



内部编号:2024060716

浙江安吉两山国有控股集团有限公司

及其发行的 22 两山绿色债 01 与 22 两山绿色债 02

## 跟踪评级报告

项目负责人: 邬羽佳 邬羽佳 wyj@shxsj.com  
项目组成员: 李艳晶 李艳晶 liyj@shxsj.com  
评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: [www.shxsj.com](http://www.shxsj.com)



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.

## 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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以任何方式外传。

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。

## 评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100592】

评级对象: 浙江安吉两山国有控股集团有限公司及其发行的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
本次跟踪: AA'/稳定/AAA/2024年6月28日	AA'/稳定/AA'/2024年6月28日
前次跟踪: AA'/稳定/AAA/2023年6月28日	AA'/稳定/AA'/2023年6月28日
首次评级: AA'/稳定/AAA/2022年5月10日	AA'/稳定/AA'/2022年7月7日

## 评级观点

### 主要优势:

- 区域环境较好。依托良好的生态资源和交通条件,安吉县大力发展绿色产业,构建了“1+5”现代产业体系,跟踪期内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。
- 业务地位重要。两山国控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、提供城市综合运营服务的职能,在安吉县具备很高的业务地位。
- 政府支持力度大。跟踪期内两山国控持续获得政府无偿划入大规模的经营性资产、财政资金拨付等,同时注册资本均已实缴到位,政府支持力度大。
- 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:

- 项目开发投融资压力。政府性项目的投建占用了两山国控大量资金,但结算进度和资金回笼相对滞后,后续资金需求量大,公司持续面临投融资压力。
- 债务负担较重,资产流动性欠佳。跟踪期内两山国控外部融资规模继续上升,债务规模持续增长且处于高位,即期偿付压力增大;公司大量资金沉淀于项目投入,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。
- 对外担保风险。两山国控对外担保规模大,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。

## 评级结论

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,本评级机构维持公司AA<sup>+</sup>主体信用等级;认为22两山绿色债01还本付息安全性极强,并维持上述债券AAA信用等级;认为22两山绿色债02还本付息安全性很强,并维持上述债券AA<sup>+</sup>信用等级。

## 未来展望

本评级机构预计两山国控信用质量在未来12个月持稳,维持其主体信用评级展望为稳定。

### 主要财务数据及指标

项目	2021年	2022年	2023年
<b>发行人母公司口径数据:</b>			
货币资金(亿元)	8.55	6.68	4.51
刚性债务(亿元)	61.75	86.31	99.90
所有者权益(亿元)	264.21	314.19	318.20
经营性现金净流入量(亿元)	-55.34	-12.91	47.90
<b>发行人合并口径数据及指标:</b>			
总资产(亿元)	943.42	1275.67	1499.40

主要财务数据及指标			
项 目	2021 年	2022 年	2023 年
总负债(亿元)	592.84	781.78	932.33
刚性债务(亿元)	507.14	669.87	779.30
所有者权益(亿元)	350.58	493.89	567.07
营业收入(亿元)	39.85	43.18	50.26
净利润(亿元)	3.06	2.68	2.31
经营性现金净流入量(亿元)	-51.47	-141.14	-52.26
EBITDA(亿元)	10.90	15.52	16.57
资产负债率[%]	62.84	61.28	62.18
权益资本/刚性债务[%]	69.13	73.73	72.77
长短期债务比[%]	200.84	188.27	158.20
短期刚性债务现金覆盖率[%]	58.01	51.23	41.50
EBITDA/利息支出[倍]	0.50	0.45	0.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.03	0.02
担保人合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	262.56	279.76	275.47
所有者权益[亿元]	111.35	109.42	110.93
融资性担保责任余额[亿元]	431.95	506.67	519.53
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.53	5.37	5.23
累计担保代偿率[%]	0.14	0.18	0.41

注：发行人数据根据两山国控经审计的 2021-2023 年财务数据整理、计算；担保人数据根据中投保经审计的 2021-2023 年财务数据整理、计算，业务数据依据中投保 2021-2023 年年报，均为中投保单体口径。

发行人本次评级模型分析表		
适用评级方法与模型：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)		风险程度
个体信用	业务风险	2
	财务风险	4
	初始信用级别	aa <sup>-</sup>
	调整因素	0
	其中： ①ESG 因素	0
	②表外因素	0
	③业务持续性	0
	④其他因素	0
	个体信用级别	aa <sup>-</sup>
外部支持	支持因素	+2
主体信用级别		AA <sup>+</sup>
调整因素：(0)		
无		
支持因素：(+2)		
① 两山国控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、提供城市综合运营服务的职能。		
② 两山国控是安吉县财政局全资控股的国有独资公司，能持续获得安吉县财政局在项目承接、资金拨付和资产划拨等方面的支持。		

# 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（分别简称“22 两山绿色债 01”及“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 2023 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 2023 年末，募集资金已使用 13.90 亿元，其中 8.80 亿元用于静脉产业园项目建设，5.10 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 2023 年末，静脉产业园项目累计已投资 12.81 亿元。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，垃圾焚烧电厂由于规划调整还在前期准备阶段，部分子项目已完工进入试运营阶段。建设项目已完成 90% 左右。

## 数据基础

苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2023 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。公司于 2021 年起执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则。

跟踪期内，该公司合并范围有一定变化。2023 年，公司新设立 27 家子公司，非同一控制下企业合并 1 家子公司，协议收购 2 家子公司，政府无偿划入 2 家子公司、划出 15 家子公司，同时处置 2 家子公司，注销 1 家子公司。截至 2023 年末，公司合并范围内子公司共 145 家。合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

## 业务

依托良好的生态环境和交通条件，安吉县大力发展低碳循环经济，构建了以绿色家居产业为主的传统产业以及生命健康、高端装备、电子信息、新材料和通用航空五大新兴产业的“1+5”现代产业体系。2023 年全县经济运行总体保持增长，地方财力有所增强。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、提供城市综合运营服务的职能。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；2023 年受商贸服务板块规模扩大带动，营业收入保持增长。2023 年，政府性项目的投建依然占用了公司大量资金，但结算进度和资金回笼相对滞后，后续资金需求量大，公司持续面临投融资压力；房地产开发业务易受国家房产政策调控影响，现阶段销售进度一般，面临去化压力。此外，公司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。

## 1. 外部环境

### （1）宏观因素

2024年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的效果有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

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；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计2024年我国经济增速有所放缓：基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

### （2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属需积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任机制下，自上而下的债务管控持续严格，高级别平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营

能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

### (3) 区域因素

安吉县为湖州市下辖县，位于浙江省西北部浙皖交界处和长三角腹地，商合杭高铁、申嘉湖高速和杭长高速穿越县内，并设安吉高铁站，已形成 30 分钟到杭州湖州、90 分钟到达上海南京的便捷交通路网。安吉县县域面积 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 2022 年末，安吉县常住人口为 59.61 万人，城镇化率为 61.06%。

安吉县生态环境优美，被誉为气净、水净、土净的“三净之地”，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。竹产业及白茶产业系安吉县传统优势产业，安吉竹产业创造了全国 10% 的竹业产值，竹业经济综合实力全国第一；“安吉白茶”2023 年品牌价值达 52.06 亿元，连续 14 年入围全国茶叶品牌价值前十。此外，安吉县为首批国家全域旅游示范区，旅游业已成为安吉县战略发展的支柱产业，并创新推出“帐篷经济”、“咖啡经济”等新业态，2023 年接待游客 3153 万人次，实现旅游总收入 448.13 亿元，同比分别增长 15.8% 和 13.9%。

