阶段性的监控和管理。工程竣工验收后，公司按审计决算成本将项目工程平价转让给委托方。资金来源方面，项目建设投入资金全部由公司自筹。资金结算方面，缙云县财政局向公司支付代建资金，每年末公司根据当年度实际投资确认额的 6% 确认当年收入，缙云县财政局按照建设项目竣工决算和财政预算情况支付项目建设款。代建业务具有区域专营性，近年来代建收入有所波动，项目回款稍有滞后，截至 2023 年末，公司尚有 2.01 亿元代建管理费未回款，其中 1.82 亿元应收代建管理费账期超过 1 年，后续回款情况值得关注。

表 3：截至 2023 年末公司主要在建基础设施项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资	建设期间	加成比例
42 省道缙云县潜陈至壶镇段改建工程	111,831.44	83,135.04	2016-2025	6%
330 国道莲都至缙云段改建工程	61,235.00	44,244.29	2012-2026	6%
金谷至方溪道路工程	68,950.00	49,919.17	2017-2026	6%
缙云经济开发区东拓区块二期（红狮区块）综合开发项目	48,509.99	37,535.90	2018-2026	6%
中德（缙云）绿色生态产业孵化园	56,600.00	63,162.08	2019-2024	6%
浙江丽缙五金科技产业园科技创新中心工程	29,000.00	22,088.96	2018-2023	6%

合计	376,126.43	300,085.44	-	-
----	------------	------------	---	---

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域开发业务，跟踪期内公司土地一级开发业务由子公司浙江丽缙五金科技产业开发有限公司（以下简称“丽缙科技”）负责（上述子公司统称“受托方”）。业务模式方面，受托方受浙江丽缙五金科技产业园管理委员会（以下简称“丽缙产业园管委会”）、浙江缙云经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）和缙云县壶镇镇人民政府（以下简称“壶镇人民政府”）委托开展土地整理及配套工作，资金自行筹集，公司承接受托地块的开发整理工程。当土地一级开发工作完成且土地出让完成后，委托方按照土地开发整理成本加成一定比例与公司结算土地整理收益，公司确认土地整理收入。跟踪期内，公司仍系缙云县唯一的土地一级开发主体，但自 2020 年以来，公司土地整理业务受土地出让进度影响未能产生收入。截至 2023 年末，公司主要在整理地块为丽缙五金科技产业园苍山区块，累计已投资约 30 亿元，已获得土地出让金返还约 10 亿元。总体来看，公司已整理未出让土地规模仍然较大，对公司资金形成一定占用，影响公司资产的流动性。

安置房销售业务，跟踪期内，公司仍是缙云县主要的安置房开发建设主体，由子公司丽缙科技、缙云欣荣、安居公司及缙云县欣安建设开发有限公司（以下简称“欣安公司”）负责运营，安置房销售业务模式为定向销售，少部分安置房采用市场化销售模式。安置房来源分为自建安置房和向房地产公司回购两种形式。自建安置房资金自筹，安置户支付款项无法补足成本部分将由政府补足；回购安置房资金由政府筹集，安居公司代表政府向房产公司回购，项目完工验收合格后，由公司按照政府指导价进行定向销售，回购价格和销售价格均为 2,500 元/平方米。收入确认方面，房屋建成后，安置户按照与当地政府部门协定的金额将房款支付至承接项目的子公司收款账户，房屋交付验收后公司按协定收款金额向安置户开具发票并确认营业收入。少量剩余安置房可通过拍卖方式进行出售。

自 2020 年以来，公司安置房销售收入伴随安置房运营主体的重新划入¹和安置房项目的陆续完工持续增加，2023 年安置房销售收入增长至 9.06 亿元，主要来自云上雅苑项目。从项目进度看，截至 2023 年末，公司在手安置房项目较多，未来面临一定资本支出压力。

表 4：截至 2023 年末公司安置房业务主要在建项目情况（万元）

项目名称	来源	销售方式	建设周期	总投资	已投资
名山社区安置房 D-04 区块	自建	定向销售	2021-2025	82,719.0	48,471.64
名山社区安置房 D-07 区块	自建	定向销售	2021-2025	80,106.0	47,304.26
名山社区安置房 D-01 区块	自建	定向销售	2021-2025	64,784.0	38,243.14
洋泉区块改造安置小区及市政配套项目	自建	80%安置房定向销售， 20%商品房对外销售	2020-2025	63,969.0	50,528.48
大搬快聚移民安置房工程	自建	限价限购	2021-2024	62,688.0	51,333.98
合计	--	--	--	354,266.00	235,881.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，商品房开发方面，在建项目为火车站广场北面地块项目，计划总投资 29.0 亿元，已投资 11.48 亿元，建设周期为 2022~2026 年。

