



2022年第一期浙江天子湖实业投资有限公司公司债券、2023年第一期浙江天子湖实业投资有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年第一期浙江天子湖实业投资有限公司公司债券、2023年第一期浙江天子湖实业投资有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
22 浙天 01/22 天子湖 01	AA+	AA+
23 浙天 01/23 天子湖 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到安吉县区位优势明显，生态重要性较高，经济发展水平尚可，浙江天子湖实业投资有限公司（以下简称“天子湖实业”或“公司”）是安吉县基础设施建设主体之一，业务集中在安吉县北部，在天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡具有一定的专营性，主营业务持续性仍较好，获得的外部支持力度较大，此外浙江安吉两山国有控股集团有限公司（以下简称“两山国控”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券安全性；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，偿债压力和资金支出压力较大，且面临一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来收入来源较有保障，业务在区域内仍具有一定的专营性，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：洪烨
hongyv@cspengyuan.com
 项目组成员：薛超
xuec@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	176.78	163.44	135.48
所有者权益	76.24	72.46	71.15
总债务	97.39	87.27	61.70
资产负债率	56.87%	55.67%	47.49%
现金短期债务比	0.18	0.57	0.46
营业收入	5.49	5.86	9.44
其他收益	1.20	1.20	1.20
利润总额	1.21	1.02	1.03
销售毛利率	9.61%	9.46%	9.71%
EBITDA	2.03	2.09	1.88
EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.47	0.62
经营活动现金流净额	-17.92	-9.33	0.55

资料来源：公司 2021-20233 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **安吉县工业经济发展良好，经济总量保持增长，为公司发展提供良好基础。**安吉县地处长三角地理中心，杭州都市圈重要的西北节点，区位优势较为显著，旅游业兴盛，生态重要性较高，为“绿水青山就是金山银山”理念诞生地，安吉县以绿色家居为特色优势产业，以生命健康、高端装备、电子信息、新材料和通用航空为重要新兴产业。2023年安吉县实现地区生产总值 615.12 亿元，人均 GDP 高于全国平均水平，经济发展水平尚可，财政收入质量较高。
- **公司业务在区域内仍具有一定的专营性。**公司作为安吉县基础设施建设主体之一，业务仍集中在安吉北部，涵盖天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡，在上述区域内具有一定的专营性；截至 2023 年末，公司已投待结算的项目成本规模较大，在建自营项目储备较充足，且区域待开发面积较大，公司主营业务持续性较好。
- **公司继续获得股东及地方政府的大力支持。**2023 年，公司收到股东浙江安吉建设控股集团有限公司（以下简称“安吉建控”）资金投入 2.91 亿元，并计入资本公积，一定程度上增强了公司资本实力；同时公司收到安吉县财政局 1.2 亿元基础设施建设补贴，占 2023 年利润总额的 98.99%，有效提升了公司盈利水平。
- **两山国控提供的保证担保仍能有效提升本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，两山国控主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司项目结算进度存在一定不确定性，整体资产流动性较弱。**公司资产以基础设施代建成本、土地资产、应收款项为主，代建项目结算依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力较差，土地资产难以集中变现，应收款项对营运资金仍形成一定占用，公司整体资产流动性较弱。
- **自营项目尚需投入规模较高，资金支出压力仍较大。**2023 年，公司经营活动现金流净流出 17.92 亿元，持续净流出，而主要在建自营项目尚需投入资金规模较大，资金大部分需要公司自筹，公司面临较大的资金支出压力。
- **债务规模持续增长，偿债压力较大。**2023 年，随着项目建设持续投入和债务滚续进行，公司对外融资规模增加，总债务规模持续增长，其中 2023 年公司短期债务规模达 35.19 亿元，公司 EBITDA 对利息的保障能力及现金短期债务比有所下降，整体偿债压力较大。
- **公司仍存在一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外提供担保金额合计 9.21 亿元，占同期末净资产 12.08%，公司担保对象全部为安吉县当地国有企业，区域集中度较高，且均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
修竹绿化	安吉经济开发区基础设施建设任务	240.39	134.07	7.98
安吉城西北	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	231.91	106.46	8.67
天子湖实业	天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡主要基础设施建设主体，业务以区域内的基础设施代建项目为主，同时涉及到膨润土销售业务	176.78	76.24	5.49

注：（1）修竹绿化为浙江安吉修竹绿化工程有限公司的简称、安吉城西北为安吉县城西北开发有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：iFinD、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

[cspv_ffmx_2022V1.0](#)

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	4/7
				财务状况	3/7
	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
调整因素	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **a**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是安吉县基础设施建设主体之一，业务集中在安吉市北部，涵盖天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安吉县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：公司实际控制人为安吉县财政局，安吉县政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对影响力，近年在财政补贴方面得到安吉县政府的大力支持，因此公司与安吉县政府的联系非常紧密；公司作为安吉县基础设施建设主体之一，业务在区域内有一定的专营性，承担了片区内大量建设任务，在基础设施建设方面对安吉县政府有一定贡献，公司若违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，因此公司对安吉县政府非常重要。同时，考虑到安吉县区位优势明显，生态重要性较高，经济实力持续增强，财政收入质量较高，中证鹏元认为安吉县政府提供支持的能力很强。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 浙天 01/22 天子湖 01	7.00	7.00	2023-06-28	2029-11-02
23 浙天 01/23 天子湖 01	5.00	5.00	2023-06-28	2030-03-24

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司分别于2022年10月和2023年3月发行“22浙天01/22天子湖01”和“23浙天01/23天子湖01”（以下简称“本期债券”），发行规模分别为7.00亿元和5.00亿元，期限均为7年，募集资金计划用于长三角（湖州）产业合作区智造产业园中园建设项目及补充公司营运资金。截至2024年3月31日，“22浙天01/22天子湖01”募集资金专项账户余额为45.41万元，“23浙天01/23天子湖01”募集资金专项账户余额合计为54.28万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、公司高管及实际控制人均未发生变化，截至2023年12月31日，公司注册资本和实收资本均为30,000万元，控股股东为浙江安吉建设控股集团有限公司（以下简称“安吉建控”），实际控制人仍为安吉县财政局，公司股权结构详见附录二。