依托良好的生态环境和交通条件，安吉县大力发展低碳循环经济，构建了包括以绿色家居产业为主的传统产业以及生命健康、高端装备、电子信息、新材料和通用航空五大新兴产业的现代产业体系。近年来全县积极发展特色产业，地方经济保持增长，经济总量维持在湖州市第四的水平。2023 年安吉县实现地区生产总值 615.12 亿元，同比增速为 5.1%；第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为 32.24 亿元、270.24 亿元和 312.62 亿元，增速分别为 5.4%、1.0% 和 8.9%。从产业结构看，安吉县三次产业结构由 2021 年的 4.9:48.4:46.7 调整为 2023 年的 5.3:43.9:50.8。2023 年，安吉县实现进出口总额 383.87 亿元，位列湖州市第一，出口产品以家具、化工品、机电产品及塑料制品等为主。

图表 1. 安吉县主要经济数据

指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值（亿元）	566.33	10.8	582.37	0.9	615.12	5.1
人均地区生产总值（元）	95826	--	97796	--	--	--
人均地区生产总值倍数（倍） <sup>1</sup>	1.18	--	1.14	--	--	--
工业增加值（亿元）	252.44	14.3	249.79	-3.1	--	--
全社会固定资产投资（亿元）	227.64	21.4	244.88	7.6	300.23	22.6
社会消费品零售总额（亿元）	213.10	8.1	216.63	1.7	--	8.2
进出口总额（亿元）	456.82	31.6	425.23	-6.9	383.87	-9.7
三次产业结构	4.9:48.4:46.7		5.2:46.8:48.0		5.3:43.9:50.8	
城镇居民人均可支配收入（万元）	6.58	10.5	6.84	4.1	7.17	4.8

注：根据 2023 年安吉县国民经济和社会发展统计公报、2023 年湖州市统计年鉴、2023 年浙江省统计年鉴整理

受房地产市场下行影响，安吉县房地产市场景气度欠佳。随着地产销售放缓，开发商减少新开工面积，投入增速收窄，2023 年安吉县房地产开发投资完成 81.77 亿元，下降 2.4%。2023 年全县商品房销售面积和销售额分别为 67.37 万平方米和 85.44 亿元，分别同比下降 33.0% 和 20.3%，但销售单价有所回升。

图表 2. 安吉县房屋建设及销售情况（单位：%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	数据	增速	数据	增速	数据	增速
房地产开发投资（亿元）	80.39	12.6	83.75	4.2	81.77	-2.4
房屋施工面积（万平方米）	527.75	-7.2	401.19	-24.0	507.79	26.8

<sup>1</sup> 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	数据	增速	数据	增速	数据	增速
房屋竣工面积（万平方米）	92.04	11.6	20.48	-65.7	89.08	334.9
商品房销售面积（万平方米）	139.59	7.8	100.25	-28.2	67.37	-33.0
商品房销售额（亿元）	182.57	10.2	107.21	-41.3	85.44	-20.3
商品房销售单价 <sup>2</sup> （元/平方米）	13079.02	-	10694.26	-	12682.20	-

资料来源：安吉县国民经济和社会发展统计公报及统计月报

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；但成交总价的维持依然主要依托于住宅及综合用地。2023 年，安吉县土地成交总面积为 405.69 万平方米，较上年增长 30.98%，其中工业用地成交面积占比为；全县土地成交总价为 120.66 亿元，较上年增长 28.99%，其中住宅及综合用地成交价合计占比为 67.12%。2024 年第一季度，安吉县住宅及综合用地均未有成交，土地出让面积同比下降 36.48% 至 70.04 万平方米，土地出让总价同比下降 80.25% 至 4.65 亿元。

图表 3. 安吉县土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	<b>236.10</b>	<b>309.74</b>	<b>405.69</b>	<b>70.04</b>
其中：住宅用地	33.71	34.39	31.10	-
综合用地	37.16	43.03	76.74	-
商办用地	17.46	40.37	73.96	2.73
工业用地	132.45	169.54	209.76	59.31
土地出让总价（亿元）	<b>61.77</b>	<b>93.54</b>	<b>120.66</b>	<b>4.65</b>
其中：住宅用地	16.80	23.24	16.94	-
综合用地	32.71	39.55	64.35	-
商办用地	3.89	17.99	24.53	0.67
工业用地	6.61	10.16	13.11	3.20
土地出让均价（元/平方米）	<b>2616</b>	<b>3020</b>	<b>2974</b>	<b>664</b>
其中：住宅用地	4983	6757	5448	-
综合用地	8801	9191	8385	-
商办用地	2229	4458	3316	2443
工业用地	499	600	625	539

资料来源：中指数据库（查询日 2024 年 6 月 7 日）

稳定的经济增长和不断优化的产业结构为安吉县的财政实力提供的良好的支撑。2023 年安吉县一般公共预算收入小幅回升，质量依然较好。同时由于国有土地使用权出让收入持续增长，政府性基金预算收入已超过一般公共预算收入，成为地方财力的主要来源。

一般公共预算方面，2023 年安吉县实现一般公共预算收入 65.11 亿元，同比增长 4.21%。当年，全县税收收入占一般公共预算收入的比重为 90.92%，收入质量好。2023 年，安吉县一般公共预算自给率较上年增长 3.14 个百分点至 69.48%，财政自给率水平尚可。

安吉县政府性基金收入是全市财力的重要来源，主要来自国有土地使用权出让收入。2023 年，全县政府性基金预算收入为 128.18 亿元，同比增长 43.15%，主要是受土地出让收入增长影响，当年国有土地使用权出让收入占比为 92.03%。2023 年，安吉县政府性基金预算自给率为 118.77%，较上年增长 17.2 个百分点。

债务方面，安吉县广义债务率在湖州市 5 个区县中相对较高，截至 2023 年末安吉县地方政府债务余额为 218.61 亿元，居全市第一。近年来安吉县政府债务和城投企业债务增速较快，区域债务负担较重，但区域内发债主体未出现债务违约事件，且安吉县隐性债务已提前化解完毕，加之经济持续发展，融资环境有望得到一定改善。

<sup>2</sup> 商品房销售额/商品房销售面积

图表4. 安吉县主要财政数据 (单位: 亿元)

指标	2021年/末	2022年/末	2023年/末
一般公共预算收入	65.83	62.48	65.11
其中: 税收收入	60.60	57.07	59.20
一般公共预算支出	88.67	94.19	93.72
政府性基金预算收入	67.95	89.54	128.18
其中: 国有土地使用权出让收入	47.65	85.72	117.97
政府性基金预算支出	83.42	88.15	107.92
政府债务余额	206.26	222.83	218.61

注: 根据安吉县2021年和2022年财政决算报告和2023年预算执行报告整理

## 2. 业务运营

### (1) 业务地位

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、提供城市综合运营服务的职能, 公司在安吉县具备很高的业务地位和重要性。经过前些年的国资整合后, 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、公共水务及交通运输等市政公用类业务、房地产开发及商品销售等各项经营性业务。

### (2) 经营规模

作为安吉县城市建设的核心主体, 项目建设开发成本是该公司资产的主要构成, 随着项目开发持续投入, 资产规模不断增长, 2023年末总资产为1499.40亿元, 较上年末增长17.54%。2023年, 公司实现营业收入50.26亿元, 同比增长16.42%主要受商贸服务板块业务规模扩大影响。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, 2023年收入占比分别为52.16%、13.85%、4.01%、10.37%和7.16%。

图表5. 公司资产及营业收入规模 (单位: 亿元, %)

项目	2021年(末)		2022年(末)		2023年(末)	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
<b>总资产</b>	<b>943.42</b>	-	<b>1275.67</b>	-	<b>1499.40</b>	-
<b>营业收入</b>	<b>39.85</b>	<b>100.00</b>	<b>43.18</b>	<b>100.00</b>	<b>50.26</b>	<b>100.00</b>
其中: 商贸服务板块	17.36	43.57	24.26	56.18	26.22	52.16
设施建设板块	8.59	21.56	8.57	19.84	6.96	13.85
土地业务板块	5.06	12.69	2.78	6.44	2.02	4.01
房地产开发业务	3.97	9.97	1.72	3.99	5.21	10.37
公共水务板块	2.53	6.36	3.03	7.02	3.60	7.16
交通运输板块	0.63	1.58	0.82	1.90	0.98	1.96
其他业务	1.70	4.27	2.00	4.62	5.27	10.49