¹ 安居公司及欣安公司 2019 年划出公司，并于 2021 年 7 月重新划入公司。

其他业务，除基础设施代建业务、土地整理业务及安置房销售业务外，公司另有供水发电、建设施工、安保服务和贸易业务等多个市场化经营的业务板块，业务较为多元化。

跟踪期内，公司供水业务主要由缙云县水务投资有限公司（以下简称“缙云水务”）子公司缙云县供排水有限责任公司负责运营，供水区域覆盖全缙云县，具有区域垄断性。截至 2023 年末，市政供水管网总长度 162.47 公里，用水人口约 12.3 万人，供水区域面积约 100 平方公里。公司供水业务自负盈亏，政府不提供相应补贴。截至 2023 年末，公司供水能力为 10 万吨每日。此外，缙云水务承接了较多的水利基础设施建设项目，公司通过政府专项债、财政拨款及自有资金开展缙云县内水库、引水工程、水源保护及生态修复工程及河道综合治理等项目建设，后续带来的资本支出压力值得关注。

表 5：2021~2023 年公司供水结构情况（万吨/日、万吨）

用水性质	供水能力	供水量		
		2021 年度	2022 年度	2023 年度
居民生活	10	696.46	691.78	815.66
非居民生活		408.62	476.62	483.24
特种		0.69	0.89	0.77
合计		1,105.77	1169.29	1299.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 年末公司主要在建水利基础设施项目（万元）

项目名称	已投资额	预计建设周期
双潭引水工程	53,536.19	2019-2024
缙云县潜明水库库区水源保护及生态修复工程	28,909.28	2019-2024

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：公司执行水价情况（元/吨）

用水性质	梯级分类	执行价格
居民生活	每户每年 260 立方米及以下的用水量	1.90
	每户每年 261—420 立方米的用水量	2.85
	每户每年 421 立方米及以上的用水量	3.80
非居民生活	--	2.10
特种	--	2.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司水力发电业务主要由缙云水务负责运营，电力全部销售给国家电网使用。公司水利发电量受水流量季节性波动影响大，但因其为再生能源，发电成本低，经济效益和社会效益明显。

表 8：2021~2023 年公司水力发电能力情况（单位：个、千瓦、万千瓦时）

经营主体	电站数量	装机容量	上网电量		
			2021 年	2022 年	2023 年
缙云县龙宫洞水力发电厂	1	10,000.00	2,889.63	2,469.58	1,682.01
缙云县梯级发电有限公司	5	8,240.00	2,869.96	2,752.32	1,600.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司旅游业务由公司子公司缙云县文化旅游发展投资有限公司负责运营。该板块收入全部来自于景区门票收入。公司主要经营的旅游景点为仙都旅游风景区（中国黄帝文化名

山)和河阳古民居,其中仙都旅游风景区于 2020 年获评 5A 景区,门票为 90 元/人次,2023 年仙都旅游风景区共接待游客 77.6 万人次²。2023 年,公司旅游门票收入为 0.28 亿元。2024 年 5 月,缙云县进行国资平台改革,组建缙云县国有资本运营有限公司,公司将其持有的缙云县文化旅游发展投资有限公司 100%股权无偿划转至缙云县国有资本运营有限公司该公司,故缙云国资公司后续将不再开展旅游业务。

跟踪期内,保安服务业务是公司子公司缙云县保安服务有限公司负责运营,为区域内各类机关、企事业单位提供安保服务取得收入,为公司收入提供一定补充。

跟踪期内,租赁业务由公司本部负责运营,租赁标的包括公寓、商铺、工厂等,主要以沿街商铺租赁为主,截至 2023 年末,公司商铺出租率约 91%,2023 年公司获得租赁收入 0.26 亿元。

跟踪期内,贸易业务主要系缙云水务下属的缙云县水投砂石料有限公司负责运营。销售品种主要系砂石料,业务运营范围以缙云县内为主。2023 年公司获得贸易收入 2.43 亿元。

