






内部编号: 2025060564

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: 郭羽佳  wyj@shxsj.com
孙粤  sunyue@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 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



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。

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2025）100456】

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	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AAA/2025 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2025 年 6 月 27 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AAA/2024 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2024 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。跟踪期内两山国控政府性项目加快结算，并获得财政资金拨付等，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：

- 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，即期偿付压力持续较大；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+ 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+ 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	2022 年	2023 年	2024 年
发行人母公司口径数据：			
货币资金（亿元）	6.68	4.51	5.33
刚性债务（亿元）	86.31	99.90	102.98
所有者权益（亿元）	314.19	318.20	333.63
经营性现金净流入量（亿元）	-12.91	47.90	-2.20
发行人合并口径数据及指标：			
总资产（亿元）	1275.67	1499.40	1551.93
总负债（亿元）	781.78	932.33	967.66
刚性债务（亿元）	669.87	779.30	827.42

主要财务数据及指标

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
所有者权益(亿元)	493.89	567.07	584.27
营业收入(亿元)	43.18	50.26	45.01
净利润(亿元)	2.68	2.31	2.01
经营性现金净流入量(亿元)	-141.14	-52.26	-42.74
EBITDA(亿元)	15.52	16.57	18.83
资产负债率[%]	61.28	62.18	62.35
权益资本/刚性债务[%]	73.73	72.77	70.61
长短期债务比[%]	188.27	158.20	202.25
短期刚性债务现金覆盖率[%]	51.23	41.50	31.29
EBITDA/利息支出[倍]	0.45	0.38	0.40
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02
担保人合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	279.76	275.47	278.60
所有者权益[亿元]	109.42	110.93	116.92
融资性担保责任余额[亿元]	506.67	519.53	493.76
融资性担保责任放大倍数[倍]	5.37	5.23	4.63
累计担保代偿率[%]	0.18	0.41	0.61

注：发行人数据根据两山国控经审计的 2022-2024 年财务数据整理、计算；担保人数据依据中投保经审计的 2022-2024 年度财务数据整理、计算。融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算，取自中投保年报。

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）

评级要素			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 ⁺
	调整因素	合计调整	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 ⁺	
外部支持	支持因素	+2	
主体信用级别			AA ⁺

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。

担保方本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：金融机构评级方法与模型（融资担保）FM-JR004（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		1
	财务风险		1
	初始信用级别		aaa
	调整因素	合计调整	0
		其中：①风险分担机制	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
		④其他因素	0
	个体信用级别		aaa
外部支持	支持因素		0
主体信用级别			AAA _{pi}

调整因素：无

支持因素：（0）

中投保作为国家开发投资集团有限公司在担保板块唯一的控股子公司，可获得国投集团的支持。

注：经本评级机构 2025 年 5 月 20 日信用评审委员会评定，中投保主体信用等级为 AAA_{pi} 级，评级展望稳定。

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 2024 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 2024 年末，募集资金已全部使用完毕，其中 8.80 亿元用于静脉产业园项目建设，5.30 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 2024 年末，静脉产业园项目累计已投资 13.35 亿元。在基础设施配套方面，区块对外交通 306 省道、绕城北线等主干道持续保障高效通行，外围给排水、电力、电讯等市政设施稳定运行，年内进一步完善了园区内部道路系统及基础智能化管理设施，整体配套服务能力得到提升；工程施工进展方面，项目整体建设完成比例提升至约 95%。

数据基础

北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）¹对该公司的 2024 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。

财政部于 2023 年 11 月发布了《企业会计准则解释第 17 号》（财会〔2023〕21 号，简称解释 17 号）。解释第 17 号规定，对于资产转让属于销售的售后租回交易中形成的使用权资产和租赁负债，应当按照《企业会计准则第 21 号——租赁》中的相关规定进行后续计量。承租人在对售后租回所形成的租赁负债进行后续计量时，确定租赁付款额或变更后租赁付款额的方式不得导致其确认与租回所获得的使用权有关的利得或损失。租赁变更导致租赁范围缩小或租赁期缩短的，承租人仍应当按照《企业会计准则第 21 号——租赁》的规定将部分终止或完全终止租赁的相关利得或损失计入当期损益，不受前款规定的限制。该公司按照本解释的规定对《企业会计准则第 21 号——租赁》首次执行日后开展的售后租回交易进行追溯调整。上述会计处理规定自 2024 年 1 月 1 日起施行。财政部于 2024 年 12 月发布了《企业会计准则解释第 18 号》（财会〔2024〕24 号，简称解释 18 号）。该解释中“关于浮动收费法下作为基础项目持有的投资性房地产的后续计量”的内容规定，对于浮动收费法下作为基础项目持有的投资性房地产，可以选择全部采用公允价值模式或全部采用成本模式对其进行后续计量，但不得对该部分投资性房地产同时采用两种计量模式，且选择采用公允价值模式后不得转为成本模式。“关于不属于单项履约义务的保证类质量保证的会计处理”的内容规定，对不属于单项履约义务的保证类质量保证产生的预计负债进行会计核算时，应当按确定的预计负债金额计入“主营业务成本”和“其他业务成本”等科目。《企业会计准则解释第 18 号》自印发之日起施行。公司在首次执行解释第 18 号内容时，对于上述浮动收费法下作为基础项目持有的投资性房地产由成本模式转为公允价值模式的、将上述保证类质量保证会计处理涉及的会计科目和报表列报项目的变更作为会计政策变更进行追溯调整。上述会计处理规定自印发之日起施行。上述会计政

¹ 两山国控于 2025 年 3 月 11 日公开招标两山国控集团及其子公司年报审计服务采购项目，确定审计中介机构为北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）。

策变更未对公司财务状况和经营成果产生重大影响。

跟踪期内，该公司合并范围有一定变化。2024 年，公司新设立 2 家子公司，因政府划转股权减少 10 家子公司，因签订一致行动人协议和章程变化对浙江浦源环境科技有限公司拥有控制权，将其纳入合并范围。截至 2024 年末，公司合并范围内一级子公司共 7 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。2024 年全县经济运行加速，但地方财力增收承压。

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；2024 年受商贸服务板块业务规模缩减影响，营业收入有所下降。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地产政策调控影响，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

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定：加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。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。2023 年 7 月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源债成为相对主要的化债方式。2024 年 11 月，近年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强调化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，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，政策端为债务周转仍留有空间。

2024 年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025 年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

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，近年来城投企业退平台和市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。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、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营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 个国家级和 1 个省级旅游度假区、1 个国家级农业科技园区以及 1 个省级经济开发区。截至 2023 年末，安吉县常住人口为 60.01 万人，城镇化率为 61.89%。

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、白茶产业和椅业产业系安吉县传统优势产业，竹产业经济综合实力全国第一；安吉白茶 2024 年品牌价值达 54.86 亿元；椅业产业占国内市场的 1/3、全国出口量的 1/2。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，2024 年累计接待游客 3400 万人次，连续六年位居全国县域旅游综合实力百强县榜首。

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。2024 年安吉县实现地区生产总值 675.57 亿元，同比增速为 6.5%；第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为 33.83 亿元、313.67 亿元和 328.06 亿元，增速分别为 4.4%、8.4% 和 4.9%。从产业结构看，安吉县三次产业结构由 2022 年的 4.9:46.7:48.4 调整为 2024 年的 5.0:46.4:48.6。2024 年，安吉县实现进出口总额 377.20 亿元，同比略降 1.7%，出口产品以家具、机电产品及塑料制品等为主。当年全县城镇居民人均可支配收入 7.50 万元，同比增长 4.6%。

图表 1. 安吉县主要经济数据

指标	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	增速（%）	金额	增速（%）	金额	增速（%）
地区生产总值（亿元）	588.32	0.9	615.12	5.1	675.57	6.5
人均地区生产总值（元）	97796	-	102862	-	-	-
人均地区生产总值倍数（倍） ²	1.12	-	1.12	-	-	-
工业增加值（亿元）	249.51	-3.1	251.91	-1.4	241.53	-
全社会固定资产投资（亿元）	244.88	7.6	300.23	22.6	332.61	9.6
社会消费品零售总额（亿元）	216.63	1.7	240.84	8.2	-	5.8
进出口总额（亿元）	425.23	-6.9	383.87	-9.7	377.20	-1.7
三次产业结构	4.9:46.7:48.4		5.3:43.9:50.8		5.0:46.4:48.6	
城镇居民人均可支配收入（万元）	6.84	4.1	7.17	4.8	7.50	4.6

注：根据安吉县国民经济和社会发展统计公报、2024 年湖州市统计年鉴、2024 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，开发商投入持续减少，新开工面积下降，2024 年安吉县房地产开发投资完成 78.05 亿元，下降 8.2%。2024 年全县商品房销售面积和销售额分别为 51.22 万平方米和 63.83 亿元，分别同比下降 24.2%和 25.3%，但销售单价较上年基本持平。

图表 2. 安吉县房屋建设及销售情况（单位：%）

指标	2022 年		2023 年		2024 年	
	数据	增速	数据	增速	数据	增速
房地产开发投资（亿元）	83.75	4.2	81.77	-2.4	78.05	-8.2
房屋施工面积（万平方米）	401.19	-24.0	507.79	26.8	365.20	-28.1
房屋竣工面积（万平方米）	20.48	-65.7	89.08	334.9	33.74	-62.1
商品房销售面积（万平方米）	100.25	-28.2	67.37	-33.0	51.22	-24.2
商品房销售额（亿元）	107.21	-41.3	85.44	-20.3	63.83	-25.3
商品房销售单价 ³ （元/平方米）	10694	-	12682	-	12461	-

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，2024 年以来住宅及综合用地成交面积及总价均大幅下降。2024 年，安吉县土地成交总面积为 258.89 万平方米，较上年大幅下降 36.19%，其中工业用地成交面积占比大幅增至 82.95%；全县土地成交总价为 27.26 亿元，较上年大幅减少 93.40 亿元，其中住宅及综合用地成交价合计占比仅 13.89%。2025 年第一季度，安吉县住宅及综合用地均未有成交，商办用地成交面积增加，土地出让面积同比下降 12.08%至 61.58 万平方米，土地出让总价同比增长 44.63%至 6.73 亿元。

图表 3. 安吉县土地市场交易情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	309.74	405.69	258.89	61.58
其中：住宅用地	34.39	31.10	-	-
综合用地	43.03	76.74	7.01	-
商办用地	40.37	73.96	16.20	11.17
工业用地	169.54	209.76	214.76	23.92
其他用地	16.82	14.14	20.92	26.49
土地出让总价（亿元）	93.54	120.66	27.26	6.73
其中：住宅用地	23.24	16.94	-	-
综合用地	39.55	64.35	3.79	-

² 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

³ 商品房销售额/商品房销售面积

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
商办用地	17.99	24.53	4.77	2.22
工业用地	10.16	13.11	16.73	1.79
其他用地	1.46	1.73	1.96	2.72
土地出让均价（元/平方米）	3020	2974	1053	1093
其中：住宅用地	6757	5448	-	-
综合用地	9191	8385	5401	-
商办用地	4458	3316	2946	1986
工业用地	600	625	779	750
其他用地	871	1223	939	1026

资料来源：中指数据库（查询日 2025 年 6 月 3 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。2024 年安吉县一般公共预算收入略有下滑，质量依然较好。同时受土地出让收入大幅下滑影响，2024 年政府性基金预算收入规模缩减，财政收支压力有所加大。

一般公共预算方面，2024 年安吉县实现一般公共预算收入 62.51 亿元，同比下降 4.0%。当年，全县税收收入占一般公共预算收入的比重为 85.42%，收入质量好。2024 年，安吉县一般公共预算自给率较上年回升 4.17 个百分点至 73.65%，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，2024 年受房地产市场低迷、供地减少影响大幅下降。2024 年，全县政府性基金预算收入为 57.54 亿元，同比下降 55.1%，当年国有土地使用权出让收入占比为 56.31%。同期全县政府性基金预算支出为 59.28 亿元。

债务方面，截至 2024 年末安吉县地方政府债务余额为 223.51 亿元。近年来安吉县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。

图表 4. 安吉县主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
一般公共预算收入	62.48	65.11	62.51
其中：税收收入	57.07	59.20	53.39
一般公共预算支出	94.19	93.72	84.87
政府性基金预算收入	89.54	128.18	57.54
其中：国有土地使用权出让收入	85.72	117.97	32.40
政府性基金预算支出	88.15	107.92	59.28
政府债务余额	222.83	218.60	223.51

注：根据安吉县 2022 年、2023 年财政决算报告和 2024 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。主要子公司包括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）、浙江安吉产业控股集团有限公司（简称“安吉产控”，安吉产投控股股东）及浙江安吉交通控股集团有限公司（简称“安吉交控”，安吉交投控股股东）。

该公司于 2025 年 5 月 23 日出具《浙江安吉两山国有控股集团有限公司关于子公司股权置换的公告》（简称“《公告》”）。《公告》称：根据安吉县财政局安财国资（2025）80 号通知，公司拟将持有的安吉交控 81%股权无偿划

转至新组建的交通能源集团（暂定名），置入股权及资产包括：（1）浙江安吉农业开发有限公司（简称“农开集团”）⁴的 10%股权，按照农开集团 2024 年经审计的财务报表，价值 16.35 亿元；（2）县域价值 23.25 亿元的人防资产。股权置换后，公司将直接持有安吉交控 19%股权，直接持有农开集团 10%股权，同时丧失对重要子公司安吉交控的控制权，本次划转基准日为 2025 年 1 月 1 日。截至本评级报告出具日，工商变更尚未办理。

根据《公告》，以 2024 年财务数据进行测算，假设相关置换在 2024 年完成，股权置换后，预计对两山国控合并财务数据的影响如下：

图表 5. 置换前后对公司 2024 年/末合并财务数据的影响（单位：亿元）

相关主体及项目	总资产	净资产	营业总收入
股权置换前：			
浙江安吉两山国有控股集团有限公司	1551.93	584.27	45.01
浙江安吉交通控股集团有限公司	378.62	179.19	14.34
浙江安吉农业开发有限公司	229.72	163.49	10.31
相关资产置换后：			
浙江安吉两山国有控股集团有限公司	1341.35	507.35	32.30
变动金额	-210.58	-76.92	-12.71
变动比例	-13.57%	-13.17%	-28.24%

资料来源：两山国控

本次股权及资产置换后，该公司资产、净资产和营业收入规模均有一定下降，新世纪评级将持续关注相关事项的最新进展。

（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，2024 年末总资产为 1551.93 亿元，较上年末增长 3.50%。2024 年，公司实现营业收入 45.01 亿元，同比下降 10.46%，主要受商贸服务板块业务规模缩减影响。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，2024 年收入占比分别为 46.27%、24.86%、7.90%、5.61%和 8.31%。

图表 6. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2022 年/末		2023 年/末		2024 年/末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	1275.67	-	1499.40	-	1551.93	-
营业收入	43.18	100.00	50.26	100.00	45.01	100.00
其中：商贸服务板块	24.26	56.18	26.22	52.16	20.82	46.27
设施建设板块	8.57	19.84	6.96	13.85	11.19	24.86
土地业务板块	2.78	6.44	2.02	4.01	3.55	7.90
房地产开发业务	1.72	3.99	5.21	10.37	2.52	5.61
公共水务板块	3.03	7.02	3.60	7.16	3.74	8.31
交通运输板块	0.82	1.90	0.98	1.96	0.75	1.66
其他业务	2.00	4.62	5.27	10.49	2.42	5.38

注：根据两山国控提供的资料整理

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，经营主体为安吉产控、安吉城运及安吉交控等。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

⁴ 农开集团控股股东为安吉县财政局，主要开展农业基础设施建设等业务。

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。2024 年，公司实现设施建设业务收入 11.19 亿元，受结算进度影响，同比增长 60.79%。

跟踪期内，该公司继续推进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重点项目的开发建设，截至 2024 年末，公司主要在在建建基建设项目计划总投资 235.35 亿元，已投资 211.34 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 7. 公司主要在在建建基项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期（年-年）	计划总投资	已投资 ⁵
灵芝路改造	2014-2026	1.80	1.57
递铺港北段改造工程	2013-2026	6.50	6.15
递铺港河道整理	2013-2026	3.90	3.50
后寨路延伸段	2016-2026	3.00	1.70
绕城东线	2014-2026	4.50	3.89
黄浦江源精品观光带改造提升工程	2014-2026	1.40	0.82
馒头山景区	2012-2026	12.00	11.01
旅游集散中心	2014-2025	9.00	8.42
朗里花园	2016-2026	6.00	5.89
朗里二期安置房	2012-2026	4.50	4.03
紫金花园	2014-2027	4.20	2.91
安吉职教中心项目	2012-2027	9.30	2.64
交投公路提升改建工程	2021-2025	20.44	20.75
安吉全域旅游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	21.84
安吉县城区周边水系综合提升及开发利用工程	2022-2025	14.37	10.64
安吉灵峰智慧旅游度假区建设项目	2016-2026	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	2020-2025	14.86	12.96
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	2019-2025	18.25	18.15
安吉灵峰城乡一体化建设项目	2016-2025	12.98	13.61
国家级灵峰旅游度假区城市停车场建设项目	2022-2025	12.97	12.20
安吉灵峰旅游度假区灵峰村征地拆迁工程	2018-2025	9.12	9.12
合 计	--	235.35	211.34

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2024 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，该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 2024 年末，公司主要在建项目计划总投资 64.66 亿元，已投资 29.74 亿元。公司暂无拟建自营项目。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，公司投融资压力大。

图表 8. 公司主要在建自营项目情况（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	2020-2024	26.27	9.41
静脉产业园	2022-2025	14.03	13.35
安吉中小微产业园项目（义士塔共富产业园）	2023-2025	7.80	3.32
千家乡宿项目	2023-2026	16.56	3.66
合 计	-	64.66	29.74

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2024 年末）

⁵ 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。

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各乡镇政府，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。2024 年，公司实现土地整理收入 3.55 亿元，同比增长 76.23%，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 2024 年末，公司主要已完工的土地开发整理项目涉及面积约 816 亩，累计投资额 17.99 亿元，已结算收入 19.56 亿元，获得回款 17.93 亿元。

截至 2024 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 20352 亩，计划总投资 219.00 亿元，已投资 173.11 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 9. 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 ⁶
灵芝区块	2013-2027	436	15.00	13.48
城东新区(二期)	2014-2026	400	12.00	10.21
余墩区块	2016-2026	325	12.00	7.72
城东新区(红线外)	2015-2026	269	6.50	6.21
祥友工业园区	2014-2025	227	8.50	8.23
驿站西侧	2014-2026	89	6.50	5.21
芝里地块(汪家庄)	2015-2026	147	5.70	2.72
丰华五星酒店	2014-2026	125	3.50	2.48
上郎村城中村(中心区块)	2014-2026	103	2.50	2.24
天山坞项目(原百花园)	2017-2027	117	2.90	1.36
铜山桥区块	2013-2026	76	2.20	1.29
城东新区	2016-2025	59	1.20	0.91
山头城中村区块	2018-2026	434	18.00	16.07
朗里区块	2017-2026	408	12.00	10.83
余墩城中村区块	2018-2027	346	11.00	9.48
石马港区块	2017-2025	207	6.00	5.62
天荒坪南路区块	2018-2026	184	5.00	3.01
灵峰度假区项目	2018-2026	4000	25.00	22.80
美丽乡村项目	2016-2029	4000	20.00	6.19
生产队项目	2016-2026	4000	20.00	15.13
竹峰项目	2016-2026	1600	10.00	9.74
剑山村项目	2016-2026	1300	6.50	5.88
下扇项目	2017-2026	1000	5.00	4.60
水口队拆迁项目	2018-2026	500	2.00	1.70
合计	--	20352	219.00	173.11

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2024 年末）

⁶ 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。

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于 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。此外，安吉产控主要负责定安里商品房项目的开发和市场化销售。2024 年，公司确认房产销售收入 2.52 亿元，主要来自兰园、融园等项目，同比下降 51.55%，主要受商品房销售结转进度影响；同期毛利率为 16.90%，较上年提升 5.64 个百分点。

截至 2024 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 10. 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	2018-2021	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
合计	--	--	12.18	15.44	14.24	9.76	9.76

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2024 年末）

现阶段，该公司主要在开发的商品房项目为兰园、凤起苑、锦园、融园和定安里项目。上述 5 个商品房项目计划总投资 77.52 亿元，截至 2024 年末已投资 49.79 亿元，后续还有一定的资金需求。截至 2024 年末，上述项目合计累计销售 14.60 万平方米，实现销售额 18.29 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，未来销售情况或存在一定压力。

图表 11. 公司在建商品房项目情况（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	7.89	7.40	7.23	8.51
凤起苑	商品房	2023-2026	27.20	15.29	16.03	0.39	0.63
锦园	商品房	2022-2025	17.20	8.19	10.42	1.11	1.12
融园	商品房	2023-2024	13.22	10.22	8.25	5.43	6.95
定安里	商品房	2023-2025	11.20	8.20	5.45	0.44	1.08

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2024 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。2024 年，公共水务板块实现收入 3.74 亿元，同比增长 3.96%，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 1.16%，较上年下降 5.74 个百分点，主要系污水设施等集中投入使用，折旧费用与维修维护等运营成本较高所致。

供水业务方面，截至 2024 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。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⁷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。2024 年公司供水业务收入同比略增至 1.74 亿元。

⁷ 2024 年 12 月起水资源费改税，应纳税额=实际取用水量×（1-公共供水管网合理漏损率-9%）×适用税额（0.2 元/吨）

污水处理业务方面，截至 2024 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。2024 年，公司实现污水处理量 6201 万吨，实现污水处理业务收入 1.35 亿元。

图表 12. 公司供水及污水业务情况

业务	指标	2022 年	2023 年	2024 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）	6374	6389	7861
	自来水销售量（万吨）	5681	5639	6808
	供水业务收入（亿元）	1.79	1.72	1.74
污水处理	污水处理厂数（家）	4	4	4
	污水处理能力（万吨/日）	21.25	21.25	21.25
	污水处理量（万吨）	3724	5184	6201
	污水处理成本（元/吨）	2.12	1.87	2.05
	污水处理收入（亿元）	0.82	1.17	1.35

注：根据两山国控所提供数据整理

截至 2024 年末，该公司水务板块主要在建项目计划总投资 19.22 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 6.28 亿元，后续投资规模有限。在建项目投产后，公司水务板块收入有望进一步扩大。

图表 13. 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	计划总投资	账面余额
水务检测中心大楼	0.65	0.71
城北污水处理厂工程	4.00	0.18
城区污水处理厂工程	2.50	1.24
农村生活污水集中处理系统示范工程	8.07	0.71
思源供水及各水厂改造工程	4.00	3.44
合计	19.22	6.28

注：根据两山国控所提供数据整理（截至 2024 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。2024 年，公司商贸服务板块收入同比下降 20.57%至 20.82 亿元，主要系缩减商品贸易规模所致，其中商品贸易业务收入为 6.04 亿元；同期毛利率为 1.50%，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、猪肉食品销售贡献，2024 年，上述品类贸易收入分别为 3.24 亿元和 2.80 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。猪肉销售由安吉交控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屠宰，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，安吉城运下属于子公司安吉经典资产管理集团有限公司与中国石化销售有限公司合作成立了安吉经石加油站有限公司（简称“经石加油站”），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，该站有埋地油罐 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。安吉交控下属于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。2024 年，公司能源及矿产销售收入同比下降 15.12%至 5.30 亿元，主要随工程项目减少，矿产品销售有所下降，由于

摊销成本固定，毛利率大幅降至-29.89%。

广电网络业务主要由安吉产控子公司安吉县广播电视网络有限公司负责经营，广电业务的运营、盈利模式主要为基本收视费。基本收视频道为发行人直播的 64 个频道，包括本频道 4 套和付费频道 60 套，21 元/月，营业区域为整个安吉县，目前属于安吉县唯一一家电视收费公司。2024 年广电网络业务实现收入 1.08 亿元，较上年下降 18.85%，主要系收视费和信息服务收入下降所致，对应服务人员薪酬和固定资产折旧等成本相对固定，同期毛利率为 39.59%，较上年下降 11.04 个百分点。

F. 其他业务

该公司主要通过子公司安吉交控开展长途客运、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。2024 年，公司交通运输业务收入同比下降 23.85%至 7489.75 万元，毛利率为-21.28%，主要由于当年交通运输行业景气度下降且计入营收的补贴部分减少，毛利率转负。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，2024 年公司获得相关补贴 1.07 亿元。

该公司主要通过安吉产控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。2024 年公司文旅业务收入 5791.89 万元，毛利率为 19.96%，同比下降 18.03 个百分点，主要系折旧摊销增加所致。

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。2024 年公司为把控风险，谨慎展业，降低担保融租规模，当年担保融租业务收入同比大幅下降 87.19%至 489.44 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 2024 年末，公司融租业务不良率为 0，应收融资租赁款 327.83 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、一般企业及“三农”企业提供融资性担保和政策性担保，运作模式为和银行签署合作协议，为合作银行需要增信的贷款客户提供担保服务，担保费率方面企业客户为 1%/年，农户为 0.5%/年，单个客户的担保额度一般不超过 500 万元，并要求对一定金额以上的担保追加固定资产抵押和第三方担保等措施。截至 2024 年末，公司在保业务 565 笔，在保余额合计为 6.51 亿元，累计担保代偿金额为 2254.40 万元，已追回 1361.83 万元，其余正通过诉讼方式追偿。

除上述业务外，该公司还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。

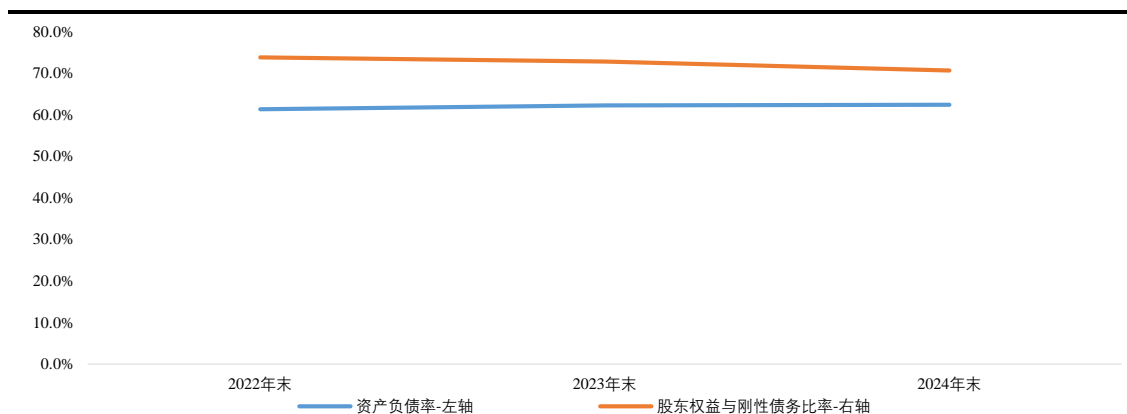
财务

跟踪期内，该公司资产和负债规模继续增长，债务负担依然较重，财务杠杆水平偏高，持续面临集中偿付压力。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。此外，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

2024 年末，该公司资产负债率较上年末小幅上升 0.17 个百分点至 62.35%，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 70.61%，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 14. 公司财务杠杆水平变动趋势

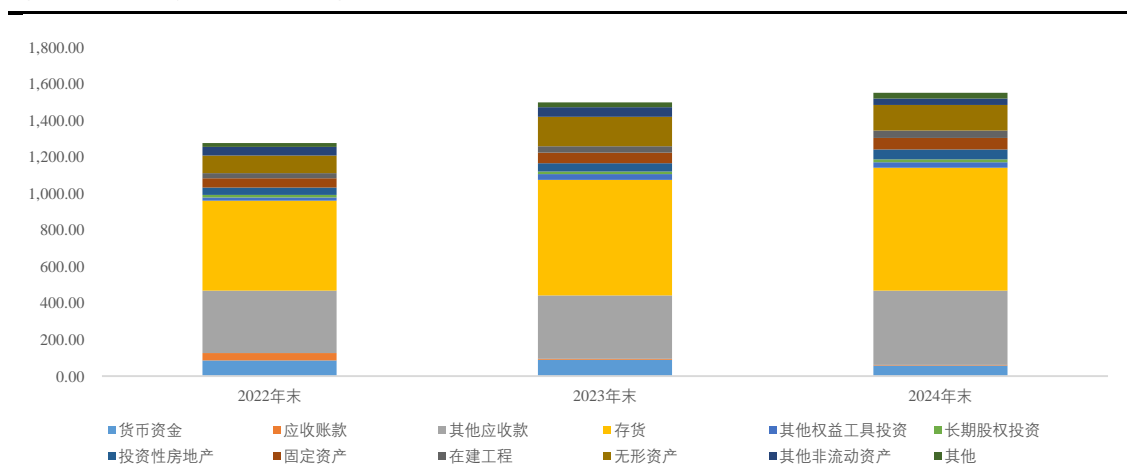


注：根据两山国控所提供的数据整理、绘制

(1) 资产

2024 年末，该公司资产总额为 1551.93 亿元，较上年末增长 3.50%，主要受项目持续推进等因素影响。公司资产依然以流动资产为主，占总资产比重的 75%左右。

图表 15. 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，2024 年末分别占资产总额的 3.83%、26.17%和 43.38%。2024 年末货币资金余额为 59.41 亿元，受限金额为 6.90 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 17.34%至 406.06 亿元，2024 年末主要应收对象包括安吉国润新农村建设有限公司（37.73 亿元）、安吉优城建设发展有限公司（简称“优城建设”，22.38 亿元）、安吉新农村建设有限公司（简称“新农村建设”，21.90 亿元）、安吉县民生村镇建设有限公司（18.23 亿元）和安吉灵境科技开发有限公司（18.21 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 140.59 亿元、123.77 亿元、68.32 亿元和 77.33 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 6.26%至 673.25 亿元。此外，应收账款主要为公司与安吉县政府机构的结算款项，2024 年末主要应收对象包括安吉县人民政府灵峰街道办事处（3.74 亿元）、安吉县财政局（2.25 亿元）和安吉县人民政府昌硕街道办事处（1.00 亿元）；预付款项主要为公司预付的安置房回购款及拆迁工程款等，随着支付结算较上年下降 49.44%至 2.61 亿元。

该公司非流动资产主要由其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成，2024 年末分别占资产总额的 1.93%、3.51%、4.01%、2.64%、9.03%和 2.21%。其他权益工具投资为公司投资的企业，2024 年末主要包括对安吉众城建设发展有限公司投资 7.00 亿元、对安吉联拓建设发展有限公司投资 4.00 亿元、对安吉两山乡村振兴股权投资合伙企业（有限合伙）投资 4.25 亿元等。投资性房地产主要系成本模式计量的房产及土地使用权，2024 年末为 54.51 亿元，较上年末增长 18.85%，主要因外购浅山明月居、兴隆国际大厦 2 号楼及 3 号楼等而增长。固定资产主要为自有房产、水库资产和管网资产等，2024 年末为 62.23 亿

元，随着项目完工结转，较上年末增长 9.31%。无形资产主要为土地资产、公共停车泊位特许经营权、砂石资源经营利用权、西苕溪岸线资源及矿产品经营权等，2024 年出售地下停车位经营权 11.36 亿元，年末无形资产同比下降 13.57%至 140.20 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，由于出售灵峰土地资源经营权资产 8.33 亿元以及支付资产购置款，2024 年末同比下降 32.88%至 34.34 亿元，主要包括森林资源经营权资产 28.77 亿元、灵峰土地资源经营权资产 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。

截至 2024 年末，该公司受限资产合计 88.50 亿元，占资产总额的比重为 5.70%。其中货币资金中 6.90 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 21.06 亿元、40.76 亿元、7.08 亿元和 11.21 亿元；其他流动资产中存出保证金 1.47 亿元由于对外担保而受限。

图表 16. 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	6.90	11.61	质押担保及保函保证金等
存货	21.06	3.13	抵押担保
其他流动资产（存出保证金）	1.47	19.10	融资担保业务
投资性房地产	40.76	74.78	抵押担保
固定资产	7.08	11.38	抵押担保
无形资产	11.21	8.00	抵押担保

资料来源：两山国控（截至 2024 年末）

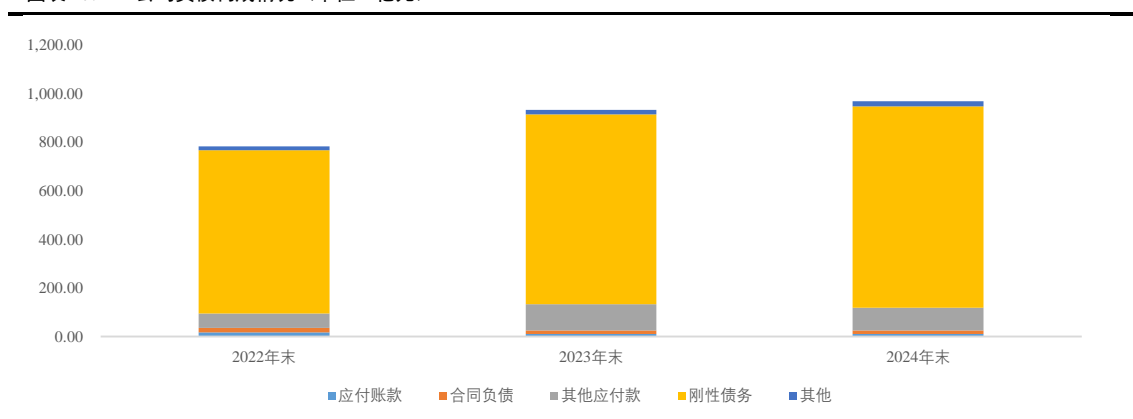
（2）所有者权益

跟踪期内，由于获得财政拨款、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略有上升，2024 年末为 584.27 亿元，较上年末增长 3.03%。其中实收资本相对稳定，2024 年末为 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，因收到政府财政拨款 10 亿元，以及收回土地资产等，较上年末略增 0.99%至 493.58 亿元。未分配利润随着持续经营积累，较上年末增长 5.32%至 8.48 亿元。受出售持有安吉佳诚智慧停车管理有限公司 48%股权影响，少数股东权益较上年末增长 55.56%至 30.97 亿元，年末归母权益与少数股东权益的比值略降至 17.86。2024 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 8.56%、84.48%、1.45%和 5.30%，权益资本稳定性好。

（3）负债

2024 年末，该公司负债总额较上年末增长 3.79%至 967.66 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，2024 年末公司长短期债务比为 202.25%。

图表 17. 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，2024 年末占总负债的 9.71%。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，主要受往来款变动影响，较上年末下降 13.66%至 93.96 亿元，2024 年末账龄超过 1 年的主要应付对象包括新农村建设（4.05 亿元）、优城建设（2.35 亿元）、安吉县灵峰街道灵峰村股份经济合作社（2.48 亿元）和浙江安吉建设控股集团有限公司（3.00 亿元）等。

该公司债务规模增长较快，债务负担重，2024 年末刚性债务余额为 827.42 亿元，较上年末增长 6.18%，占负债总额的比重为 85.51%。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 76.86%。2024 年末，公司短期刚性债务余额较上年末下降 12.79%至 191.45 亿元，主要包括 44.21 亿元短期借款、6.00 亿元应付票据、61.43 亿元一年内到期的长期借款、48.21 亿元一年内到期的应付债券、27.71 亿元一年内到期的长期应付款和 3.89 亿元一年内到期的其他非流动负债，持续存在一定的集中偿债压力。

具体来看，银行借款和债券融资是该公司的主要融资渠道，同时还有一些非银机构借款。2024 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 53.54%、32.10%和 13.17%。年末银行借款余额为 442.98 亿元，较上年末略增 0.48%，借款主体较为分散，主要为各级子公司，其中安吉城运、安吉产控和安吉交控银行借款余额占比分别为 42%、33%和 19%；公司借款主要为保证借款、质押借款和抵押/保证借款，保证人主要为公司本部、安吉城运、安吉产投、安吉城投和安吉交投，质押物主要为定期存单及收益权等，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 265.57 亿元，较上年末增长 3.66%，主要为公司本部、安吉城运、安吉城投、安吉产投和安吉交投等发行的债券，以私募债、企业债和定向工具为主。年末非银金融机构借款余额为 108.98 亿元，较上年末增长 37.67%，主要为融资租赁、金融租赁和信托借款。

截至 2025 年 6 月 5 日，该公司存续期债券待偿还余额为 272.22 亿元和 155 亿日元，当期票面利率区间在 2.09%-7.49%，其中公司本部、安吉城运、安吉城投、安吉交控、安吉交投、安吉产控和安吉产投待还本金余额分别为 83.00 亿元、62.90 亿元、38.80 亿元、6.10 亿元、43.50 亿元、9.00 亿元和 17.40 亿元。此外，子公司七彩灵峰旅投境外债券余额为 3.60 亿元及 155 亿日元，安吉县国风产业基金管理有限公司（简称“国风基金”）债券余额为 7.92 亿元。

图表 18. 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	2.52	2021-07-23	正常
	21 安吉两山 PPN002	5.00	5	3.10	2021-10-25	正常
	22 两山绿色债 01	8.00	7	3.60	2022-06-09	正常
	22 两山绿色债 02	6.10	7	4.00	2022-07-25	正常
	22 两山 02	8.00	3	3.93	2022-11-03	正常
	23 两山 01	10.00	3	4.54	2023-04-21	正常
	23 两山 02	10.00	3	3.98	2023-06-20	正常
	23 安吉两山 PPN001	8.00	5	3.95	2023-07-18	正常
	24 两山 01	10.00	5	2.50	2024-08-28	正常
	24 两山 02	2.00	5	2.55	2024-09-23	正常
安吉城运	25 两山 01	2.90	5	2.54	2025-04-25	正常
	23 安运 01	7.50	3	5.29	2023-03-03	正常
	23 安运 V1	9.90	3	4.30	2023-09-01	正常
	23 安吉城运 MTN001	7.50	3	4.25	2023-10-30	正常
	24 安运 01	5.50	5	3.18	2024-01-18	正常
	24 安运 02	3.00	5	2.51	2024-07-25	正常
	24 安吉城运 MTN001	14.50	5	2.67	2024-08-22	正常
	25 安运 01	5.00	5	2.57	2025-04-15	正常
安吉城投	25 安吉城运 MTN001	10.00	3	2.09	2025-05-22	正常
	18 安吉绿色债 02	5.00	7	7.49	2018-09-21	已兑付本金 4.00 亿元

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
	21 安吉城投 PPN001	10.00	5	3.80	2021-02-24	正常
	22 安吉城投 PPN001	10.00	3	4.20	2022-06-15	正常
	22 安城 02	5.00	3	3.50	2022-09-26	正常
	G23 安吉城投 01	6.80	3	3.80	2023-03-13	正常
	23 安吉城投 PPN001	6.00	3	5.29	2023-03-24	正常
安吉交控	24 安浙 01	5.10	5	2.50	2024-09-25	正常
	24 安浙 02	1.00	5	2.99	2024-10-24	正常
安吉交投	23 安交 01	8.50	5	5.20	2023-03-15	正常
	23 安交 02	6.50	5	4.30	2023-06-09	正常
	24 安交 01	8.50	3	3.34	2024-01-16	正常
	24 安交债 01	5.00	7	2.96	2024-01-31	正常
	24 安交 02	5.00	5	3.15	2024-04-16	正常
	25 安交债 01	10.00	7	2.83	2025-04-18	正常
安吉产控	24 产控 01	9.00	5	2.60	2024-07-10	正常
安吉产投	18 安吉专项债 01	3.00	7	7.00	2018-11-16	已兑付本金 2.40 亿元
	19 安吉专项债	4.00	7	6.80	2019-04-25	已兑付本金 3.20 亿元
	22 安产 01	1.00	3	3.45	2022-09-28	正常
	安吉产投 2023 年非公开公司债券 01	11.50	5	4.48	2023-06-20	正常
	安吉产投 2023 年非公开公司债券 02	3.50	5	4.36	2023-07-14	正常
七彩灵峰旅投	ANJQIC 1.5 09/16/24	155 亿日元	3	1.50	2024-02-28	正常
	两山国控集团 5.5 20270830	3.60	3	5.5	2024-08-30	正常
国风基金	24 国风 K1	7.92	5	3.53	2024-02-02	正常

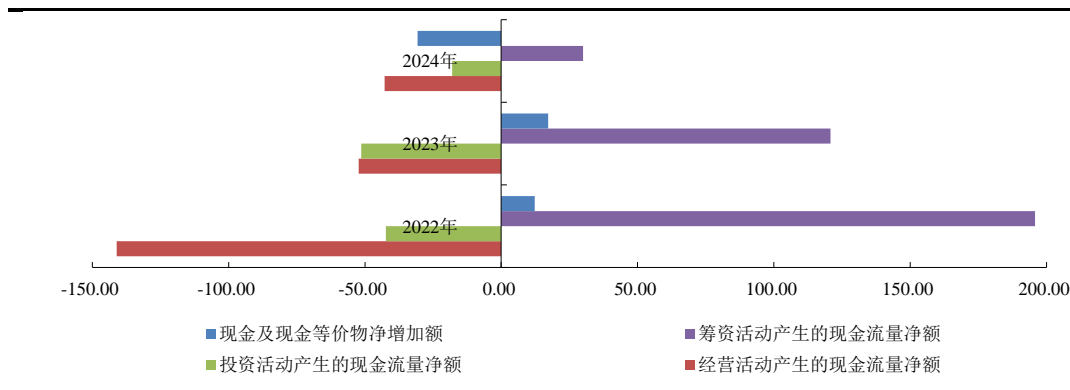
资料来源：Wind（截至 2025 年 6 月 5 日）

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。2024 年，公司营业收入现金率为 105.34%，较上年回升 17.34 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，加之往来款净流出，经营活动产生的现金持续呈现净流出状态，2024 年净流出 42.74 亿元，流出规模较上年收窄 9.52 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。主要因追加基金投资、自营项目建设及购置长期资产等，投资活动产生的现金持续流出，2024 年净流出 18.04 亿元，流出规模较上年收窄 33.32 亿元。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，2024 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 30.06 亿元。

图表 19. 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。2024 年，公司实现营业毛利 2.05 亿元，同比下降 58.87%，主要受商贸服务板块折旧摊销较高影响。投资收益主要系因持有的企业股权确认投资收益，2024 年投资净收益为-574.36 万元，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，2024 年较上年增长 26.79%至 13.89 亿元。公允价值变动收益主要随交易性金融资产公允价值变动而变动，2024 年为-0.85 亿元。

图表 20. 公司 2022-2024 年盈利来源及构成分析（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业毛利	38071.34	49801.15	20481.17
投资净收益	-2628.68	-549.84	-574.36
公允价值变动净收益	2900.30	-7568.08	-8,488.49
营业外净收入	-595.05	-5812.32	-2812.61
其他收益	98647.61	109547.56	138895.35
合计	136395.52	145418.47	147501.06

资料来源：根据两山国控所提供数据整理、绘制。

2024 年，该公司期间费用为 11.05 亿元，同比增长 6.15%，同期管理费用为 6.51 亿元，以职工薪酬和折旧与摊销费用为主；财务费用为 3.91 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。

2024 年，该公司实现净利润 2.01 亿元，同比下降 13.04%；同期公司总资产报酬率为 0.48%，资产获利能力较弱。

（3）偿债能力

2024 年该公司 EBITDA 同比增长 13.60%至 18.83 亿元。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 21. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.45	0.38	0.40
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.02	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-60.28	-16.53	-12.55
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-23.98	-7.21	-5.32
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-78.38	-32.78	-17.85
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-31.18	-14.30	-7.57

指标名称	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
流动比率 (%)	360.78	303.22	363.30
现金比率 (%)	31.96	25.23	18.71
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	51.23	41.50	31.29

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。2024 年末，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 18.71%和 31.29%，均较上年有所弱化，有一定的流动性压力。

截至 2024 年末，该公司银行授信总额度为 1012.62 亿元，可使用授信额度为 277.91 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

2025 年 3 月，该公司撤销监事会，设立审计委员会。2025 年 5 月，公司修改章程。目前公司董事会由 9 名董事组成，其中非职工代表董事 8 人，由安吉县财政局委派产生；职工代表董事 1 名，由职工代表大会选举产生。公司在董事会中设立审计委员会，审计委员会由 5 名成员组成，行使《公司法》规定的监事会职权，目前成员为 5 名。跟踪期内，公司组织架构保持稳定。

2. 表外因素

该公司主要为当地国企提供担保，担保规模大，存在一定的代偿风险。截至 2024 年末，公司对外担保余额（不含安吉担保）317.07 亿元，担保比率为 54.27%。被担保对象主要包括安吉县两山生态资源资产经营有限公司、安吉县西苕溪建设开发有限公司、浙江天子湖实业投资有限公司、安吉盈佳建设发展有限公司、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、浙江安吉灵韵旅游（集团）有限公司、安吉紫梅实业有限公司、吉宁高速、安吉力驰建设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 85.62 亿元、29.35 亿元、17.33 亿元、16.00 亿元、12.95 亿元、12.46 亿元、12.00 亿元、11.44 亿元、11.21 亿元和 9.71 亿元。

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，虽然安吉交控出表，部分业务预期剥离，但对公司信用质量影响有限。

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，2024 年末公司应收关联方款项合计 21.89 亿元，包括应收账款 2.25 亿元和其他应收款 19.64 亿元，应收对象主要为安吉县财政局（余额 20.02 亿元）；关联应付款方面，2024 年末公司应付关联方款项合计 18.85 亿元，包括合同负债 1.40 亿元和其他应付款 17.46 亿元。关联担保方面，截至 2024 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 373.29 亿元。

根据该公司提供的本部 2025 年 6 月 6 日《企业信用报告》，子公司安吉交控 2025 年 6 月 9 日《企业信用报告》，安吉城投 2025 年 4 月 15 日《企业信用报告》、安吉产控 2025 年 5 月 7 日《企业信用报告》显示，公司本部、安吉城投、安吉交投及安吉产控未结清信贷无不良记录。

根据 2025 年 6 月 20 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、“信用中国”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运、安吉交控、安吉产控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，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。2024 年末，公司归母权益为 553.30 亿元；2024 年，公司获得计入当期损益或冲减相关成本的政府补助 13.86 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《关于国家开发投资集团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 2024 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 22. 截至 2024 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 2024 年年报

中投保的主要业务为担保业务，包括融资担保和非融资担保；同时通过投资业务，提高自有资金收益率。中投保亦积极拓展财务顾问、资产管理等业务品种，为客户提供综合信用解决方案。此外，中投保大力推进数字化转型，打造数字化风控、打造金融科技集成平台，持续提升数字金融服务效能。截至 2024 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 278.60 亿元，所有者权益为 116.92 亿元；当年实现营业总收入 34.40 亿元，其中已赚保费 7.21 亿元，实现净利润 13.66 亿元。

中投保行业地位突出，近年来担保业务规模持续扩大。其中，债券担保占比较大，以公募城投债为主，近年来出于自身战略发展需要，中投保主动调整担保业务结构，降低城投债担保业务的比重，加强央企担保业务拓展力度，2024 年末债券担保余额有所减少；借款担保以小微普惠类的批量合作产品为主，其他融资担保服务于资产证券化等产品，二者均发展迅速；非融资性担保业务呈现较快增长，主要来自投标保函。中投保担保业务的行业集中度较高；客户分散度较好，主要来自于江苏、山东、浙江等发达省份。近年来，中投保的担保代偿率维持在较低水平，其通过反担保措施来控制损失风险，代偿项目追偿效果较好，当期代偿基本实现当期全额回收，代偿回收率保持较好水平，各类风险准备金计提也较为充足。投资业务方面，中投保资产配置方向主要包括定存、

理财、基金、债券、委托贷款等，公司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，中投保已根据会计准则有关预期信用减值损失的要求计提相应比例的减值损失。2024 年，得益于中金公司股票减持收益，中投保营业收入同比实现倍增，盈利水平大幅提高。但当年已赚保费小幅下降，剔除长股投处置收益后的其他投资收益同比下降，且近年来汇兑损益变动较大，未来将面临收益波动压力。

整体来看，中投保提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持两山国控主体信用等级为 AA⁺，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⁺。

附录一：

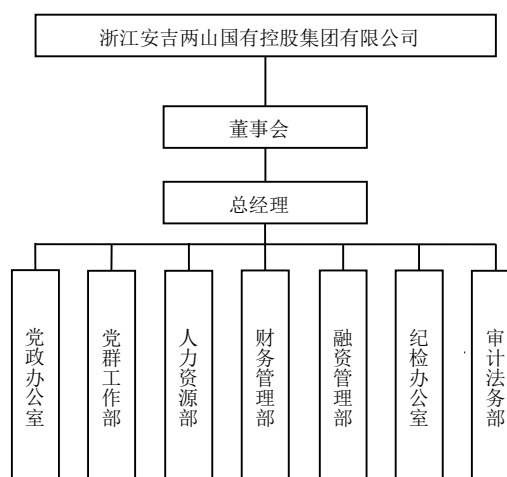
公司与实际控制人关系图



注：根据两山国控提供的资料整理绘制（截至 2024 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 2024 年末）

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	2024 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	472.61	333.63	0.05	6.29	-2.20	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	616.94	236.33	18.99	0.94	-22.43	合并口径
浙江安吉交通控股集团有限公司	安吉交控	100.00	安吉县交通设施投资、建设重要主体	378.62	179.19	14.34	0.88	2.92	合并口径，于 2025 年 1 月划出并表范围
浙江安吉产业控股集团有限公司	安吉产控	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	556.09	216.01	13.09	1.60	-27.59	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）	2024 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	1000.63	299.27	70.09	38.31	0.88	-7.51
宁波市奉化区投资集团有限公司	867.74	282.61	67.43	19.27	2.51	-41.35
浙江安吉两山国有控股集团有限公司	1551.93	584.27	62.35	45.01	2.01	-42.74

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]	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额[亿元]	1,275.67	1,499.40	1,551.93
货币资金[亿元]	86.27	90.56	59.41
刚性债务[亿元]	669.87	779.30	827.42
所有者权益[亿元]	493.89	567.07	584.27
营业收入[亿元]	43.18	50.26	45.01
净利润[亿元]	2.68	2.31	2.01
EBITDA[亿元]	15.52	16.57	18.83
经营性现金净流入量[亿元]	-141.14	-52.26	-42.74
投资性现金净流入量[亿元]	-42.38	-51.36	-18.04
资产负债率[%]	61.28	62.18	62.35
长短期债务比[%]	188.27	158.20	202.25
权益资本与刚性债务比率[%]	73.73	72.77	70.61
流动比率[%]	360.78	303.22	363.30
速动比率[%]	164.69	126.32	152.20
现金比率[%]	31.96	25.23	18.71
短期刚性债务现金覆盖率[%]	51.23	41.50	31.29
利息保障倍数[倍]	0.24	0.17	0.16
有形净值债务率[%]	196.65	230.44	218.04
担保比率[%]	32.64	46.18	54.27
毛利率[%]	8.82	9.91	4.55
营业利润率[%]	7.50	6.46	5.44
总资产报酬率[%]	0.74	0.52	0.48
净资产收益率[%]	0.64	0.43	0.35
净资产收益率*[%]	0.60	0.40	0.34
营业收入现金率[%]	94.87	88.00	105.34
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-60.28	-16.53	-12.55
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-23.98	-7.21	-5.32
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-78.38	-32.78	-17.85
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-31.18	-14.30	-7.57
EBITDA/利息支出[倍]	0.45	0.38	0.40
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02

注：表中数据依据两山国控经审计的 2022~2024 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(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末短期刚性债务余额} \times 100\%$
利息保障倍数(倍)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$
有形净值债务率(%)	$\text{期末负债合计} / (\text{期末所有者权益合计} - \text{期末无形资产余额} - \text{期末商誉余额} - \text{期末长期待摊费用余额} - \text{期末待摊费用余额}) \times 100\%$
担保比率(%)	$\text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$
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(%)	$\text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率(%)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率(%)	$\text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$
营业收入现金率(%)	$\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

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+使用权资产折旧+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]	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额[亿元]	279.76	275.47	278.60
货币资金[亿元]	31.87	17.81	14.42
所有者权益[亿元]	109.42	110.93	116.92
实收资本[亿元]	45.00	45.00	45.00
刚性债务[亿元]	167.19	161.62	122.68
营业总收入[亿元]	17.32	16.55	34.40
担保业务收入[亿元]	13.13	8.54	3.65
净利润[亿元]	5.43	5.71	13.66
担保发生额[亿元]	470.62	394.59	659.74
担保余额[亿元]	827.82	902.10	963.92
融资性担保责任余额[亿元]	506.67	519.53	493.76
当期担保代偿额[亿元]	1.06	2.51	3.70
风险准备金[亿元]	34.53	32.76	27.19
融资性担保放大倍数[倍]	5.37	5.23	4.63
净资产收益率[%]	4.92	5.18	11.99
累计担保代偿率[%]	0.18	0.41	0.61
当期担保代偿率[%]	0.38	0.78	0.62
累计代偿回收率[%]	97.39	101.64	96.63

注：表中数据依据中投保经审计的 2022~2024 年度财务数据整理、计算。融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算，取自中投保年报。

指标计算公式

指标名称	计算公式
融资性担保责任放大倍数[倍]	融资性担保责任余额/期末净资产，其中净资产为母公司净资产扣除对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资
净资产收益率（%）	净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2] × 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%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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。

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	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	2024 年 6 月 28 日	AA+/稳定	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）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 27 日	AA+/稳定	邬羽佳、孙粤	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）	-
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	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	2024 年 6 月 28 日	AAA	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）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 27 日	AAA	邬羽佳、孙粤	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）	-
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	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	2024 年 6 月 28 日	AA+	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）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 27 日	AA+	邬羽佳、孙粤	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。