资料来源: 两山国控

### A. 基础设施建设业务

该公司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。跟踪期内, 公司基础设施项目依然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。此外, 近些年还有部分为县内招商引资服务的项目则由公司自行建设, 建成后通过对外租售来实现资金的回笼。2023年, 公司实现设施建设业务收入6.96亿元, 受结算进度影响同比下降18.77%。

跟踪期内, 该公司继续推进安吉全域旅游游一体化提升工程、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

等重点项目的开发建设，截至 2023 年末，公司主要在建代建基建项目计划总投资 232.55 亿元，已投资 200.84 亿元，因部分项目建设进度不及预期，项目周期有所延长。

图表 6. 公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期（年-年）	计划总投资	已投资 <sup>3</sup>
灵芝路改造	2014-2026	1.50	1.44
递铺港北段改造工程	2013-2026	6.50	5.67
递铺港河道整理	2013-2024	3.90	3.20
后寨路延伸段	2016-2026	3.00	1.56
绕城东线	2014-2025	4.50	3.56
黄浦江源精品观光带改造提升工程	2014-2025	1.40	0.82
馒头山景区	2012-2026	11.00	10.07
旅游集散中心	2014-2025	8.00	7.70
朗里花园	2016-2026	5.50	5.19
朗里二期安置房	2012-2026	4.50	3.68
紫金花园	2014-2026	4.20	3.17
安吉职教中心项目	2012-2026	9.30	2.64
交投公路提升改建工程	2021-2025	20.44	20.78
安吉全域旅游运一体化提升工程	2021-2025	20.53	21.49
安吉县杭垓镇等七个乡镇共同富裕人居环境提升项目	2022-2025	24.73	25.96
安吉县城区周边水系综合提升及开发利用工程	2022-2025	14.37	10.65
安吉灵峰智慧旅游度假区建设项目	2016-2024	21.00	18.05
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	2020-2024	14.86	10.87
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	2019-2024	18.25	18.15
安吉灵峰城乡一体化建设项目	2016-2024	12.98	12.21
国家级灵峰旅游度假区城市停车场建设项目	2022-2025	12.97	4.86
安吉灵峰旅游度假区灵峰村征地拆迁工程	2018-2024	9.12	9.12
<b>合计</b>	--	<b>232.55</b>	<b>200.84</b>

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2023 年末）

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仍在建设中，这些项目未来建成后将通过对外租售获取收益。自营项目方面，截至 2023 年末，公司主要在建项目计划总投资 86.85 亿元，已投资 23.53 亿元。公司暂无拟建自营项目。总体看，公司在建项目投资规模大，资金回笼相对缓慢，公司投融资压力大。

图表 7. 公司主要在建及拟建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期（年-年）	计划总投资	已投资
安吉数字物流港新建工程	2020-2024	26.27	6.05
静脉产业园	2022-2025	14.03	12.81
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	1.73
霞泉绿色家居产业园（一期）项目	2022-2024	3.04	1.25
安吉中小微产业园项目（义士塔共富产业园）	2023-2025	18.74	1.62
安吉县梦想产业园项目	2022-2024	16.48	0.07
<b>合计</b>	--	<b>86.85</b>	<b>23.53</b>

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2023 年末）

## B. 土地整理业务

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。跟踪期内，公司依然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

<sup>3</sup> 部分项目已投金额超总投资额，主要系建设期间建设内容增加及原材料及人力成本上涨，尚未竣工结算，因此仍列示于在建项目中。

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。2023年，公司实现土地整理收入2.02亿元，同比下降27.45%，主要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2023年末，公司主要已完工的土地开发整理项目涉及面积约671亩，累计投资额14.71亿元，已结算收入16.01亿元，获得回款14.89亿元。

截至2023年末，该公司主要在整理土地项目共计23个，涉及整理面积约19852亩，计划总投资206.50亿元，已投资166.28亿元。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8. 公司主要在整理地块明细（单位：年、亩、亿元）

地块名称	整理期间	面积	计划总投资	已投资 <sup>4</sup>
灵芝区块	2013-2026	436	12.00	10.90
城东新区(二期)	2014-2025	400	9.50	9.28
余墩区块	2016-2026	325	10.00	8.63
城东新区(红线外)	2015-2025	269	6.50	5.69
祥友工业园区	2014-2025	227	8.00	7.52
驿站西侧	2014-2025	89	6.50	6.21
芝里地块(汪家庄)	2015-2026	147	5.70	2.49
丰华五星酒店	2014-2026	125	3.50	2.27
上郎村城中村(中心区块)	2014-2026	103	2.50	2.05
天山坞项目(原百花园)	2017-2026	117	2.90	1.46
铜山桥区块	2013-2026	76	2.20	1.32
城东新区	2016-2025	59	1.20	0.84
山头村城中村区块	2018-2026	434	15.50	15.30
朗里区块	2017-2026	408	12.00	10.59
余墩城中村区块	2018-2027	346	11.00	9.42
石马港区块	2017-2025	207	6.00	5.44
天荒坪南路区块	2018-2026	184	5.00	2.95
灵峰度假区项目	2018-2025	4000	25.00	23.09
美丽乡村项目	2016-2029	4000	20.00	6.19
生产队项目	2016-2025	4000	20.00	15.94
竹峰项目	2016-2025	1600	10.00	9.74
剑山村项目	2016-2025	1300	6.50	5.88
下扇项目	2017-2026	1000	5.00	3.08
<b>合计</b>	--	<b>19852.00</b>	<b>206.50</b>	<b>166.28</b>

注：根据两山国控所提供数据整理（截至2023年末）

### C. 房地产开发

跟踪期内，该公司房地产开发业务依然主要由安吉城投下属子公司安吉经典置业有限公司（简称“经典置业”）和安吉县城市建设发展有限公司（简称“安吉建发”）开展。其中安置房销售业务由安吉建发负责，公司安置房项目均已与2018年之前完工、已完成销售并回款，目前无在建或拟建的安置房项目；商品房销售业务由经典置业负责，经典置业拥有房地产开发二级资质，主要通过招拍挂方式获取土地使用权，进行安吉县部分商品房开发，商品房建成后进行市场化销售。2023年，公司确认房产销售收入5.21亿元，主要来自兰园等项目，同比增

<sup>4</sup> 部分地块如天使乐园部分已整理土地已结算，已投资额为账面价值。

长 202.30%，主要受商品房销售结转进度影响；同期毛利率为 11.26%，同比提升 7.93 个百分点，主要因上年交付的项目较少，部分房屋造价成本及装修成本较高，盈利水平较低。

截至 2023 年末，该公司已完工商品房项目累计已投资 12.18 亿元，累计实现销售额 9.76 亿元。从销售进度来看，玉园和凤凰中心广场 1 号 3 号楼均已售罄，凤凰中心广场项目尚余约 1 万平方米公司计划自持用于出售，主要为酒店、青少年活动中心、妇女儿童发展中心、县文化馆和规划展示馆等；孝丰南门商业广场项目尚余 1.2 万平方米待售，公司房产项目仍面临一定的去化压力。

图表 9. 公司已完工商品房项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	项目类别	建设周期（年-年）	已投资	可售面积	已售面积	销售金额	已确认收入
玉园	商品房	2016-2019	2.50	2.98	2.98	2.91	2.91
凤凰中心广场	商品房	2017-2020	5.45	6.60	6.60	2.67	2.67
孝丰南门商业广场	商品房	2018-2020	2.78	4.15	2.95	2.69	2.69
凤凰中心广场(1#、3#)	商品房	2017-2020	1.45	1.71	1.71	1.49	1.49
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>12.18</b>	<b>15.44</b>	<b>14.24</b>	<b>9.76</b>	<b>9.76</b>

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2023 年末）

跟踪期内，该公司主要在开发的商品房项目为兰园、凤起苑和锦园项目。上述三个商品房项目计划总投资 53.10 亿元，截至 2023 年末已投资 27.71 亿元，后续还有一定的资金需求。截至 2023 年末，兰园、凤起苑和锦园项目合计累计销售 7.29 万平方米，实现销售额 8.99 亿元。此外，公司暂无拟建商品房项目。总体看，公司在开发的房产项目投资规模较大，销售受国家房地产政策更迭影响大，未来收益情况存在一定的不确定性。

图表 10. 公司在建及拟建商品房项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	项目类别	建设周期（年-年）	计划总投资	已投资	可售面积	已售面积	销售金额
兰园	商品房	2021-2024	8.70	7.88	7.40	6.81	8.28
凤起苑	商品房	2023-2026	27.20	12.95	16.03	0.39	0.63
锦园	商品房	2022-2025	17.20	6.88	10.42	0.09	0.08

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2023 年末）

#### D. 公共水务板块

跟踪期内，该公司公共水务板块的经营主体依然为安吉国源水务集团有限公司（简称“国源水务”）。国源水务在安吉县范围内从事供水及污水处理业务，通过自建和收购等方式获取自来水厂及污水处理厂，同时自筹资金进行部分城市主干供水管网和污水管网建设，通过自来水销售及污水处理收费实现收入。近年来，随着供水及污水处理范围的扩大，公司公共水务板块业务收入规模逐步扩大。2023 年，公共水务板块实现收入 3.60 亿元，同比增长 18.75%，主要来自于自来水销售以及污水处理收入，另有少量的管道安装收入；毛利率为 6.90%，同比提升 6.52 个百分点，其中 2022 年毛利率水平较低主要受管网折旧较高等影响。

供水业务方面，截至 2023 年末，该公司共运营 7 家自来水厂，设计供水能力为 41 万吨/日。近年来公司售水量持续上升，老石坎水厂扩建项目预计于 2024 年 9 月完工，届时设计供水能力预计将提升 5 万吨/日。原水方面，公司原水主要来自赋石水库、老石坎水库和凤凰水库，原水价格执行 0.25 元/吨的标准，水资源费为 0.20 元/吨，按季结算。水价方面，根据安吉县物价局《关于实施安吉县城镇供水价格改革方案》（安价字[2015]52 号）等相关文件规定，县城和重点建制镇居民生活用水实行阶梯水价制度，每户每年生活用水量分三级，供水价格分级递增。2023 年公司供水业务收入同比下降 3.91% 至 1.72 亿元，主要系产业能级提升，工业耗水量略有减少。

污水处理业务方面，截至 2023 年末，该公司共运营 4 家污水处理厂，日污水处理能力 21.25 万吨/日。2023 年，公司实现污水处理量 5184 万吨，实现污水处理业务收入 1.17 亿元。

图表 11. 公司供水及污水业务情况

业务	指标	2021 年	2022 年	2023 年
供水	供水厂数（家）	7	7	7
	设计供水能力（万吨/日）	41	41	41
	自来水供应量（万吨）	6779	6374	6389

业务	指标	2021 年	2022 年	2023 年
污水处理	自来水销售量 (万吨)	5069	5681	5639
	供水业务收入 (亿元)	1.27	1.79	1.72
	污水处理厂数 (家)	4	4	4
	污水处理能力 (万吨/日)	20	21.25	21.25
	污水处理量 (万吨)	4125	3724	5184
	污水处理成本 (元/吨)	2.13	2.12	1.87
	污水处理收入 (亿元)	1.14	0.82	1.17

注：根据两山国控所提供数据整理

截至 2023 年末，该公司水务板块主要在建项目计划总投资 14.15 亿元，以污水处理相关工程为主，部分工程已完工结转，账面余额合计 7.90 亿元，后续投资规模有限。在建项目投产后，公司污水处理收入有望进一步扩大。

图表 12. 公司公共水务板块主要在建项目情况 (单位: 亿元, 年)

项目名称	建设周期 (年-年)	计划总投资	账面余额
水务检测中心大楼	2019-2026	0.65	0.62
城北污水处理厂工程	2018-2026	4.00	0.18
城区污水处理厂工程	2015-2026	2.50	1.78
农村生活污水集中处理系统示范工程	2014-2026	7.00	5.32
<b>合计</b>	--	<b>14.15</b>	<b>7.90</b>

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2023 年末）

#### E. 商贸服务板块

该公司商贸服务板块主要包括广电网络、商品贸易、能源及砂石矿石销售、物业租赁等业务。2023 年，公司商贸服务板块收入同比增长 8.09% 至 26.22 亿元，其中商品贸易业务收入为 10.43 亿元；同期毛利率为 7.54%，主要由广电业务和能源销售业务贡献。

目前该公司商品销售收入主要由钢管建材、猪肉食品和木材等产品销售贡献，2023 年，上述品类贸易收入分别为 6.40 亿元、2.72 亿元和 1.31 亿元。钢管建材以钢材和管材的国内贸易为主，采用以销定采的贸易模式，以现金结算，结算周期一般为 30-45 天。猪肉销售由安吉交投子公司安吉交投食品有限公司负责运营，主要负责生猪的收购加工，上游供应商为浙江湖州品惠生鲜有限公司和其他养猪散户，下游销售对象为湖州市交通投资集团实业发展有限公司和其他农贸散户，交易方式主要为银行转账。

该公司能源及砂石矿石销售业务主要涉及加油站的成品油销售和砂石矿石销售等。油品销售方面，安吉经石加油站有限公司（简称“经石加油站”）注册资本 3576 万元，安吉城投股权占比 51%，中国石化销售股份有限公司股权占比 49%，主营汽油、柴油的储存销售。经石加油站目前拥有 1 个加油站，位于安吉大道，该站用地面积 4,758 平方米，建筑面积 1,423 平方米；埋地油罐 5 只，每只 30 立方米，共 120 立方米（柴油罐减半计取）；加油机 8 台，油枪 30 只。安吉交投下属子公司安吉长运加油站有限公司负责销售包括 0#柴油、92#汽油和 95#汽油的成品油，通过公开招标方式筛选供应商，再通过零售方式将成品油销售给客户，赚取价差。砂石销售业务主要是将县内土地整理、房地产开发等项目建设过程中产生的砂石资源交由安吉县自然资源和规划局（简称“安吉资规局”）代为进行对外拍卖，拍卖收入由安吉资规局代收，之后再转交至公司。矿石销售主要是将工程建设项目产出矿产品作为建筑材料对外销售。2023 年，公司能源及矿产销售收入同比增长 31.62% 至 6.25 亿元，随着经营范围的扩大，收入规模增长较快。

广电网络业务主要由安吉产投子公司安吉县广播电视台有限公司（简称“广电网络公司”）负责经营，业务包括数字电视收视费、宽带收费、数字电视配套工程、大数据平台、城域网改造等。2023 年广电网络业务实现收入 1.34 亿元，较上年变化不大，同期毛利率为 50.63%，较上年提升 5.2 个百分点，盈利能力较好。未来，广电网络公司将在原有业务范围基础上，积极开拓安吉县内外的智慧家居、智慧安防、智慧乡村等物联网信息的业务市场，扩大用户群体。

#### F. 其他业务

该公司主要通过子公司安吉交投开展长途客运、公交运营、出租车运营、新能源汽车租赁和校车管理等交通运输业务，其中长途客运业务主要经营线路为安吉县至上海、江苏省及浙江省各地。2023年，公司交通运输业务收入同比增长19.79%至9835.90万元，毛利率为7.61%，主要由于当年交通运输行业景气度提升，且较高毛利率的长途客运业务收入增长较快，毛利率转正。政府持续给予油补、客运补贴、公交补贴、游运一体化补贴、新能源车补贴等多种形式的补贴弥补公司部分亏损，2023年公司获得相关补贴8173.32万元。

该公司主要通过安吉产投下属子公司两山振兴旅投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和游客二次消费（包括住宿和餐饮）等，目前公司主要运营竹博园，大竹海，龙王山景区，大石浪等4个景区，拥有1家旅行社。2023年公司文旅业务收入同比增长14.21%至5839.73万元，在文旅行业回暖背景下，收入规模呈现增长；同期毛利率为37.99%，同比提升18.76个百分点主要系收入结构变化所致。

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，由子公司浙江安吉产业控股集团有限公司（简称“安吉产控”）负责。其中融资租赁业务由安吉产控下属浙江两山融资租赁有限公司（简称“两山融租”）负责运营，担保业务主要由安吉产控下属安吉县融资担保有限公司（简称“安吉担保”，原名安吉县国信融资担保有限公司）负责运营。2023年公司聚焦省内业务，不再与省外分行合作，收入规模下降，当年担保融租业务收入同比下降26.40%至3820.82万元。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2023年末，公司融租业务不良率为0，应收融资租赁款513万元，融资租赁净利息收益率为6%。安吉担保主要为安吉县内乡镇平台、一般企业和“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2023年末，公司在保业务701笔，在保余额合计为8.74亿元，累计担保代偿金额为2019.36万元，已追回1358.87万元，其余正通过诉讼方式追偿。

除上述业务外，该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。

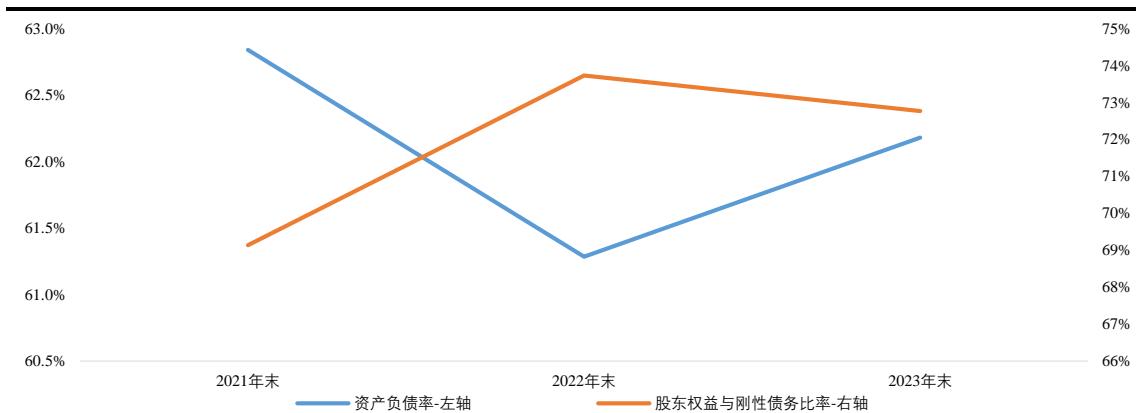
## 财务

跟踪期内，该公司持续获得特许经营权资产拨入、同时股东资本金注入，公司净资产规模快速增长；但公司债务负担依然较重，财务杠杆水平偏高，面临集中偿付压力。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. 财务杠杆

2023年末，该公司资产负债率较上年末小幅上升0.90个百分点至62.18%，负债经营程度依然偏高。同期末股东权益与刚性债务比率为72.77%，权益资本对公司刚性债务的保障能力一般。考虑到公司项目开发建设资金需求量大，预计后续公司负债规模将进一步扩张，财务杠杆水平存在上升压力。

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势

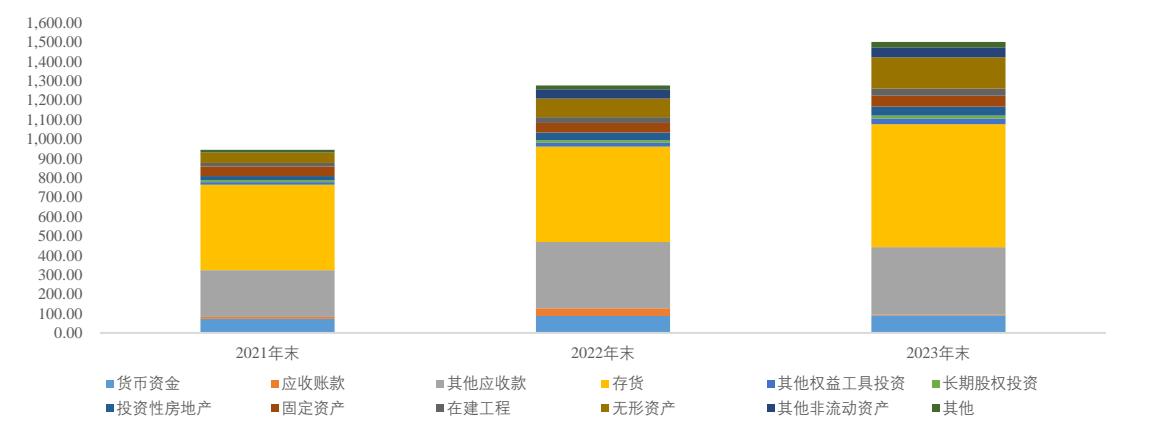


注：根据两山国控所提供的数据整理、绘制

### （1）资产

2023年末，该公司资产总额为1499.40亿元，较上年末增长17.54%主要受项目持续推进以及政府资产划入等因素影响。公司资产依然以流动资产为主，占总资产比重的75%以上。

图表 14. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据两山国控所提供的数据整理、绘制

该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2023年末分别占资产总额的6.04%、23.08%和42.26%。2023年末货币资金余额为90.56亿元，较上年末增长4.97%，年末受限金额为7.34亿元。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，较上年末增长1.13%至346.05亿元，2023年末主要应收对象包括安吉国润新农村建设有限公司（36.03亿元）、安吉新农村建设有限公司（25.16亿元）、安吉县财政局（20.47亿元）、安吉灵峰旅游度假区管理委员会（20.01亿元）和安吉灵境科技开发有限公司（17.27亿元）；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174.63亿元、93.35亿元、44.93亿元和36.99亿元。存货主要系项目开发成本和土地资产，随着项目开发投入较上年末增长28.96%至633.58亿元，主要为项目开发成本。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，由于跟踪期内支付相关款项，由2022年末的40.49亿元降至2023年末的5.16亿元。

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，2023年末分别占资产总额的3.06%、3.80%、10.82%和3.41%。投资性房地产主要系成本模式计量的房产及土地使用权，2023年末为45.86亿元，较上年末增长15.60%主要因外购房产以及凤凰中心广场转为自持经营而逐年增长。固定资产主要为自有房产、水库资产和管网资产等，2023年末为56.93亿元，较上年末增长12.96%主要因智治中心、农村生活污水集中处理系统示范工程等项目完工结转。无形资产原主要为土地资产、公共停车泊位特许经营权和砂石资源经营利用权等，2023年主要由于划入地下停车位经营权、西苕溪岸线资源及矿产品经营权等合计60.38亿元而大幅增长至162.20亿元。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，由于预付长期资产购置款而增至51.17亿元，2023年末主要包括森林资源经营权资产28.77亿元、灵峰土地资产经营权资产8.33亿元、

南门老街资产 3.47 亿元以及预付长期资产购置款 10.29 亿元等。此外，其他权益工具投资为公司投资的企业，由于新增对安吉联拓建设发展有限公司、安吉众城建设发展有限公司等企业投资，2023 年末较上年末增长 60.66% 至 30.43 亿元。

截至 2023 年末，该公司受限资产合计 68.32 亿元，占资产总额的比重为 4.56%。其中货币资金中 7.34 亿元用于质押担保、保函保证金等受限；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借款抵押受限，受限金额分别为 25.40 亿元、17.07 亿元、8.33 亿元和 8.43 亿元；其他流动资产中存出保证金 1.76 亿元由于对外担保而受限。

图表 15. 公司受限资产情况（单位：亿元）

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	7.34	8.10	质押担保及保函保证金等
存货	25.40	4.01	抵押担保
其他流动资产（存出保证金）	1.76	26.65	融资担保业务
投资性房地产	17.07	37.22	抵押担保
固定资产	8.33	14.63	抵押担保
无形资产	8.43	5.20	抵押担保

资料来源：两山国控（截至 2023 年末）

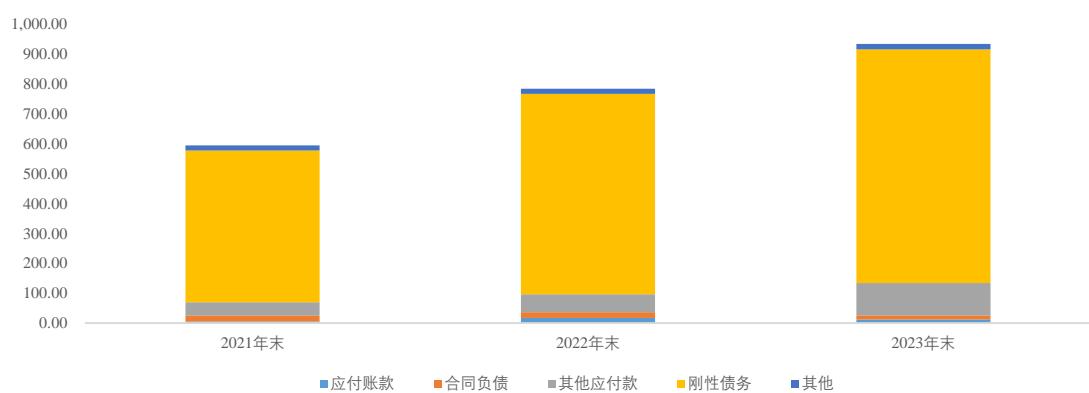
## （2）所有者权益

跟踪期内，由于获得股东资本金注入、资产划拨、财政拨款、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，2023 年末为 567.07 亿元，较上年末增长 14.82%。其中实收资本因股东资本金实缴，由 2022 年末的 49.02 亿元增至 2023 年末的 50 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，因政府无偿划入安吉县城区地下公共停车泊位特许经营权 11.78 亿元和西苕溪岸线资源及矿产品经营权 44.50 亿元等资产，上年末增长 15.50% 至 488.75 亿元。未分配利润随着持续经营积累，较上年末增长 20.94% 至 2023 年末的 8.06 亿元。少数股东权益受合并范围变化影响较上年末增长 34.50% 至 19.91 亿元，年末归母权益与少数股东权益的比值略降至 27.48。2023 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 8.82%、86.19%、1.42% 和 3.51%，权益资本稳定性好。

## （3）负债

2023 年末，该公司负债总额较上年末增长 19.26% 至 932.33 亿元，负债规模增长较快。从负债期限结构来看，以中长期债务为主，2023 年末公司长短期债务比为 158.20%。

图表 16. 公司负债构成情况（单位：亿元）



注：根据两山国控所提供的数据整理、绘制

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，近年来占负债总额的比重在 80% 以上。此外，负债还主要分布在其他应付款，2023 年末占总负债的 11.67%。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，主要受往来款增长影响，较上年末增长 83.05% 至 108.82 亿元，2023

年末主要应付对象包括安吉县两山生态资源资产经营有限公司（简称“两山生态经营”）（18.71亿元）、安吉广和苗木有限公司（5.29亿元）、浙江中克商贸有限公司（7.17亿元）、安吉县新农村建设发展总公司（2.35亿元）、安吉新农村建设有限公司（4.14亿元）等。

该公司债务规模增长较快，债务负担重，2023年末刚性债务余额为778.30亿元，较上年末增长了16.34%，占负债总额的比重为83.59%。公司刚性债务以中长期为主，年末中长期债务占刚性债务比重为71.83%。不过随着长期债务步入偿付期，公司的短期偿债压力有所上升。2023年末，公司短期刚性债务余额较上年末增长29.77%至219.54亿元，主要包括55.21亿元短期借款、3.10亿元应付票据、43.46亿元一年内到期的长期借款、96.12亿元一年内到期的应付债券和21.65亿元一年内到期的长期应付款。

具体来看，银行借款和发行债券是该公司的主要融资渠道，同时还有一些非银机构借款。2023年末，银行借款、应付债券和非银机构借款占同期末刚性债务的比重分别为56.57%、32.87%和10.16%。年末银行借款余额为440.85亿元，较上年末增长10.59%，借款主体较为分散，主要为各级子公司，其中浙江安吉城市运营管理集团有限公司（简称“安吉城运”，安吉城投控股股东）、安吉产投和安吉交投银行借款余额占比分别为43%、31%和20%，平均借款成本在5.06%左右；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，保证人主要为公司本部、安吉产投、安吉城投和安吉交投，抵押物主要为房屋及建筑物和土地使用权等。年末已发行债券余额为256.19亿元，较上年末增长31.39%，主要为公司本部、安吉城运、安吉城投、安吉产投和安吉交投发行的债券，以私募债、企业债和定向工具为主，当期票面利率区间在2.96%-7.49%。年末非金融机构借款余额为79.16亿元，较上年末增长15.40%，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5.94%左右。

截至2024年6月19日，该公司存续期债券待偿还余额为251.52亿元、0.50亿美元及155亿日元，其中公司本部、安吉城运、安吉城投、安吉交投和安吉产投待偿还本金余额分别为83.00亿元、30.40亿元、62.80亿元、39.60亿元和27.80亿元。此外，子公司七彩灵峰旅投境外债券余额为0.50亿美元及155亿日元，子公司安吉县国风产业基金管理有限公司（简称“国风基金”）2024年新发行24国风K1，发行金额为7.92亿元。

图表 17. 公司存续债券概况

发行主体	债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当期票面利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
两山国控	21 安吉两山 PPN001	13.00	5	5.45	2021-07-23	
	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	
	22 两山 01	2.90	3	4.73	2022-03-23	
	22 两山绿色债 01	8.00	7	3.60	2022-06-09	
	22 两山绿色债 02	6.10	7	4.00	2022-07-25	
	22 两山 02	8.00	3	3.93	2022-11-03	
	23 两山 01	10.00	3	4.54	2023-04-21	
	23 两山 02	10.00	3	3.98	2023-06-20	
安吉城运	23 安吉两山 PPN001	8.00	5	3.95	2023-07-18	
	23 安运 01	7.50	3	5.29	2023-03-03	
	23 安运 V1	9.90	3	4.30	2023-09-01	
	23 安吉城运 MTN001	7.50	3	4.25	2023-10-30	
安吉城投	24 安运 01	5.50	5	3.18	2024-01-18	
	18 安吉绿色债 01	5.00	7	7.20	2018-04-27	已兑付本金 4.00 亿元
	18 安吉绿色债 02	5.00	7	7.49	2018-09-21	已兑付本金 3.00 亿元
	21 安吉城投 PPN001	10.00	5	3.80	2021-02-24	
	21 安城 02	3.00	3	5.69	2021-08-26	
	22 安投 01	5.00	3	4.00	2022-05-30	

发行主体	债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当期票面利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
安吉交投	22 安吉城投 PPN001	10.00	3	4.20	2022-06-15	
	22 安城 02	5.00	3	3.50	2022-09-26	
	G23 安吉城投 01	6.80	3	3.80	2023-03-13	
	23 安吉城投 PPN001	6.00	3	5.29	2023-03-24	
	23 安吉城投 PPN002	14.00	1	3.60	2023-08-29	
安吉产投	21 安交 03	6.10	3	5.18	2021-11-19	
	23 安交 01	8.50	5	5.20	2023-03-15	
	23 安交 02	6.50	5	4.30	2023-06-09	
	24 安交 01	8.50	3	3.34	2024-01-16	
	24 安交债 01	5.00	7	2.96	2024-01-31	
	24 安交 02	5.00	5	3.15	2024-04-16	
七彩灵峰旅投	18 安吉专项债 01	3.00	7	7.00	2018-11-16	已兑付本金 1.80 亿元
	19 安吉专项债	4.00	7	6.80	2019-04-25	已兑付本金 2.40 亿元
	19 安国投	10.00	5	6.70	2019-10-16	已兑付本金 1.00 亿元
	22 安产 01	1.00	3	3.45	2022-09-28	
	安吉产投 2023 年非公开公司债券 01	11.50	5	4.48	2023-06-20	
	安吉产投 2023 年非公开公司债 02	3.50	5	4.36	2023-07-14	
国风基金	ANJQIC 4.8 02/28/27	0.5 亿美元	3	4.80	2021-9-16	
	ANJQIC 1.5 09/16/24	155 亿日元	3	1.50	2024-2-28	
国风基金	24 国风 K1	7.92	5	3.53	2024-02-02	

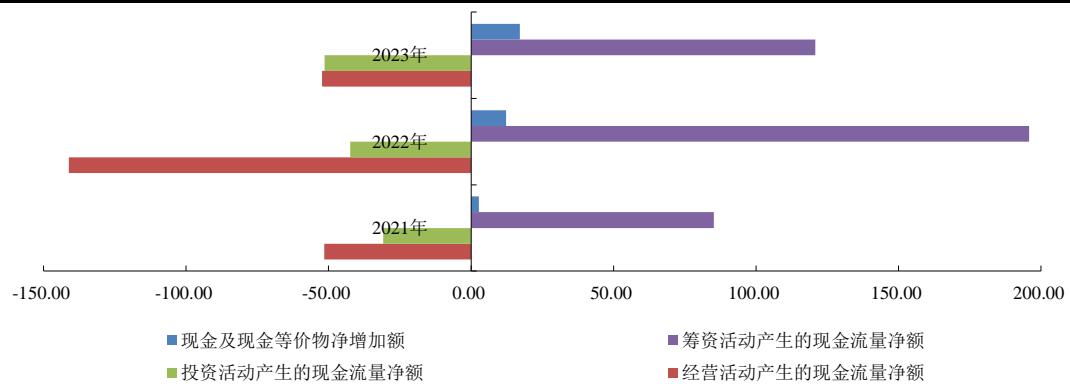
资料来源: Wind、DM (截至 2024 年 6 月 19 日)

## 2. 偿债能力

### (1) 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。2023 年, 公司营业收入现金率为 88.00%, 同比下降 6.87 个百分点主要受政府性项目回款进度影响。公司项目开发建设投入大, 主业现金回笼无法覆盖支出, 加之往来款流入流出, 经营活动产生的现金持续呈现净流出状态, 2023 年净流出 52.26 亿元。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。主要因持续追加联营企业投资、基金投资、自营项目建设、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, 2023 年净流出 51.35 亿元, 同比扩大 21.18%。为弥补资金缺口, 公司主要通过银行借款、发行债券及股东增资等多种方式进行筹资, 2023 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额为 120.80 亿元。

图表 18. 公司现金流情况 (单位: 亿元)



注: 根据两山国控所提供的数据整理、绘制

### (2) 盈利

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。2023年,公司实现营业毛利4.98亿元,同比增长30.81%,主要受收入结构变化影响。投资收益主要系因持有的企业股权确认投资收益,2023年投资净收益为-0.05亿元,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,2023年为10.95亿元。此外,公允价值变动净收益主要随交易性金融资产公允价值变动而变动,2023年为-0.76亿元。

图表 19. 公司 2021-2023 年盈利来源及构成分析 (单位: 万元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业毛利	42176.40	38071.34	49801.15
投资净收益	9129.17	-2628.68	-549.84
公允价值变动净收益	--	2900.30	-7568.08
营业外净收入	4863.52	-595.05	-5812.32
其他收益	67785.26	98647.61	109547.56
合计	123954.35	136395.52	145418.47

资料来源: 根据两山国控所提供数据整理、绘制。

2023年该公司期间费用为10.41亿元,同比增长11.90%,主要由于业务规模扩大带动管理费用增长所致。同期管理费用为6.17亿元,以职工薪酬和折旧与摊销费用为主元;财务费用为3.43亿元,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。

2023年,该公司实现利润总额和净利润分别为2.67亿和2.31亿元,同比分别下降16.13%和14.04%;同期公司总资产报酬率为0.52%,资产获利能力较弱。

### (3) 偿债能力

2023年该公司EBITDA同比增长6.79%至16.57亿元,主要是列入财务费用的利息支出、无形资产及其他资产摊销等。公司刚性债务规模较大,EBITDA对利息支出和刚性债务的覆盖程度均较低。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 20. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.50	0.45	0.38
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.03	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-22.34	-60.28	-16.53
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-10.59	-23.98	-7.21

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-35.71	-78.38	-32.78
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-16.92	-31.18	-14.30
流动比率 (%)	392.65	360.78	303.22
现金比率 (%)	36.14	31.96	25.23
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	58.01	51.23	41.50

资料来源：两山国控

该公司流动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。2023 年末，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 25.23% 和 41.50%，均较上年有所弱化，有一定的流动性压力。

截至 2023 年末，该公司银行授信总额度为 1019.95 亿元，可使用授信额度为 302.19 亿元。公司融资渠道较为多元化，下属子公司可通过债券发行等渠道融资，剩余授信额度可为债务偿付提供一定支持，整体融资便利性较高。

## 调整因素

### 1. ESG 因素

跟踪期内，该公司治理架构保持稳定。公司依法设立了组织架构和治理体系。公司董事会由 8 名董事组成，其中非职工代表董事 7 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。公司设监事 5 名，其中非职工代表监事 3 名，由安吉县财政局委派产生；职工代表监事 2 名，由职工代表大会选举产生。公司设立了党政办公室、党群工作部、人力资源部、财务管理部、融资管理部、纪检办公室等多个职能部门，基本能满足现阶段经营管理需要。

### 2. 表外因素

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 2023 年末，公司对外担保余额（不含安吉担保）249.34 亿元，担保比率为 43.97%。被担保对象主要包括两山生态经营、浙江天子湖实业投资有限公司、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、安吉紫梅实业有限公司、安吉智城建设发展有限公司、安吉力驰建设有限公司、安吉盈佳建设发展有限公司和浙江安吉修竹绿化工程有限公司等，年末担保金额分别为 71.39 亿元、26.61 亿元、19.49 亿元、15.75 亿元、10.88 亿元、10.21 亿元、9.00 亿元和 7.27 亿元。公司对外担保规模大，存在一定的代偿风险。

### 3. 业务持续性

该公司是安吉县城市建设的核心主体，业务主要包括土地整理及基础设施建设等政府性项目、公共水务及交通运输等市政公用类业务、房地产开发及商品销售等各项经营性业务，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

### 4. 其他因素

该公司与当地国有企业、参股子公司等存在一定的资金往来和担保。关联应收应付款方面，2023 年末公司应收关联方款项合计 23.60 亿元，包括应收账款 1.61 亿元和其他应收款 21.99 亿元，应收对象主要为安吉县财政局（余额 22.08 亿元）；关联应付款方面，2023 年末公司应付关联方款项合计 11.17 亿元，包括合同负债 2.61 亿元和其他应付款 8.55 亿元。关联担保方面，截至 2023 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 309.56 亿元。

根据该公司提供的本部 2024 年 5 月 11 日《企业信用报告》，子公司安吉交投 2024 年 4 月 1 日《企业信用报告》，安吉城投 2024 年 5 月 15 日《企业信用报告》、安吉产投 2024 年 5 月 20 日《企业信用报告》显示，公司本部、安吉城投、安吉交投及安吉产投未结清信贷无不良记录。

根据 2024 年 6 月 17 日的国家工商总局、国家税务总局、中国证券监督管理委员会、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城投、安吉交投、安吉产投不存在严重不良行为记录。

## 外部支持

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、提供城市综合运营服务的职能，公司在安吉县具备很高的业务地位和重要性。自设立以来，公司持续获得上级政府拨入资金、国有企业股权、土地及房产等，权益资本规模持续扩大。2021-2023 年末，公司归母权益分别为 334.23 亿元、479.08 亿元和 547.16 亿元。2021-2023 年，公司分别获得计入当期损益或冲减相关成本的政府补助 7.41 亿元、9.82 亿元和 10.92 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（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 2023 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 21. 截至 2023 年末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 2023 年年报

截至 2023 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 275.47 亿元，股东权益为 110.93 亿元；当年实现营业总收入 16.55 亿元，净利润 5.71 亿元。

中投保着力构建以担保增信为主体、投资资管和金融科技为两翼的“一体两翼三类四型”业务架构，形成中投保特色的综合投融资服务模式，推动业务全面服务国家战略，促进其高质量可持续发展。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，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，围绕担保增信业务链条，形成担保、投资、资管三个业务领域相互协同的局面。金融科技方面，中投保数字科技（北京）股份有限公司充分发挥数字经济引擎作用，构建以金融科技为手段服务普惠金融领域的产品线，推动技术与业务的深入融合，加快构建数字化风控体系，打造有

科技含量、有市场吸引力、有复合型能力的金融科技业务平台。资金运用方面，中投保近年来逐步调整投资组合，加大高评级债券资产配置力度，各类资产比例满足监管规定。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。

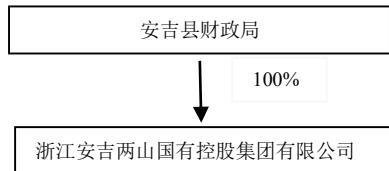
整体来看，中投保提供的担保进一步增强了 22 两山绿色债 01 的安全性。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构维持两山国控主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，22 两山绿色债 01 债券信用等级为 AAA，22 两山绿色债 02 债券信用等级为 AA<sup>+</sup>。

附录一：

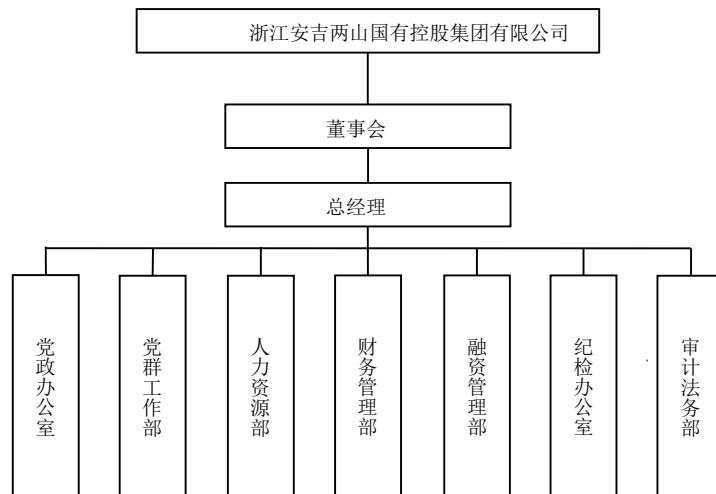
公司与实际控制人关系图



注：根据两山国控提供的资料整理绘制（截至 2023 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据两山国控提供的资料整理绘制（截至 2023 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	2023年(末)主要财务数据					备注
				总资产 (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	455.23	318.20	-	3.77	47.90	母公司口径
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	601.25	217.83	25.77	1.26	-49.73	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	322.38	123.28	10.98	1.05	0.22	合并口径
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	437.72	141.70	9.78	2.57	-13.57	合并口径

注：根据两山国控提供的资料整理

## 附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 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（亿元）
嘉善县国有资产投资集团有限公司	900.63	284.00	68.47	40.02	0.86	-8.97
宁波市奉化区投资集团有限公司	785.73	255.58	67.47	21.61	2.27	-101.42
浙江安吉两山国有控股集团有限公司	1499.40	567.07	62.18	50.26	2.31	-52.26

注：根据 wind 资料整理

附录五：

**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]	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额[亿元]	943.42	1,275.67	1,499.40
货币资金[亿元]	71.23	86.27	90.56
刚性债务[亿元]	507.14	669.87	779.30
所有者权益[亿元]	350.58	493.89	567.07
营业收入[亿元]	39.85	43.18	50.26
净利润[亿元]	3.06	2.68	2.31
EBITDA[亿元]	10.90	15.52	16.57
经营性现金净流入量[亿元]	-51.47	-141.14	-52.26
投资性现金净流入量[亿元]	-30.79	-42.38	-51.36
资产负债率[%]	62.84	61.28	62.18
长短期债务比[%]	200.84	188.27	158.20
权益资本与刚性债务比率[%]	69.13	73.73	72.77
流动比率[%]	392.65	360.78	303.22
速动比率[%]	163.40	164.69	126.32
现金比率[%]	36.14	31.96	25.23
短期刚性债务现金覆盖率[%]	58.01	51.23	41.50
利息保障倍数[倍]	0.33	0.24	0.17
有形净值债务率[%]	200.55	196.65	230.44
担保比率[%]	39.04	32.64	43.97
毛利率[%]	10.58	8.82	9.91
营业利润率[%]	7.25	7.50	6.46
总资产报酬率[%]	0.78	0.74	0.52
净资产收益率[%]	0.95	0.64	0.43
净资产收益率*[%]	0.89	0.60	0.40
营业收入现金率[%]	80.07	94.87	88.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.34	-60.28	-16.53
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-10.59	-23.98	-7.21
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-35.71	-78.38	-32.78
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-16.92	-31.18	-14.30
EBITDA/利息支出[倍]	0.50	0.45	0.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.03	0.02

注：表中数据依据两山国控经审计的 2021~2023 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)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
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

## 附录六：

### 担保方主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径/单体口径]	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额[亿元]	262.56	279.76	275.47
货币资金[亿元]	27.57	31.87	17.81
所有者权益[亿元]	111.35	109.42	110.93
实收资本[亿元]	45.00	45.00	45.00
刚性债务[亿元]	156.15	167.19	161.62
营业总收入[亿元]	23.81	17.32	16.55
担保业务收入[亿元]	9.99	13.13	8.54
净利润[亿元]	8.07	5.43	5.71
风险准备金[亿元]	26.45	34.53	32.76
担保发生额[亿元]	429.10	470.62	394.59
担保余额[亿元]	634.62	827.82	902.10
融资性担保责任余额[亿元]	431.95	506.67	519.53
当期担保代偿额[亿元]	-	1.06	2.51
融资性担保放大倍数*[倍]	4.53	5.37	5.23
加权平均净资产收益率*[%]	8.21	5.11	5.63
累担保代偿率[%]	0.14	0.18	0.41
当期担保代偿率*[%]	0.00	0.38	0.78
当期代偿回收率*[%]	0.37	11.90	24.27

注：表中财务数据依据中投保经审计的 2021~2023 年度财务报告整理、计算。业务数据依据中投保 2021-2023 年年报，均为中投保单体口径，计算公式详见年报；

### 指标计算公式

指标名称	计算公式
担保放大倍数[倍]	期末担保余额/期末净资产
融资性担保责任放大倍数[倍]	融资性担保责任余额/调整后净资产
净资产收益率（%）	净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2] × 100%
风险准备金充足率（%）	担保风险准备余额/期末担保责任余额×100%
代偿保障率（%）	(货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金)/单户最大担保余额×100%
当期担保代偿率（%）	当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额×100%
累计担保代偿率（%）	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率（%）	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率（%）	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

## 附录七：

### 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。

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。

附录八：

## 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	邬羽佳、徐丽	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年6月28日	AA+/稳定	邬羽佳、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">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）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AA+/稳定	邬羽佳、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）</a>	-
债项评级 (22两山绿色债01)	历史首次评级	2022年5月10日	AAA	邬羽佳、徐丽	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年6月28日	AAA	邬羽佳、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">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）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AAA	邬羽佳、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）</a>	-
债项评级 (22两山绿色债02)	历史首次评级	2022年7月7日	AA+	邬羽佳、徐丽	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年6月28日	AA+	邬羽佳、李艳晶	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">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）</a>	<a href="#">报告链接</a>

本次评级	2024年6月28日	AA <sup>+</sup>	邬羽佳、李艳晶	新世纪评级方法总论(2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)
------	------------	-----------------	---------	---

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。