财务风险

中诚信国际认为,跟踪期内,受益于政府持续支持,公司所有者权益保持增长,资本实力有所增强;但随着项目建设持续投入,公司债务规模增长较快,财务杠杆随之提升;近年来公司经营活动现金流始终为净流出状态,对利息的保障能力有待提升,同时因利息支出的增加,EBITDA 对利息的保障能力也不断下滑。

资本实力与结构

跟踪期内,公司资产主要由基础设施代建业务、土地整理、安置房建设业务运营过程中形成的存货、在建工程和应收类款项构成,其中流动资产占比始终维持在 70%以上。由于公司基础设施代建业务及土地整理项目的建设周期长,历年投入累积使得存货占总资产比重逐年增长,截至 2023 年末,存货占总资产比重达 55.78%,代建成本占存货比重达 60.11%,代建项目待结算资产规模较大,对公司资产流动性和收益性均造成一定影响,未来需持续关注代建及土地整理项目回款情况。

跟踪期内,公司债务规模大幅增加,短期债务占比增加,但债务结构仍以长期为主,与其业务特征相匹配。同期公司获得资本金拨付 24.63 亿元,使得资本公积有所增长,带动公司资本实力增强,但因债务规模增长较快,财务杠杆水平仍有所提升。

表 9: 截至 2023 年末公司债务到期分布情况(亿元)

	6 个月以内	6 个月至 1 年	超过 1 年	金额
银行借款	6.95	25.55	77.88	110.38
债券融资	7.10	-	25.74	32.84
其他	7.85	4.20	-	12.05
合计	21.90	29.75	103.62	155.27

注:未考虑利息因素。

资料来源:《缙云县国有资产投资经营集团有限公司公司债券年度报告(2023)》,中诚信国际整理

现金流及偿债能力

² 2024 年 2~3 月,为吸引游客公司推出免票政策,景区开放免除门票,故门票收入受到一定影响。

受代建项目资金投入大、开发建设和回款周期长等因素影响，公司经营活动净现金流长期为负，2023 年公司代建项目投入较 2022 年有所减小，但经营活动净现金流缺口仍较大，无法对债务本息形成有效覆盖。

近年来公司投资建设水利工程项目，使其投资活动现金流出规模波动增长，且水利工程项目建设周期较长，故近三年投资活动现金流均呈现净流出状态，资金缺口波动扩大。根据公司在建项目计划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持该态势。

综上所述，公司经营活动与投资活动的资金缺口明显，加之短期债务快速增加，进一步加剧了公司对外部融资需求。公司主要依赖于银行借款来弥补资金缺口，近年来公司业务扩张导致银行借款与发行债券金额呈现较快增长态势，致使债务规模持续攀升。总体来看，公司通过外部债务融资筹集的资金基本可以覆盖资金缺口。需持续关注公司再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

跟踪期内，公司债务规模大幅增长，导致利息支出快速增长。公司 EBITDA 呈虽增长态势，但对利息保障能力有所下滑；经营活动净现金流持续为负，无法对利息形成覆盖，整体保障能力有待提升。

截至 2023 年末，公司可动用账面资金为 27.06 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；截至 2023 年末，公司银行授信总额为 337.25 亿元，尚未使用授信额度为 181.70 亿元，备用流动性较为充足。

表 10：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
货币资金	17.96	19.89	32.14
其他应收款	14.47	13.68	12.75
存货	119.24	174.61	214.21
长期投资	6.30	8.05	8.42
资产总计	218.85	304.91	384.09
经调整的所有者权益合计	134.31	181.37	192.47
总债务	56.00	87.89	156.48
短期债务占比	8.50	21.88	33.31
资产负债率	38.63	40.52	49.89
总资本化比率	29.43	32.64	44.84
经营活动产生的现金流量净额	-16.51	-45.61	-45.40
投资活动产生的现金流量净额	-17.91	-9.56	-18.42
筹资活动产生的现金流量净额	22.46	57.05	71.05
收现比	2.41	0.83	0.42
EBITDA	3.74	4.67	5.67
EBITDA 利息保障倍数	1.79	1.70	1.28
经营活动净现金流利息保障倍数	-7.90	-16.64	-10.28