业务上，公司仍为安吉县天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡重要的基础设施建设主体，承担了片区内大量的基础设施建设任务，业务范围包括基础设施建设，绿化工程建设，膨润土及其制品销售等。

2023年公司合并报表范围新增1家子公司，无子公司减少情况，详见下表。截至2023年末，纳入公司合并报表范围的子公司共7家子公司，详见附录四。

表1 2023 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安吉国开混凝土有限公司	60.00%	5,000.00	水泥制品销售	新设

2、2023 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

无

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积

极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要

求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

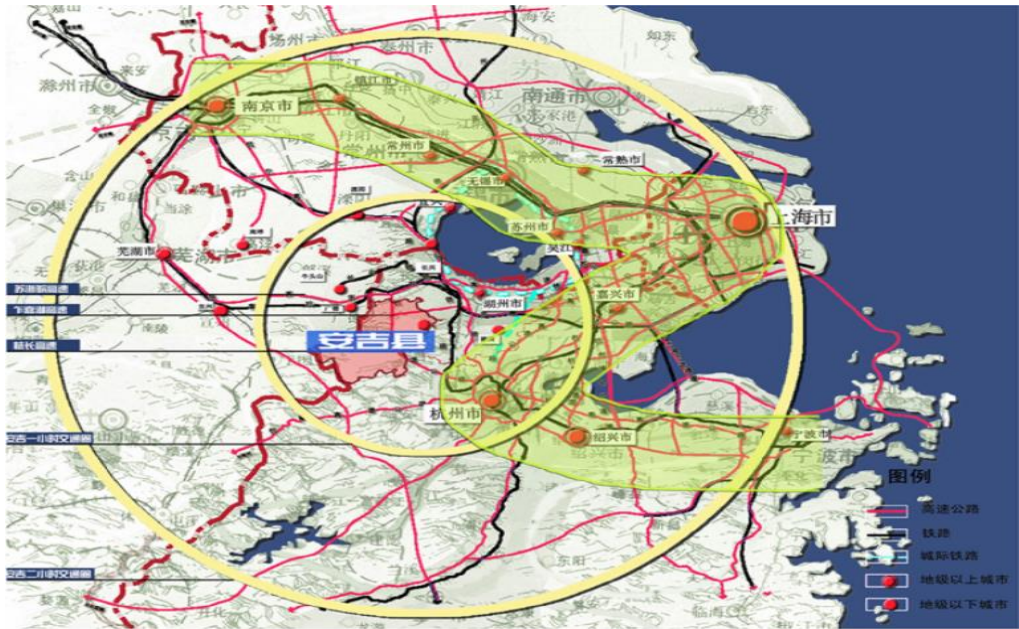
区域经济环境

安吉县地处长三角地理中心，为“绿水青山就是金山银山”理念诞生地，以绿色家居为特色优势产业，以生命健康、高端装备、电子信息、新材料和通用航空为重要新兴产业，固定资产投资拉动经济增长，财政收入质量较高

区位特征：安吉县地处长三角地理中心，作为杭州都市圈重要的西北节点，区位优势较为显著。安吉县隶属于浙江省湖州市，位于浙江省西北部，地处长三角地理中心，是杭州都市圈重要的西北节点，下辖8个镇、3个乡、4个街道，县域面积1,886平方公里，2023年末常住人口为60.0万人，相比2020年第七次全国人口普查呈增长态势。安吉县东靠湖州市郊区及德清县，南接杭州市余杭区和临安市，西邻安徽宁国市、广德县，北靠湖州市长兴县，全县拥有高速公路2条、国道1条、省道3条，公路总里程2,335公里；拥有码头16座，航道总里程50公里，拥有通用航空机场1座，交通较为便利，安吉县距上海仅209公里，距杭州仅65公里，距湖州市区仅68公里，是连接长三角东西两翼和东中部的重要地区。随着商合杭高铁、申嘉湖高速西延段的通车，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。在交通枢纽布局方面，安吉县全力推进轨道交通建设，开工建

设宁杭高铁二通道，积极谋划安吉至杭州、安吉至湖州市域市郊快速轨道交通建设；建成申嘉湖高速西延工程，规划建设德安高速公路、合温高速公路，形成“两纵两横”井字形高速公路网。

图1 安吉县区位图



资料来源：安吉县政府网站

经济发展水平：安吉县经济实力持续增强，固定资产投资是拉动经济增长的最主要驱动力。近年安吉县地区生产总值持续增长，2023年实现GDP615.12亿元，经济体量在湖州市“两区三县”中居第四位，GDP增速5.1%，经济总量持续增长；三次产业结构由2020年的5.8:44.4:49.8调整为2023年的5.2:43.9:50.8，经济结构以第二、三产业为主，第三产业占比有所提高。按常住人口计算，2023年安吉县人均GDP为102,520元，是同期全国人均GDP的114.73%，经济发展水平尚可。2023年，固定资产投资同比增长较快，其中工业投资同比增长16.1%，是安吉县拉动经济增长的最主要驱动力；消费方面则恢复较好，社会消费品零售总额同比增长8.2%；外贸方面，受国外需求及国际形势变化影响，安吉县2023年出口总额同比下降9.8%，导致进出口总额继续下降。

表1 2023 年湖州市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
吴兴区	924.93	5.3%	12.58	66.56	87.63
长兴县	893.98	6.5%	13.11	87.22	62.72
德清县	680.66	5.3%	12.22	85.02	78.80
安吉县	615.12	5.1%	10.25	65.11	128.18
南浔区	585.03	6.0%	10.64	42.13	53.43

注：吴兴区 GDP 未包括南太湖新区，人均 GDP=各区县 GDP/2023 年末各区县常住人口。

资料来源：各区县 2023 年预算执行情况、政府网站等，中证鹏元整理

表2 安吉县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	615.12	5.1%	582.37	0.9%	566.33	10.8%
固定资产投资	--	22.6%	244.88	7.6%	227.64	21.4%
社会消费品零售总额	240.84	8.2%	--	1.7%	--	8.1%
进出口总额	383.87	-9.7%	425.23	-6.9%	456.82	31.6%
人均 GDP（万元）	102,520		97,697		96,576	
人均 GDP/全国人均 GDP	114.73%		114.00%		119.26%	

注：“-”表示数据未公布；2021 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据中常住人口计算得到。

资料来源：2021-2022 年安吉县国民经济和社会发展统计公报、安吉县 2023 年 12 月统计月报，中证鹏元整理

产业情况：安吉县为“绿水青山就是金山银山”理念诞生地，以绿色家居为特色优势产业，以生命健康、高端装备、电子信息、新材料和通用航空为重要新兴产业。安吉县素有“中国第一竹乡、中国白茶之乡、中国椅业之乡”之称，是“绿水青山就是金山银山”理念诞生地、中国美丽乡村发源地和绿色发展先行地。安吉县集民宿、高端旅游综合体、特色小镇于一体的全域旅游全面兴起，为全国首批全域旅游示范区，以第一名成绩入围全国县域旅游综合实力百强县，余村入选世界最佳旅游乡村。安吉县境内“七山一水两分田”，拥有101万亩竹林、海拔1,587米的浙北第一高峰龙王山、总面积1,244公顷的安吉小鲵国家级自然保护区，森林覆盖率、林木绿化率均保持在70%以上，生态环境优美。白茶品牌价值较高，具备地方特色的椅业产业和竹产业在国内市场占有较高份额。目前安吉县已初步形成“1+5”生态产业体系，“1”是指绿色家居特色优势产业，“5”是指生命健康、高端装备、电子信息、新材料和通用航空五大新兴产业。2023年安吉县实现规模以上工业增加值216.37亿元，同比小幅增加0.2%，其中绿色家居（特色椅业、绿色竹业和生态家纺）、生命健康、高端装备、电子信息和新材料分别占比33.38%、10.00%、27.26%、7.79%和4.82%，其中生命健康及新材料产业规上增加值同比有所下降；2023年安吉县规模以上工业企业实现营业收入1027.02亿元，同比增长3.0%，利税95.06亿元，同比下降23.0%，工业经济增长存在一定压力。

发展规划及机遇：安吉县将深度参与长三角一体化，继续发展绿色产业，健全现代产业新体系。安吉县地理位置及生态环境良好，未来将着力融入杭州都市区、全面接轨上海大都市圈，打造全国自然资源现代化治理先导区，提质升级绿色家居产业，引导家居产业向价值链高端延伸，培育做大五大新兴产业，聚焦生命健康、高端装备、电子信息、新材料、通用航空领域，增强产业核心竞争力。

财政及债务水平：安吉县近年一般公共预算收入有所波动，政府性基金收入保持增长，财政收入质量较高，2023年债务规模有所收缩。2023年安吉县实现一般公共预算收入65.11亿元，同比增长4.2%，税收收入占比为90.92%，财政收入质量较高。各项主要税种中，增值税同比增加53.1%，而企业所得税和个人所得税受到经济形势变化和重点企业税收下降幅度较大影响分别下降27.4%和28.0%。2023年安吉县财政自给率为69.47%，财政自给能力尚可。2023年全县实现政府性基金收入128.18亿元，主要得益

于土地市场成交活跃，当年国有土地使用权出让收入同比大幅增长37.6%。2023年安吉县地方政府债务余额规模为218.61亿元，较上年有所收缩。

表3 安吉县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	65.11	62.48	65.83
税收收入占比	90.92%	91.34%	92.06%
财政自给率	69.47%	66.34%	74.24%
政府性基金收入	128.18	89.54	67.95
地方政府债务余额	218.61	222.83	206.37

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：关于安吉县 2023 年财政预算执行情况和 2024 年财政预算草案的报告、安吉县 2021-2022 年国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

基础设施建设主体：截至2023年末，安吉县主要已发债基础设施投资类主体中，一级主体包括两山国控、安吉建控、浙江安吉国控建设发展集团有限公司（以下简称“安吉国控”）。两山国控为安吉县核心的基础设施建设和国有资产运营主体，其各下属子公司中，浙江安吉城市运营管理集团有限公司（以下简称“安吉城运”）是安吉县重要的城乡建设主体，安吉县城市建设投资集团有限公司（以下简称“安吉城投”）为安吉城运的子公司，安吉县产业投资发展集团有限公司（以下简称“安吉产投”）主要负责灵峰度假区的建设，安吉县交通投资发展集团有限公司（以下简称“安吉交投”）负责安吉县交通设施的投资建设。安吉建控主要负责“两山”未来科技城及部分乡镇的建设工作，下属子公司安吉紫梅实业有限公司（以下简称“紫梅实业”）和天子湖实业分别负责安吉县天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡等区域的基础设施和安置房建设业务。安吉国控主要承担安吉县经济开发区的基础设施建设等工作，下属子公司主要包括修竹绿化和安吉城西北。区域内城投公司数量较多，且债务体量总体较大。

表4 截至 2023 年末安吉县主要基础设施建设主体情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
安吉两山	安吉县财政局	567.07	62.18%	50.26	730.01	安吉县核心的基础设施建设和国有资产运营主体，主要承担控股职能
安吉建控	安吉县财政局	312.50	52.83%	10.54	313.45	安吉县“两山”未来科技城的建设主体，统筹负责“两山”未来科技城、天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡和梅溪片区的建设和运营
安吉国控	安吉县财政局	258.67	61.00%	16.30	396.98	安吉县经济开发区的基础设施建设、土地开发整理、农村宅基地整理和旅游项目开发等
安吉城运	两山国控	217.83	63.77%	25.77	273.30	安吉县重要的土地整理和基础设施建设主体，负责安吉县城乡建设和运营
安吉城投	安吉城运	155.30	67.06%	22.57	185.36	安吉县中心城区范围内的基础设施建设、土地整理等
安吉产投	安吉产控	141.70	67.63%	9.78	204.21	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
修竹绿化	安吉国控	134.07	44.23%	7.98	101.81	安吉经济开发区基础设施建设任务

安吉交投	安吉交控	123.28	61.76%	10.98	124.78	安吉县交通设施投资、建设重要主体
安吉城西北	安吉国控	106.46	54.10%	8.67	94.48	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
紫梅实业	安吉建控	105.17	51.55%	5.78	100.29	安吉县梅溪镇的工程项目的投资与建设主体，营业范围包括委托待建、土地开发整理、租金及摊位管理等
天子湖实业	安吉建控	76.24	56.87%	5.49	97.39	天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡主要基础设施建设主体，业务以区域内的基础设施代建项目为主，同时涉及到膨润土销售业务

注：财务数据为 2023 年末/2023 年度数据，除安吉国控、修竹绿化、安吉城西北、天子湖实业外，其他公司总债务数据均未考虑债务调整项。

资料来源：ifind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是安吉县重要的基础设施建设主要的基础设施建设主体，在安吉县北部部分区域内主要从事工程代建业务，具有一定区域专营性，公司2023年收入小幅下滑，毛利率小幅上升

公司作为安吉县重要的基础设施建设主要主体，主要从事天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡内基础设施建设、绿化工程、新农村建设、膨润土及其制品销售等业务，2023年公司业务类型与结构未发生明显变化。2023年公司营业收入规模整体小幅下滑，主要系2023年工程代建收入下滑所致，但工程代建仍为公司主要收入和毛利润来源，此外，公司膨润土销售业务收入小幅下滑，停车费业务收入小幅上升。2023年公司膨润土业务及停车费业务毛利率有所上升，工程代建毛利率较2022年持平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	51,651.62	94.05%	8.04%	55,254.69	94.36%	8.04%
膨润土销售	1,468.43	2.67%	70.27%	1,531.98	2.62%	67.74%
停车费业务	1,799.63	3.28%	5.32%	1,768.07	3.02%	3.63%
合计	54,919.67	100.00%	9.61%	58,554.75	100.00%	9.46%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

（一）工程代建

公司负责安吉县天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡基础设施项目的委托代建业务，作为区域内基础设施建设主要承接主体，已投待结算的项目成本规模较大，工程代建业务收入持续性较好，同时公司自营项目尚需投资规模较大，但同时仍面临较大资金支出压力

公司工程代建业务仍主要为安吉县天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡基础设施项目的委托代建，由公司本部及子公司浙江天昊建设发展有限公司（以下简称“天昊建设”）、安吉新城新农村综合开发有限公司（以下简称“新城新农村公司”）、安吉县天子湖新农村建设开发有限公司（以下简称“天子湖新农村公司”）负责经营。公司仍主要承建天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡内的道路、

创业园区、管网等项目，业务具有一定的区域专营性，项目委托方为安吉县天子湖农业综合开发有限公司¹（以下简称“天子湖农开”），跟踪期内委托代建模式及结算方式未发生变化。

2023年公司确认收入的项目主要为智能装备产业园区、高禹村项目、天子湖大道亮化工程等，业务毛利率为8.04%，与2022年持平，2023年公司基础设施代建收入明细详见下表。

表3 2023 年公司工程代建业务明细情况（单位：万元）

项目名称	结转成本金额	确认收入金额
智能装备产业园区	19,988.32	21,734.87
高禹村	16,511.43	17,954.17
天子湖大道亮化工程	6,170.50	6,709.66
古苑村农整项目	690.11	750.42
高庄村农整项目	1,840.31	2,001.11
溪港村农整项目	920.15	1,000.55
张芝农整项目	1,380.23	1,500.83
合计	47,501.04	51,651.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建基础设施建设项目包括安吉县天子湖镇全域整治项目、长三角（湖州）产业合作区天子湖片区绿色智造园区提升改造项目、天子湖镇绿色生态修复综合改造工程等，公司在建代建项目逐步进入尾声，目前暂无其他拟建项目。截至2023年末，公司主要在建项目计划总投资额40.66亿元，未来尚需投资11.75亿元，详见下表。

表4 截至 2023 年末公司主要在建基础设施代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	资金来源
天子湖镇征迁清零冲刺行动	66,710.00	66,304.92	自筹、贷款
全域整治项目	185,557.00	78,237.98	自筹、贷款
长三角（湖州）产业合作区天子湖片区绿色智造园区提升改造项目	68,125.00	66,064.99	自筹、贷款
天子湖镇绿色生态修复综合改造工程	40,107.50	34,490.36	自筹、贷款
安吉“兴才共富”创业示范区建设保障配套项目	23,193.00	23,146.73	自筹、贷款
省级示范区人才公寓建设工程项目	22,930.00	20,862.91	自筹、贷款
合计	406,622.50	289,107.89	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

¹ 天子湖农开的控股股东与实际控制人均为湖州省际承接产业转移示范区管理委员会天子湖办事处，2017 年湖州省际承接产业转移示范区安吉分区管理委员会与天子湖农开签订委托代建管理协议，委托天子湖农开对示范区境内基础设施工程进行建设与管理，湖州省际承接产业转移示范区安吉分区管理委员会每年年末与天子湖农开进行对账，出具项目移交协议书，并拨付工程款。根据湖州省际承接产业转移示范区安吉分区管理委员会 2019 年 3 月出具的《关于安吉县天子湖农业综合开发有限公司职能定位的批复》，天子湖农开接受管委会委托，主要负责区域内基础设施建设、土地整理与开发业务。

此外，截至2023年末，公司在建长三角（湖州）产业合作区智造产业园中园建设项目、膨润土生产矿区厂房升级改造、园区厂房绿色升级改造、天子湖镇城市5G智慧停车项目等自营项目，主要在建自营项目计划总投资额合计42.85亿元，未来尚需投资20.57亿元，公司在建自营项目储备充足。考虑到在建在建项目与自营项目尚需投资规模较大，公司未来面临较大的资金支出压力，同时自营项目未来收益存在一定不确定性，需关注自营项目的建设进度及收益实现情况。

表5 截至 2023 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
长三角（湖州）产业合作区智造产业园中园建设项目	132,570.00	105,849.33	26,720.67
膨润土生产矿区厂房升级改造	142,800.00	56,230.57	86,569.43
园区厂房绿色升级改造	127,800.00	46,414.75	81,385.25
天子湖镇城市 5G 智慧停车项目	25,302.40	14,253.34	11,049.06
合计	428,472.40	222,747.99	205,724.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）膨润土销售

公司拥有安吉县天子湖镇红庙山膨润土矿采矿权，在区域内从事膨润土开采及销售业务，2023年受膨润土销售收入小幅下滑，该业务在当地处于相对垄断地位，竞争压力较小，但受市场环境的影响较大。

膨润土开采及销售业务由公司子公司安吉天子湖矿业有限公司（以下简称“矿业公司”）和安吉天湖膨润土经营有限公司（以下简称“经营公司”）负责，其中矿业公司负责膨润土的露天开采，经营公司负责精制膨润土加工、销售。截至2023年末，公司共拥有膨润土矿区1个，为红庙山膨润土矿，总面积为1.5平方公里，可采储量分别为150万吨，总探明储量达1,000万吨，公司膨润土采矿许可生产规模为12万立方米/年，许可采矿矿区面积为0.2668平方公里。公司业务销售区域仍全部集中在浙江省，客户仍主要为安吉县范围内的90家膨润土加工与销售企业。结算方式上，公司与主要客户仍主要采用现款现货结算，部分大型客户会给予不超过一年的账期。

公司膨润土开采及销售业务在当地仍处于相对垄断地位，面临竞争压力较小；红庙山膨润土矿品质优良，系可直接露天开采浅层矿，开采成本较低，且公司不负责产品运输，销售均为客户自提，业务整体毛利率较高。2023年公司膨润土开采及销售业务实现收入0.15亿元，较2022年小幅下降，毛利率为70.27%，较2022年小幅上升。

（三）停车费收入

公司停车费收入毛利率较为稳定，对公司收入及盈利形成一定补充

公司停车收费业务主要系2021年年中安吉县人民政府无偿划拨三个地上配套公共停车场（天子湖镇停车场、良朋农贸市场停车场、高禹农贸市场停车场）及主要道路泊车位特许经营权给公司后新增板块，

2023年，公司停车费收入0.18亿元，较2022年小幅上升，同时毛利率有所提升，主要系该业务成本相对固定，收入上升带动毛利率上升所致。停车收费业务整体对公司收入及盈利形成一定补充。

地方政府及股东继续给予公司较大力度支持

2023年，公司收到股东安吉建控资金投入2.91亿元，并计入资本公积，一定程度提升了公司的资本实力，同时公司收到安吉县财政局1.2亿元基础设施建设补贴，占2023年利润总额的98.99%，有效提升了公司的盈利水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

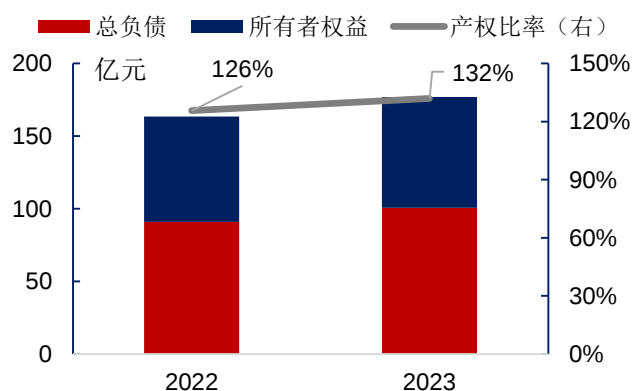
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年，公司合并范围新增1家子公司。截至2023年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共7家，具体情况见附录四。

资本实力与资产质量

2023年公司资产规模继续增长，且仍以基础设施代建成本、土地资产、应收款项、自建项目资产为主，代建成本即时变现能力较差，土地资产难以集中变现，应收款项对营运资金占用增加，且公司货币资金受限比例仍较高，整体资产流动性较弱

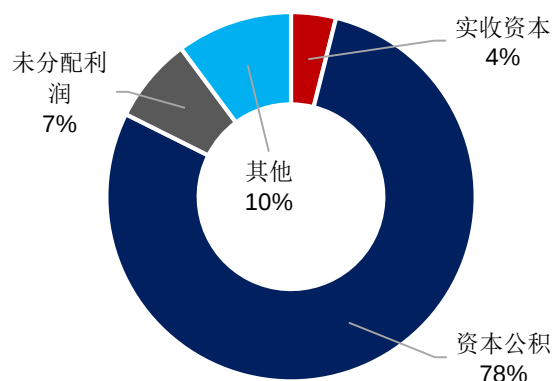
2023年公司债务融资增长较快使得总负债明显增长，同时，随着股东资金投入及公司自身利润留存，2023年公司所有者权益有所增长，整体来看，公司产权比率由2022年末的126%上升至2023年末的132%，所有者权益对负债的保障力度一般。从权益结构来看，所有者权益仍然主要为安吉县政府及股东对公司划拨股权与注入资产等形成的资本公积，占比达78%。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末，公司资产仍以存货（代建基础设施项目的投入成本、待开发土地使用权）、投资性房地产（土地使用权）、在建工程（自建项目资产）、应收类款项（安吉县当地国有企业的往来款）为主，合计占公司总资产的91.94%。

存货仍为公司最重要资产，2023年末公司存货主要包括代建项目成本及自建的长三角（湖州）产业合作区智造产业园中园建设项目成本合计80.89亿元和待开发的土地使用权35.11亿元；虽然代建项目已签订委托代建协议，但项目收入的实现仍依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力较差。2023年末，公司应收账款仍全部为应收天子湖农开的代建业务结算款，账龄全部为2年以内；其他应收款前五名均为与当地国有企业及政府单位的往来款，占比99.80%，账龄均为1年以内，公司其他应收款2023年增幅较大，但均不涉及民营企业；公司应收款项回收风险相对较小，但具体回收时间不明确，对营运资金占用增加。

其他资产方面，2023年末公司账上货币资金余额6.30亿元，较2022年末下降幅度较大，主要系公司年末归还较多银行贷款所致，其中2.93亿元为因存单质押、票据保证金而受限的货币资金，受限占比46.58%，受限占比较高，且对公司短期债务的覆盖有限；无形资产仍主要为2021年安吉县人民政府向公司注入的地上配套公共停车场及道路泊车位特许经营权及采矿权资产，2023年规模有所下降主要系摊销所致；在建工程仍为膨润土生产矿区厂房升级改造、园区厂房绿色升级改造和天子湖镇城市5G智慧停车项目三项自营项目建设成本，2023年因项目建设投入而有所上升。投资性房地产仍主要系天子湖镇西亩村、良朋村、南店村、龙山林场、五福村、龙山林场、高禹村、龙山林场等9块商业用地，2023年重新进行评估后公允价值小幅下降。截至2023年末公司受限资产合计2.93亿元，均为货币资金，受限资产占总资产比例为1.66%，公司整体资产受限比例较低。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.30	3.56%	16.25	9.94%
应收账款	4.36	2.46%	5.89	3.60%
其他应收款	17.02	9.62%	2.87	1.76%
存货	116.05	65.65%	107.96	66.05%
流动资产合计	143.83	81.36%	133.06	81.41%
在建工程	11.69	6.61%	9.05	5.54%
其他非流动金融资产	2.09	1.18%	1.07	0.65%
投资性房地产	13.44	7.60%	13.78	8.43%
无形资产	4.80	2.71%	4.99	3.05%
非流动资产合计	32.95	18.64%	30.38	18.59%
资产总计	176.78	100.00%	163.44	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年主要受工程代建业务收入确认有所下滑影响，公司营业收入有所下降，此外，公司持续获得较大力度的政府补贴力度，有效提升了公司的盈利水平

公司收入主要来源于安吉县天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡的基础设施建设业务，公司待结算项目及在建项目充足，工程代建业务收入持续性有保障，但收入规模受项目建设进度和结算安排等影响存在波动。2023年公司全年实现营业收入5.49亿元，较2022年有所下滑，主要系代建业务收入有所下滑。毛利率方面，工程代建业务采用成本加成一定比例管理费用的模式确认收入，近年来毛利率较为稳定；膨润土销售业务整体收入规模较小，但业务毛利率较高，为公司毛利润提供了有益补充。从利润构成来看，公司主业盈利能力仍然偏弱，财政补贴对公司利润贡献较大，2023年公司收到的安吉县财政局1.20亿元计入其他收益得基础设施建设补贴，占当年利润总额的比重为98.99%，公司获得的政府补贴有效提升了公司的盈利水平。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	5.49	5.86
营业利润	1.22	1.03
其他收益	1.20	1.20
利润总额	1.21	1.02
销售毛利率	9.61%	9.46%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模持续扩张，EBITDA对利息的保障能力有所下降，2023年末现金类资产下降较多导致现金类资产对短期债务覆盖度有所下降，公司面临较大的偿债压力

随着项目建设持续投入和债务滚续，公司对外融资规模增加，2023年末公司总债务规模增至97.39亿元，占负债总额的比例为96.87%。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和非标融资，2023年末占比分别约为58.24%、34.97%和6.79%，平均融资成本分别为5.2%、4.0%和6.5%，综合融资成本5.28%。2023年3月，公司发行7年期企业债5.00亿元，公司直接融资占比较高，整体融资成本尚可。截至2024年3月末，公司银行、非标借款授信余额约为28亿元，备用流动性尚可。

表8 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

融资渠道	平均融资成本	融资余额	一年以内	一年以上
银行借款	5.2%	56.72	12.37	44.35
债券融资	4.0%	34.06	19.42	14.64
非标借款	6.5%	6.62	3.41	3.21
合计	5.28%	97.39	35.19	62.20

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.31	7.27%	11.80	12.97%
应付票据	0.75	0.75%	4.83	5.31%
一年内到期的非流动负债	27.13	26.98%	11.72	12.88%
流动负债合计	36.00	35.81%	29.61	32.54%
长期借款	44.35	44.11%	24.70	27.15%
应付债券	14.64	14.56%	28.15	30.93%
非流动负债合计	64.54	64.19%	61.37	67.46%
负债合计	100.54	100.00%	90.99	100.00%
总债务	97.39	96.87%	87.27	95.92%
其中：短期债务	35.19	35.00%	28.35	31.16%
长期债务	62.20	61.87%	58.92	64.76%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，跟踪期内随着债务规模增加，公司资产负债率上升至56.87%；公司债务规模快速攀升，使得利息支出增加，EBITDA对债务利息支出的保障程度有所减弱。公司短期债务规模有所上升，处于较高水平，公司现金短期债务比下降明显，主要系2023年末公司归还银行贷款导致现金类资产规模下降较多、同时公司短期债务因项目建设融资而有所增长所致，现金类资产对短期债务的保障程度较弱，公司整体偿债压力较大，需持续关注公司再融资情况。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	56.87%	55.67%
现金短期债务比	0.18	0.57
EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.47

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对其持续经营和信用水平无重大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险相对较小，2023年以来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会方面，2023年以来公司未因违规经营、违反政策法规受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生安全事故。

治理方面，公司自身组织架构较为完善，各部门职能分工明确，公司不设股东会和董事会，执行董事和监事由股东安吉建控集团进行委派和更换，执行董事兼任总经理。2023年，公司董事、高管、监事均未发生变更。

过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部及股东安吉建控的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（天子湖实业：2024年5月8日；安吉建控：2024年5月6日），上述公司均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外提供担保金额合计9.21亿元，占同期末净资产的12.08%。公司担保对象全部为安吉县当地国有企业及村级集体经济组织，区域集中度较高，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表11 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	被担保方	担保金额	是否有反担保
安吉县天子湖新农村建设开发有限公司	安吉县天子湖镇长隆村经济合作社	300.00	否
	安吉县天子湖镇良朋村经济合作社	360.00	否
浙江天子湖实业投资有限公司	安吉彩峰贸易有限公司	10,000.00	否
	安吉县天子湖农业综合开发有限公司	5,000.00	否
	安吉兴港建设有限公司	2,000.00	否
		20,000.00	否
		5,000.00	否
	安吉紫梅实业有限公司	20,000.00	否
		12,500.00	否
		16,967.00	否
合计	-	92,127.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

个体信用状况变化说明

本次评级公司个体信用状况为a，较上次评级上调1个级别，主要系区域环境状况各指标同比改善，使得区域状况评分提升，区域状况评分等级本次为风险较小，前次为风险中等。其中，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：[cspy_ffmx_2022V1.0](#)），本次评级适用评级方法模型为《基础设施投资类企业信用评级方法和模型》（版本号：[cspy_ffmx_2024V1.0](#)）。

八、外部特殊支持分析

公司是安吉县人民政府下属重要企业，安吉建控集团直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安吉县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与安吉县人民政府的联系非常紧密。截至2023年末，公司实际控制人为安吉县财政局，安吉县政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对影响力；近年来公司在财政补贴方面得到安吉县政府的大力支持；公司与安吉县政府的联系较为稳定。

（2）公司对安吉县政府非常重要。公司是安吉县天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡主要基建主体，近三年90%的收入来自工程代建业务；公司本部没有供水、供电、供热、燃气、公交等业务，政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司；公司承担了片区内大量建设任务，但基础设施建设方面对安吉县人民政府有一定贡献，且公司为已发债主体，若违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

外部特殊支持变化说明

安吉县政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况上调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差减少1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：[cspy_ffmx_2022V1.0](#)），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+3”。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券保障措施分析

两山国控提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性

本期债券由两山国控提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金，以及该款项至实际支付日的所有应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律规定应由担保人支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

两山国控成立于2017年4月，经安吉县财政局批复，由安吉国瑞建设有限公司出资成立，原名安吉国宏建设有限公司，初始注册资本1.00亿元，实收资本1.00亿元。2019年经财政局批复，安吉国宏建设有限公司更名为浙江安吉两山国有控股集团有限公司，股权100%划转给安吉县财政局，同时注册资本金从1.00亿元增加到10.00亿元，2020年3月，安吉县财政局将其持有的安吉城投、安吉产投和安吉交投100%股权无偿划转给两山国控；2021年3月，安吉县财政局继续增加两山国控注册资本金40.00亿元。2022年和2023，公司分别获得控股股东安吉县财政局以货币注资增加实收资本29.00亿元和0.98亿元，截至2023年末，两山国控注册资本为50.00亿元，实收资本为50.00亿元，控股股东及实际控制人均为安吉县财政局。

两山国控作为安吉县核心的基础设施建设和国有资产运营主体，主要负责安吉县范围内的基础设施建设、土地开发整理、房地产开发以及国有资本运营等业务，业务多元化发展。2021-2023年两山国控分别实现主营业务收入38.91亿元、42.21亿元及45.96亿元，收入规模稳步增长，2023年商品贸易收入、设施代建板块、房地产开发业务构成公司营业收入主要部分，其中房地产业务板块收入增长较快。近年公司商贸服务板块毛利率逐渐下降，房地产开发业务收入占比提升但毛利率波动较大，设施代建板块收入规模及毛利率相对稳定，2021-2023年两山国控主营业务毛利率分别为9.89%、8.06%及8.88%，盈利能力有所波动。截至2023年末，两山国控资产总额为1,499.40亿元，所有者权益合计567.07亿元，资产负债率为62.18%。

表12 近年两山国控主营业务收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商贸服务板块	26.22	7.54%	24.26	9.57%	17.36	11.05%
房地产开发业务	5.21	11.26%	1.72	3.33%	3.97	19.24%
土地业务板块	2.02	8.04%	2.78	8.50%	5.06	7.35%
设施代建板块	6.42	8.35%	6.58	9.37%	6.04	8.48%
工程建设板块	0.54	37.66%	1.99	20.49%	2.55	13.96%
公共水务业务	3.60	6.90%	3.03	0.38%	2.53	5.81%
交通运输板块	0.98	7.61%	0.82	-42.20%	0.63	-77.17%
文化旅游板块	0.58	37.99%	0.51	19.23%	0.50	42.16%
担保融租业务	0.38	18.10%	0.52	16.79%	0.27	20.93%
合计	45.96	8.88%	42.21	8.06%	38.91	9.89%

资料来源：2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

表13 两山国控主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	1,499.40	1,275.67	943.42
所有者权益	567.07	493.89	350.58
总债务	-	614.34	507.14
资产负债率	62.18%	61.28%	62.84%
现金短期债务比	-	0.58	0.58
营业收入	50.26	43.18	39.85
其他收益	10.95	9.86	7.43
利润总额	2.67	3.18	3.38
销售毛利率	9.91%	8.82%	10.58%
EBITDA	-	15.64	10.79
EBITDA 利息保障倍数	-	0.45	0.49
经营活动现金流净额	-52.26	-141.14	-51.47

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，两山国控主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

十、结论

安吉县地处长三角地理中心，为“绿水青山就是金山银山”理念诞生地，生态重要性较高，经济发展水平尚可。公司作为安吉县基础设施建设主体之一，业务仍集中在天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡，承担了片区内大量的基础设施建设任务，在区域内具有一定的专营性，虽然主营业务持续性仍较好，且获得的外部支持力度较大。同时，公司项目结算进度存在一定不确定性，整体资产流动性较弱，公司自营项目尚需投入规模较高，资金支出压力仍较大，公司债务规模持续增长，偿债压力较大，且面临一定的或有负债风险。综合来看，公司抗风险能力尚可。此外，两山国控为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券安全性。

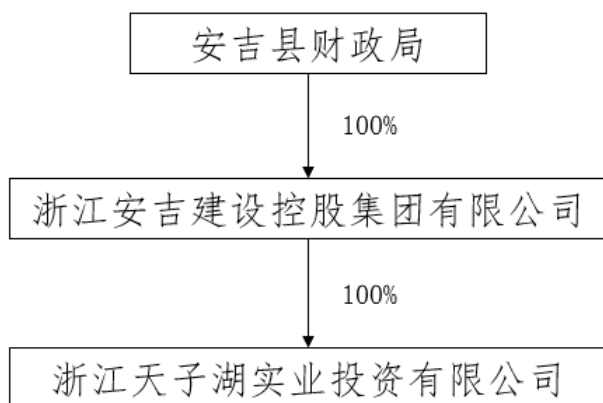
综上，中证鹏元维持浙江天子湖实业投资有限公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	6.30	16.25	9.60
其他应收款	17.02	2.87	2.09
存货	116.05	107.96	87.57
流动资产合计	143.83	133.06	107.53
投资性房地产	13.44	13.78	13.53
非流动资产合计	32.95	30.38	27.95
资产总计	176.78	163.44	135.48
短期借款	7.31	11.80	8.79
一年内到期的非流动负债	27.13	11.72	12.14
流动负债合计	36.00	29.61	21.30
长期借款	44.35	24.70	12.98
应付债券	14.64	28.15	22.85
长期应付款	0.51	1.07	1.93
非流动负债合计	64.54	61.37	43.03
负债合计	100.54	90.99	64.33
总债务	97.39	87.27	61.70
其中：短期债务	35.19	28.35	20.93
所有者权益	76.24	72.46	71.15
营业收入	5.49	5.86	9.44
营业利润	1.22	1.03	1.02
其他收益	1.20	1.20	1.20
利润总额	1.21	1.02	1.03
经营活动产生的现金流量净额	-17.92	-9.33	0.55
投资活动产生的现金流量净额	-2.23	-0.96	-8.19
筹资活动产生的现金流量净额	18.17	13.14	0.47
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	9.61%	9.46%	9.71%
资产负债率	56.87%	55.67%	47.49%
短期债务/总债务	36.13%	32.48%	33.93%
现金短期债务比	0.18	0.57	0.46
EBITDA（亿元）	2.03	2.09	1.88
EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.47	0.62

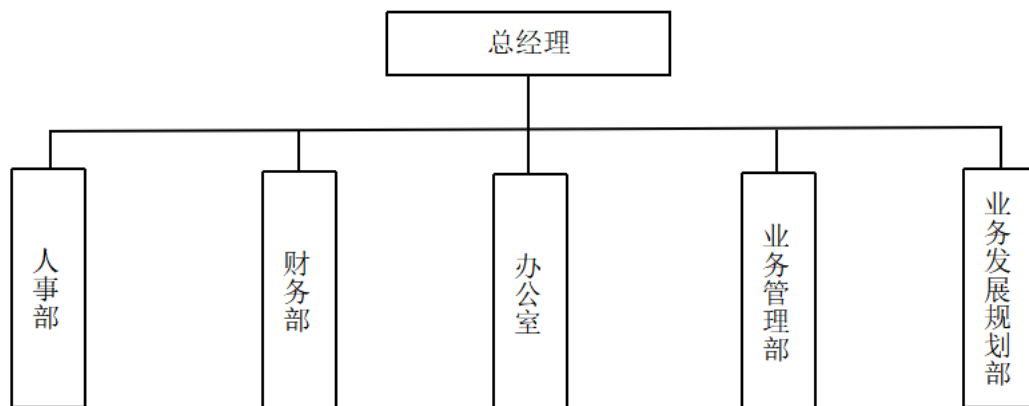
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
安吉天子湖矿业有限公司	2,000.00	80.00%	膨润土露天开采
安吉天湖膨润土经营有限公司	2,000.00	92.00%	精制膨润土加工、销售
浙江天昊建设发展有限公司	40,000.00	100.00%	工程建设
安吉新城新农村综合开发有限公司	12,000.00	100.00%	新农村项目投资、基础设施建设、宅基地整理
安吉县天子湖新农村建设开发有限公司	12,000.00	100.00%	新农村项目投资、基础设施建设、宅基地整理
安吉科兴新能源有限公司	50,000.00	100.00%	光伏、新能源建设及技术服务
安吉国开混凝土有限公司	5,000.00	60.00%	水泥制品销售

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。