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产占当期末总资产的 7.21%，主要为用于借款抵押的无形资产及存货，尚存在一定的抵质押融资空间。

或有负债方面，公司无对外担保情况；同期末，公司不存在重大未决诉讼情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 5 月末，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

跟踪期内，缙云县是丽水市工业强县，拥有仙都、黄龙两个国家级景区，近年来缙云县经济和财政实力不断提高。在丽水市下辖区县中稳居前三。同时，伴随城市化进程加快，缙云县近年来基础设施建设完成投资额及房地产完成投资额快速增长。公司维持区域重要性，实际控制人为缙云县财政局，股权结构和业务开展均与县政府具有高度的关联性，在获得项目建设资金拨付、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2023 年公司获得缙云县财政局拨付的资本金和政府补助分别为 24.59 亿元和 1.96 亿元。综上，跟踪期内缙云县政府较强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“22 缙云 01/22 缙云专项债 01”募集资金 5.40 亿元，期限 7（5+2）年，其中，2.7 亿元拟用于缙云县老城区改造提升项目，2.7 亿元拟用于补充公司营运资金。截至 2024 年 4 月末，募集资金已按照募集约定用途使用完毕。

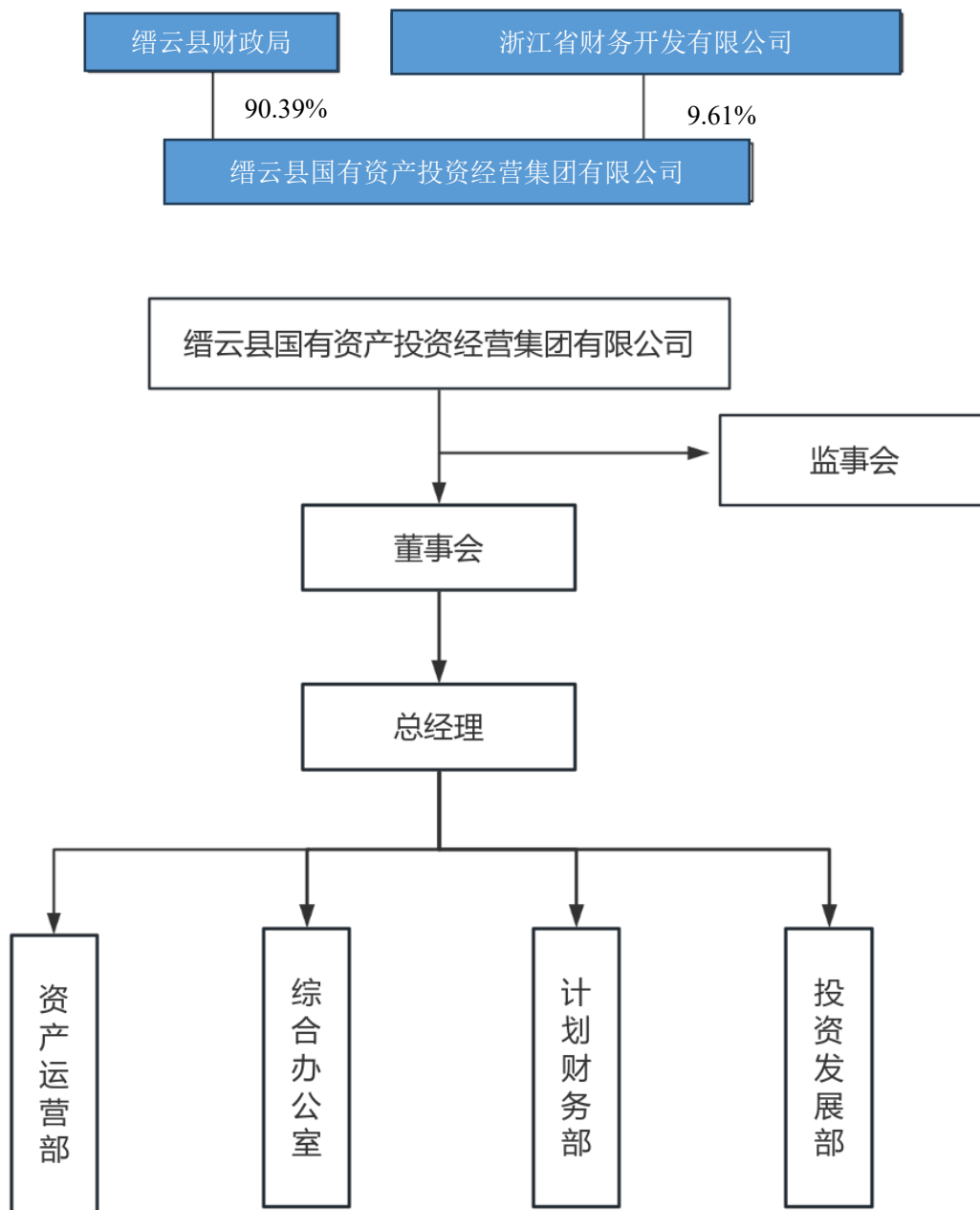
债券募投项目为缙云县老城区改造提升项目，该项目原计划于 2023 年 10 月竣工交付，截至 2024 年 4 月末，除老旧小区综合改造提升部分外，募投项目中的地下停车场项目尚未开工建设，后续项目建设进度值得关注。

上述债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块丰富公司营业收入，债务规模有所增长，考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，公司存在一定集中到期压力，目前跟踪债券信用风险仍很低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持缙云县国有资产投资经营集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“22 缙云 01/22 缙云专项债 01”的债项信用等级为 **AA**。

附一：缙云县国有资产投资经营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：缙云县国有资产投资经营集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	179,644.97	198,916.83	321,350.61
非受限货币资金	179,571.97	198,375.45	270,643.30
应收账款	77,344.87	118,996.67	194,515.58
其他应收款	144,656.93	136,800.48	127,481.77
存货	1,192,437.95	1,746,076.79	2,142,081.50
长期投资	62,956.94	80,522.65	84,161.84
在建工程	288,260.18	167,405.05	132,991.72
无形资产	94,532.26	215,005.80	299,622.72
资产总计	2,188,462.52	3,049,071.63	3,840,917.54
其他应付款	112,917.28	117,773.58	69,910.10
短期债务	47,600.00	192,275.85	521,192.92
长期债务	512,406.12	686,578.97	1,043,620.80
总债务	560,006.12	878,854.83	1,564,813.72
负债合计	845,411.51	1,235,331.99	1,916,241.05
利息支出	20,882.29	27,418.06	44,173.67
经调整的所有者权益合计	1,343,051.01	1,813,739.64	1,924,676.48
营业总收入	93,886.04	158,750.07	172,213.45
经营性业务利润	16,889.97	17,975.54	16,365.87
其他收益	14,395.23	22,936.71	19,641.74
投资收益	-695.28	-3,159.21	-1,498.52
营业外收入	349.81	483.09	1,132.87
净利润	10,631.61	11,281.58	10,442.65
EBIT	28,187.58	28,851.89	29,885.63
EBITDA	37,400.90	46,659.64	56,717.63
销售商品、提供劳务收到的现金	226,070.17	132,222.90	71,896.03
收到其他与经营活动有关的现金	20,606.24	30,251.92	31,299.43
购买商品、接受劳务支付的现金	392,239.75	591,707.41	524,367.58
支付其他与经营活动有关的现金	5,752.02	6,790.38	10,907.98
吸收投资收到的现金	128,890.02	226,065.52	248,305.67
资本支出	180,678.77	92,391.44	155,974.97
经营活动产生的现金流量净额	-165,058.50	-456,148.97	-454,014.72
投资活动产生的现金流量净额	-179,060.95	-95,567.39	-184,218.88
筹资活动产生的现金流量净额	224,583.90	570,519.84	710,501.45
现金及现金等价物净增加额	-119,535.54	18,803.48	72,267.85
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	25.43	18.41	29.28
期间费用率（%）	21.50	20.54	25.68
应收类款项占比（%）	10.14	8.39	8.38
收现比（X）	2.41	0.83	0.42
资产负债率（%）	38.63	40.52	49.89
总资本化比率（%）	29.43	32.64	44.84
短期债务/总债务（%）	8.50	21.88	33.31
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-7.90	-16.64	-10.28
总债务/EBITDA（X）	14.97	18.84	27.59
EBITDA/短期债务（X）	0.79	0.24	0.11
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.79	1.70	1.28

注：1、中诚信国际根据缙云国资提供的其经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
盈利能力	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn