



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2023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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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2023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”）所在区域环境较好，公司业务在安吉县天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、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，以及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

2023年06月28日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	163.44	135.48	117.95
所有者权益	72.46	71.15	57.97
总债务	87.27	61.70	59.08
资产负债率	55.67%	47.49%	50.85%
现金短期债务比	0.57	0.46	0.49
营业收入	5.86	9.44	9.04
其他收益	1.20	1.20	1.20
利润总额	1.02	1.03	1.14
销售毛利率	9.46%	9.71%	8.48%
EBITDA	2.09	1.88	1.82
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.62	0.44
经营活动现金流净额	-9.33	0.55	0.24

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：洪焯
hongy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

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，工业呈现绿色家居、健康休闲、装备制造三大类产业格局，2022 年绿色家居产业受冲击较大，新兴产业仍保持高速增长，产业转型持续推进，2022 年安吉县实现 GDP582.40 亿元。
- **公司业务在区域内仍具有一定的专营性。**公司为安吉县天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡从事基础设施建设的主要平台，业务在区域内具有一定的专营性；截至 2022 年末，公司已投待结算的项目成本规模较大，在建项目储备较充足，且区域待开发面积较大，公司主营业务持续性较好。
- **公司继续获得地方政府的大力支持。**2022 年安吉县财政局给予公司 1.20 亿元政府补助，较大程度提升了公司利润水平。
- **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形成一定占用，且 2022 年末公司货币资金受限比例高达 67.16%。
- **代建及自有经营项目尚需投入规模较高，资金支出压力仍较大。**2022 年，公司经营活动现金流净流出 9.33 亿元，公司主要在建代建及自营项目尚需投入资金规模较大，且资金大部分需要公司自筹。
- **债务规模持续增长，债务短期化程度高，偿债压力较大。**2022 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，同时，公司 EBITDA 对利息的保障能力进一步减弱，现金类资产对短期债务覆盖仍较为不足。
- **公司仍存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外提供担保金额合计 10.70 亿元，占同期末净资产 14.77%，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	资产负债率	所有者权益	营业收入
安吉紫梅	安吉县域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	43.21%	109.32	5.94
安吉修竹	安吉经济开发区基础设施建设任务	42.97%	114.40	6.85
安吉西北	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	57.09%	84.48	7.31
天子湖实业	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，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	55.67%	72.46	5.86

注：（1）安吉紫梅为安吉紫梅实业有限公司的简称、安吉修竹为浙江安吉修竹绿化工程有限公司的简称、安吉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 2022 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
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_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	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	4/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA

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

- 公司是安吉县重要的基础设施建设平台，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，主要体现在公司与安吉县政府联系非常紧密，且对政府而言非常重要。同时，中证鹏元认为安吉县政府提供支持的能力很强，主要体现在很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+ (22 浙天 01/22 天子湖 01)	2022-5-24	顾春霞、高爽	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+ (22 浙天 01/22 天子湖 01)	2023-2-21	顾春霞、高爽	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2022V1.0)	阅读全文

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	2022-05-24	2029-11-02
23 浙天 01/23 天子湖 01	5.00	5.00	2023-02-21	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“本次债券”），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2023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45.3万元，“23浙天01/23天子湖01”募集资金专项账户余额合计为39,519.98万元。

三、发行主体概况

2022年5月，根据《安吉县财政局关于同意浙江安吉建设控股集团有限公司股权无偿划入等事项的批复》，安吉县财政局将公司100%股权无偿转让给浙江安吉建设控股集团有限公司（以下简称“安吉建控集团”），公司已于2022年5月5日完成工商变更登记手续。截至2022年12月31日，公司注册资本和实收资本均为30,000万元，控股股东为安吉建控集团，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、鄞吴镇、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。

2022年公司合并报表范围新增1家子公司，减少1家子公司，详见下表。截至2022年末，纳入公司合并报表范围的子公司共6家子公司，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2022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
安吉科兴新能源有限公司	100.00%	50,000.00	光伏、新能源建设及技术服务	新设

2、2022年不再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	不再纳入的原因
安吉融创科技有限公司	100.00%	10,000.00	物业管理	股权划出

资料来源：公司2022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

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

城投行业政策环境

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企

业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

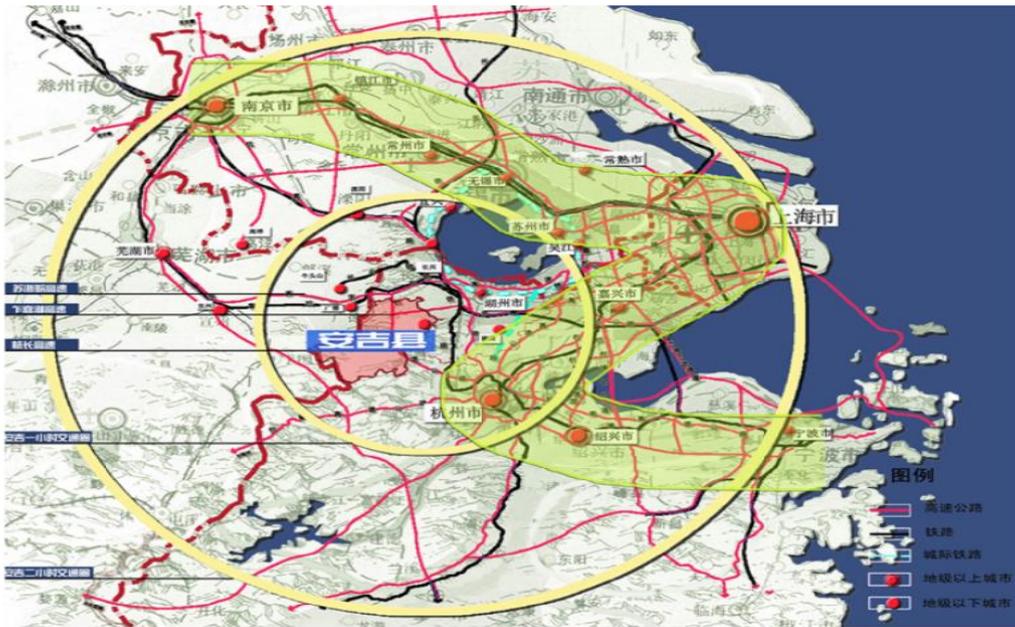
2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

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，工业呈现绿色家居、健康休闲、装备制造三大类产业格局，固定资产投资托底经济增长，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，2022年常住人口为59.61万人，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，西邻安徽省广德市、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，固定资产投资成为托底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，2022年实现GDP582.37亿元，经济体量在湖州市“两区三县”中居第四位，GDP增速仅0.9%，经济增长明显放缓；三次产业结构由2020年的5.8:44.4:49.8调整为2022年的5.2:46.8:48.1，经济结构以第二、三产业为主。按常住人口计算，2022年安吉县人均GDP为97,697元，是同期全国人均GDP的114.00%，经济发展水平尚可。2022年安吉县企业外贸订单量下降，外贸进出口总额同比下降6.9%，消费支撑不足，社会消费品零售总额同比仅增长1.7%，投资成为托底经济增长的最主要驱动力，固定资产投资同比增长7.6%。

表2 湖州市各区县 2022 年经济财政指标情况（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	897.3	3.5%	12.34	62.49	74.45
长兴县	853.4	4.2%	12.55	81.88	102.22
德清县	658.2	3.8%	11.89	79.84	106.62
安吉县	582.4	0.9%	9.77	62.48	89.54
南浔区	559.2	3.5%	10.24	39.55	50.50

注：吴兴区人均GDP取自统计公报，未包括南太湖新区，其余区县人均GDP根据同期末常住人口计算得到。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 安吉县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	582.37	0.9%	566.33	10.8%	487.06	4.3%
固定资产投资	244.88	7.6%	227.64	21.4%	187.59	6.9%

社会消费品零售总额	--	1.7%	--	8.1%	--	-3.4%
进出口总额	425.23	-6.9%	456.82	31.6%	347.13	26.4%
人均 GDP（元）		97,697		96,576		83,058
人均 GDP/全国人均 GDP		114.00%		119.26%		114.65%

注：“-”表示数据未公布；2020-2021 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：2020-2022 年安吉县国民经济和社会发展统计公报、国家统计局，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，呈现绿色家居、健康休闲、装备制造三大类产业格局，工业经济增长强劲。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，是习近平总书记“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，目前已初步形成健康休闲优势产业，绿色家居和高端设备制造两大主导产业，信息经济、通用航空和现代物流三大新兴产业的“1+2+3”生态产业体系。安吉县工业经济呈现以绿色椅业、绿色竹业、生态家纺为主的绿色家居产业，以绿色食品、健康医药为主的健康休闲产业和以高端装备、信息经济为主的装备制造产业为主的三大类产业格局，2022年实现规模以上工业增加值244.27亿元，同比小幅下降，其中绿色家居（绿色椅业、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30.0%、26.4%、21.5%、6.4%和7.2%；实现规模以上工业实现营业收入984.81亿元，同比下降4.7%，其中高新技术产业、战略新兴产业、装备制造业营业收入增速分别为-7.9%、2.0%和15.8%。

财政及债务水平：安吉县财政收入质量较高，财政自给能力尚可。2022 年安吉县实现一般公共预算收入 62.48 亿元，同比下降 5.1%，剔除留抵退税影响同口径增长 5.8%，税收收入占比为 91.34%，财政收入质量较高。2022 年安吉县财政自给率为 66.34%，财政自给能力尚可。2022 年全县实现政府性基金收入 89.54 亿元，同比增长 31.8%，主要得益于土地市场成交活跃，国有土地使用权出让收入同比大幅增长 79.9%。近年全县地方政府债务余额规模有所扩大，2022 年安吉县地方政府债务余额达 222.83 亿元，同比增长 7.97%。

表4 安吉县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	62.48	65.83	59.76
税收收入占比	91.34%	92.06%	89.69%
财政自给率	66.34%	74.24%	69.31%
政府性基金收入	89.54	67.95	74.57
地方政府债务余额	222.83	206.37	182.01

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：安吉县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2023 年 3 月末，安吉县主要已发债投融资主体有 10 家，其中一级平台主要为安吉两山、浙江安吉国控建设发展集团有限公司（以下简称“安吉国控”）和安吉建控，安吉两山下属子公司主要包括浙江安吉城市运营管理集团有限公司（以下简称“安吉城运”）和安吉县交通投资发展集团有限公司（以下简称“安吉交投”），安吉国控下属子公司主要包括安吉修竹和安吉西北，安吉建控下属子公司主要包括安吉紫梅和天子湖实业，具体见下表，安吉区域内城投公司数量较多，且债务体量总体较大。

表5 安吉县主要投融资主体情况（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	493.89	61.28%	43.18	507.14	安吉县主要的国有资本运营、土地整理和基础设施建设主体，主要承担控股职能
安吉国控	安吉县财政局	236.96	58.31%	15.53	289.49	安吉县基础设施建设、土地开发整理、农村宅基地整理和旅游项目开发等
安吉城运	安吉两山	192.85	62.00%	17.11	159.60	安吉县主要的土地整理和工程建设主体，负责安吉县城建设和运营
安吉产投	浙江安吉产业控股集团有限公司（以下简称“安吉产控”）	137.81	65.41%	8.33	196.05	安吉县灵峰旅游度假区设施建设和安吉县乡镇乡村振兴建设项目投资
安吉交投	安吉两山	117.28	58.80%	16.38	86.37	安吉县交通设施投资、建设重要主体
安吉城投	安吉城运	124.59	69.45%	15.54	166.62	安吉县土地整理开发、基础设施建设等业务
安吉紫梅	安吉建控	109.32	43.21%	5.94	75.38	安吉县域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
安吉修竹	安吉国控	114.40	42.97%	6.85	67.97	安吉经济开发区基础设施建设任务
安吉西北	安吉国控	84.48	57.09%	7.31	96.48	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
天子湖实业	安吉建控	72.46	55.67%	5.86	61.70	安吉县天子湖镇域内部分区域、鄣吴镇、溪龙乡主要基建主体，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：（1）总债务数据均为 2021 年数据，安吉城运总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券；（2）除总债务外，其他数据均为 2022 年末/2022 年度数据；（3）安吉产控为安吉两山控股子公司。

资料来源：iFinD、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是安吉县重要的基础设施建设主要平台，在区域内主要从事工程代建业务，具有一定区域专营性，受到委托方结算影响，公司 2022 年收入下降明显，毛利率则相对稳定

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、鄣吴镇、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。2022 年公司营业收入规模整体下滑 37.97%，主要原因系 2022 年工程项目结算较慢所致，但工程代建仍为公司主要收入和毛利润来源。

2022年公司各项毛利率保持稳定，膨润土业务毛利率小幅上升，但受毛利率较高的膨润土销售收入占比小幅下滑影响，公司2022年整体毛利率有所下滑。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	55,254.69	94.36%	8.04%	90,767.92	96.15%	8.04%
膨润土销售	1,531.98	2.62%	67.74%	2,745.75	2.91%	67.10%
停车费收入	1,768.07	3.02%	3.63%	884.04	0.94%	3.63%
合计	58,554.75	100.00%	9.46%	94,397.71	100.00%	9.71%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

（一）工程代建

受工程项目结算较慢影响，2022年公司工程代建结转金额下降，业务收入下滑39.13%，公司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，且具有一定的在建项目储备，工程代建业务持续性较好，但同时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天昊建设、新城新农村公司、天子湖新农村公司负责经营。公司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”），公司与其签订委托代建协议，负责代建项目的投融资与建设管理，并负责筹集建设资金。项目建成后由委托方一次性购买代建项目，并按照双方认定的购买原则向公司分期支付购买资金。收入结算方面，代建项目完成竣工验收后，按照成本加成原则进行购买，一般按照项目竣工审计/决算报告核定的金额加成一定比例确定回购金额，根据项目验收及结算确认实际发生成本。

2022年公司确认收入的项目主要为小微企业产业园区、高禹村项目、南湖监狱土地置换项目等，业务毛利率为8.04%，与2021年持平，2022年公司基础设施代建收入明细详见下表。

表7 2022年末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
小微企业产业园区	13,049.76	14,190.03

¹ 天子湖农开的控股股东与实际控制人均为湖州市际承接产业转移示范区管理委员会天子湖办事处，2017年湖州市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，湖州市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。根据湖州市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。

高禹村	10,003.79	10,877.91
南湖监狱土地置换	9,923.02	10,790.08
智能装备产业园区	6,962.67	7,571.06
天子湖大道亮化工程	6,156.60	6,694.56
高庄村农整项目	1,887.49	2,052.42
张芝农整项目	1,415.62	1,539.31
溪港村农整项目	943.75	1,026.21
古苑村农整项目	471.87	513.10
合计	50,814.58	55,254.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022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农整项目一期、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。公司主要在建项目计划总投资额46.49亿元，已投资30.31亿元，未来尚需投资16.18亿元，详见下表。

表8 截至2022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	尚需投资
全域整治成本	185,557	71,099	114,458
天子湖镇征迁清零冲刺行动	66,710	66,305	405
智能装备产业园区	58,315	58,029	286
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	48,424	19,701
安吉“兴才共富”创业示范区建设保障配套项目	23,193	15,479	7,714
省级示范区人才公寓建设工程项目	22,930	18,264	4,666
天子湖镇绿色生态修复综合改造工程	40,108	25,562	14,545
合计	464,937	303,162	161,775

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，截至2022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、彭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38.84亿元，已投资13.67亿元，未来尚需投资25.16亿元。考虑到在建代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9 截至2022年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	承建方	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	公司本部	132,570	46,238	86,332
彭润土生产矿区厂房升级改造	公司本部	142,800	43,299	99,501
园区厂房绿色升级改造	公司本部	87,247	36,037	51,210

天子湖镇城市 5G 智慧停车项目	天子湖新农村公司	25,752	11,147	14,605
合计	-	388,369	136,721	251,648

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，2022年受膨润土开采量及销售量下降影响收入下滑44.21%，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。2021年公司新设立安吉国开混凝土有限公司，用于膨润土加工产品的生产、销售。公司拥有安吉县天子湖镇红庙山膨润土矿采矿权，采矿权有效期至2026年2月，许可生产规模为12万吨/年。该矿许可采矿矿区面积为 0.2668 平方公里，膨润土可采储量为 150 万吨。开采的膨润土产品按品质划分为 A、C 两类，A 类产品为高品位膨润土，其化学成分稳定，被誉为“万能石”，主要用于动植物油冶炼工业、石油工业、造纸工业以及食品工业等；C 类膨润土为低品位膨润土，占可开采储量的 20%，主要用于陶瓷制造、铸造行业以及工程泥浆制造等。公司业务销售区域全部集中在浙江省，客户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，公司与主要客户均采用现款现货结算，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。2022年公司膨润土开采及销售业务实现收入0.15亿元，同比下降44.21%，毛利率为67.75%，较2021年小幅上升，收入下滑的主要原因系开采量和销售量有所下降。总体来看，膨润土开采及销售业务为公司提供了一定的收入与利润补充，但该板块受市场环境波动较大。

（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，2022年，公司停车费收入0.18亿元，较2021年同期增加0.09亿元，增幅较大，主要原因系停车场为2021年年中划入，因此2021年只有半年收入。停车费业务毛利率较为稳定，2021-2022年均均为3.63%，整体对公司收入及盈利形成一定补充。

地方政府继续给予公司较大力度支持，有效提升了公司盈利水平

2022年，公司收到安吉县财政局1.2亿元基础设施建设补贴，占2022年利润总额的117.57%，有效提

升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

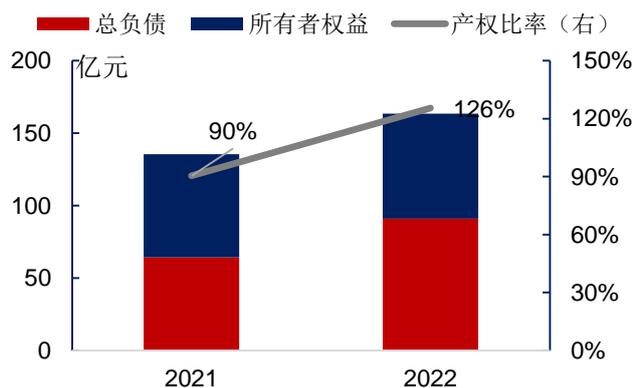
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年，安吉县财政局将子公司安吉融创科技有限公司划出天子湖实业，同时新设安吉科兴新能源有限公司，合并范围分别减少、新增各1家子公司。截至2022年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共8家，具体情况见附录五。

资本实力与资产质量

2022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形成一定占用，且公司货币资金受限比例较高，整体资产流动性较弱

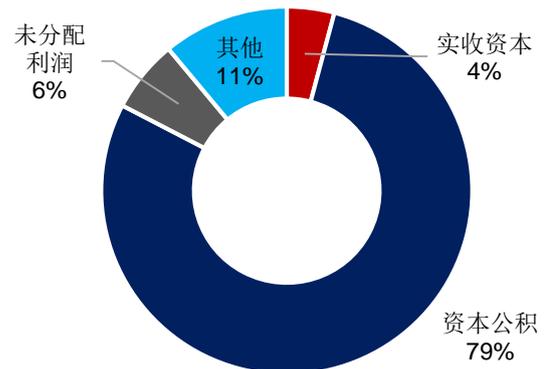
2022年公司债务规模增长较快使得总负债明显增长，同时，随着未分配利润的增加，2022年公司所有者权益有所增长，整体来看，公司产权比率由2021年末的90%上升至2022年末的126%，上升幅度较大，所有者权益对负债的保障力度一般。从权益结构来看，所有者权益仍然主要为安吉县政府对公司划拨股权与注入资产等形成的资本公积，占比达79%。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022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85.38%。

存货仍为公司最重要资产，2022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72.65亿元和待开发的土地使用权35.24亿元；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。2022年末，公司应收账款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；其他应收款主要为与当地国有企业及事业单位的往来款，账龄主要为1年以内；公司应收款项回收风险相对较小，但具体回收时间不明确，对营运资金形成一定占用。

其他资产方面，2022年末公司账上货币资金余额16.25亿元，其中10.91亿元为因存单质押、票据保证金而受限的货币资金，受限占比67.16%，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；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，2022年末账面余额9.05亿元，较2021年末上升0.49亿元。截至2022年末公司受限资产合计11.64亿元，主要为因借款而抵押的土地资产和因存单质押、票据保证金而受限的货币资金，受限资产占总资产比例为7.12%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.25	9.94%	9.60	7.09%
应收账款	5.89	3.60%	5.95	4.39%
其他应收款	2.87	1.76%	2.09	1.54%
存货	107.96	66.05%	87.57	64.63%
流动资产合计	133.06	81.41%	107.53	79.37%
在建工程	9.05	5.54%	8.56	6.32%
投资性房地产	13.78	8.43%	13.53	9.99%
无形资产	4.99	3.05%	5.19	3.83%
非流动资产合计	30.38	18.59%	27.95	20.63%
资产总计	163.44	100.00%	135.48	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年主要受工程代建业务施工缓慢影响，公司营业收入下滑较多，受益于公司投资性房地产公允价值上升及获得政府补贴力度维持较好水平，全年利润水平基本与2021年持平

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。2022年公司全年实现营业收入5.76亿元，较2021年明显下滑。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，为公司盈利提供了有益补充。2022年公司投资性房地产公允价值变动导

致余额提升0.25亿元，对全年利润形成了一定支撑。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，2022年公司收到的安吉县财政局划拨的财政补贴占当年利润总额的比重为117.57%。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	5.86	9.44
营业利润	1.03	1.02
其他收益	1.20	1.20
利润总额	1.02	1.03
销售毛利率	9.46%	9.71%

资料来源：公司 2021-2022 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，现金类资产对短期债务覆盖有所提升但整体水平仍然较低，备用流动性偏低，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，2022年末公司总债务规模增至87.27亿元，占负债总额的比例为95.92%。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和非标融资，2022年末占比分别约为47.35%、43.64%和9.00%，平均融资成本分别为5.2%、5.1%、5.8%。2022年3月，公司发行3年期美元债3,840.00万美元，2022年10月，公司发行7年期企业债7.00亿元，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2022年末，公司银行授信总额为55.79亿元，其中未使用额度为14.46亿元。

公司负债中有息债务占比较高，2022年末为95.92%，有息债务总额87.27亿元，整体偿债压力较大，其中短期债务占总负债的比重为31.16%，短期债务占比较高，2023年公司需偿还有息债务28.35亿元，短期偿债压力较大。其他负债主要包括其他应付款和递延所得税负债，2022年末，其他应付款余额1.00亿元，均为往来款，递延所得税负债2.45亿元，较2021年末小幅上升。

表12 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	5.2%	41.33	16.62	3.11	4.35	17.24
债券融资	5.1%	38.09	9.94	18.52	2.67	6.95
非标融资	5.8%	7.86	1.78	4.75	1.32	--
合计		87.27	28.35	26.39	8.35	24.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	11.80	12.97%	8.79	13.66%
应付票据	4.83	5.31%	0.00	0.00%
其他应付款	1.00	1.10%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	11.72	12.88%	12.14	18.88%
流动负债合计	29.61	32.54%	21.30	33.11%
长期借款	24.70	27.15%	12.98	20.18%
应付债券	28.15	30.93%	22.85	35.52%
长期应付款	1.07	1.18%	1.93	3.00%
递延所得税负债	2.45	2.70%	2.27	3.53%
其他非流动负债	5.00	5.50%	3.00	4.66%
非流动负债合计	61.37	67.46%	43.03	66.89%
负债合计	90.99	100.00%	64.33	100.00%
总债务	87.27	95.92%	61.70	95.90%
其中：短期债务	28.35	31.16%	20.93	32.54%
长期债务	58.92	64.76%	40.76	63.36%

资料来源：公司 2021-2022 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55.67%；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。公司短期债务规模仍维持较高水平，同期现金类资产对短期债务的保障程度较弱，整体偿债压力较大，需持续关注公司再融资情况。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	55.67%	47.49%
现金短期债务比	0.57	0.46
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.62

资料来源：公司 2021-2022 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，2022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，2022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。2022年5月，公司董监高发生变化，由胡佳文任执行董事兼总经理，方丹任监事。

过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（均为2023年5月11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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外提供担保金额合计10.70亿元，占同期末净资产的14.77%。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15 截至2021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
浙江天子湖实业投资有限公司	安吉中盛农业发展有限公司	1,000.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	安吉县天子湖农业综合开发有限公司	4,000.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	浙江安吉建设控股集团有限公司	5,000.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	安吉兴港建设有限公司	2,000.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	安吉彩峰贸易有限公司	15,000.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	安吉紫梅实业有限公司	20,000.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	安吉紫梅实业有限公司	18,300.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	浙江安吉建设控股集团有限公司	10,000.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	浙江安吉建设控股集团有限公司	20,000.00	无
浙江天子湖实业投资有限公司	安吉美城绿化工程有限公司	11,000.00	无
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	340	无
安吉县天子湖新农村建设开发有限公司	安吉县天子湖镇良朋村经济合作社	400	无
合计		107,040.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2022年12月31日，公司注册资本和实收资本均为30,000万元，控股股东为安吉建控集团，实际控制人为安吉县财政局，公司董事及总经理由控股股东

安吉建控集团任命，安吉县政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对影响力。

(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。公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

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年安吉县财政局向两山国控合计增资29.00亿元，截至2022年末，两山国控注册资本为50.00亿元，实收资本为49.02亿元，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。2019-2021年两山国控分别实现主营业务收入20.16亿元、28.67亿元和38.91亿元，收入规模稳步增长，2021年商品贸易收入、土地业务收入和设施建设工程构成公司营业收入主要部分，其中商品贸易业务收入增长较快。近年公司设施建设工程毛利率逐渐下降，商品贸易收入占比提升，但商品贸易业务毛利率水平波动较大，2019-2021年两山国控主营业务毛利率分别为10.08%、7.84%和9.89%，盈利能力波动较大。截至2021年末，安吉国控资产总额为943.42亿元，所有者权益合计350.58亿元，资产负债率为62.84%。

表16 近年两山国控主营业务收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2022年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商品贸易板块	24.26	9.57%	17.36	11.05%	4.13	4.32%
房地产开发业务	1.72	3.33%	3.97	19.24%	1.99	10.50%
土地业务板块	2.78	8.50%	5.06	7.35%	5.33	8.11%

设施建设工程板块	6.58	9.37%	6.04	8.48%	11.24	10.54%
工程建设	1.99	20.49%	2.55	13.96%	0	-
公共水务业务	3.03	0.38%	2.53	5.81%	1.81	-9.79%
交通运输板块	0.82	-42.20%	0.63	-77.17%	0.78	-79.63%
文化旅游板块	0.51	19.23%	0.50	42.16%	0.21	32.25%
担保融租业务	0.52	16.79%	0.27	20.93%	0.49	18.29%
能源及矿产销售	0	-	0	-	1.47	37.32%
其他业务板块	0	-	0	-	1.22	27.56%
合计	42.21	8.06%	38.91	9.89%	28.67	7.84%

资料来源：2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

表17 两山国控主要财务指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	1,275.67	943.42	874.43
所有者权益	493.89	350.58	295.46
总债务	614.34	507.14	460.31
资产负债率	61.28%	62.84%	66.21%
现金短期债务比	0.58	0.58	0.51
营业收入	43.18	39.85	32.31
其他收益	9.86	7.43	5.32
利润总额	3.18	3.38	2.33
销售毛利率	8.82%	10.58%	10.71%
EBITDA	15.64	10.79	8.63
EBITDA 利息保障倍 数	--	0.49	0.35
经营活动现金流净额	-141.14	-51.47	-15.84

资料来源：公司 2020-2022 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，近年工业经济增长强劲，经济实力持续增强。公司作为安吉县重要的基础设施建设主体，主要从事天子湖镇域内部分区域、鄞吴镇、溪龙乡的城市基础设施建设、绿化工程、新农村建设、膨润土及其制品销售等业务，2022 年受经济环境影响业务出现较大幅度下降，但公司所负责的代建业务在区域内具备一定的专营性，公司待结算的项目建设成本规模较大，未来收入可得到保障，此外，政府对公司亦持续保持较强的支持力度。同时，我们也注意到，随着在建工程代建及自营项目持续投入，公司未来面临的资金支出压力较大，且面临较大的偿债压力。综合来看，公司抗风险能力尚可。

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+。

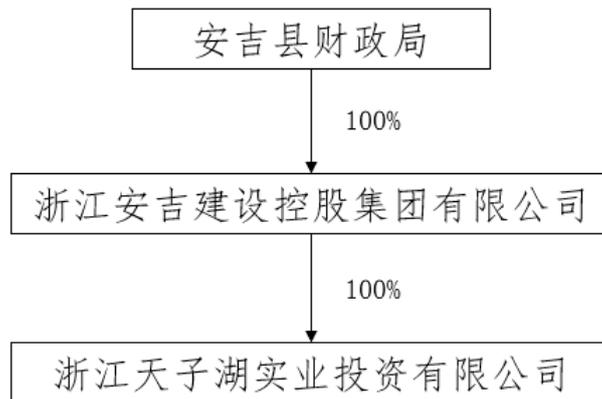
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	16.25	9.60	15.41
应收账款	5.89	5.95	5.63
应收票据	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）	2.87	2.09	1.99
存货	107.96	87.57	90.75
流动资产合计	133.06	107.53	115.88
固定资产	0.27	0.27	0.29
在建工程	9.05	8.56	0.00
其他权益工具投资	1.09	0.10	0.10
其他非流动金融资产	1.07	0.16	0.00
投资性房地产	13.78	13.53	0.00
无形资产	4.99	5.19	0.20
非流动资产合计	30.38	27.95	2.07
资产总计	163.44	135.48	117.95
短期借款	11.80	8.79	5.16
应付账款	0.22	0.21	0.20
应付票据	4.83	0.00	1.50
其他应付款（合计）	1.00	0.00	0.59
一年内到期的非流动负债	11.72	12.14	25.10
流动负债合计	29.61	21.30	32.66
长期借款	24.70	12.98	13.59
应付债券	28.15	22.85	4.37
长期应付款（合计）	1.07	1.93	2.40
递延所得税负债	2.45	2.27	0.00
其他非流动负债	5.00	3.00	6.97
非流动负债合计	61.37	43.03	27.32
负债合计	90.99	64.33	59.98
其中：短期债务	28.35	20.93	31.76
总债务	87.27	61.70	59.08
所有者权益	72.46	71.15	57.97
营业收入	5.86	9.44	9.04
营业利润	1.03	1.02	1.14
其他收益	1.20	1.20	1.20
利润总额	1.02	1.03	1.14
经营活动产生的现金流量净额	-9.33	0.55	0.24
投资活动产生的现金流量净额	-0.96	-8.19	-0.19

筹资活动产生的现金流量净额	13.14	0.47	7.71
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	9.46%	9.71%	8.48%
资产负债率	55.67%	47.49%	50.85%
短期债务/总债务	32.48%	33.93%	53.75%
现金短期债务比	0.57	0.46	0.49
EBITDA（亿元）	2.09	1.88	1.82
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.62	0.44

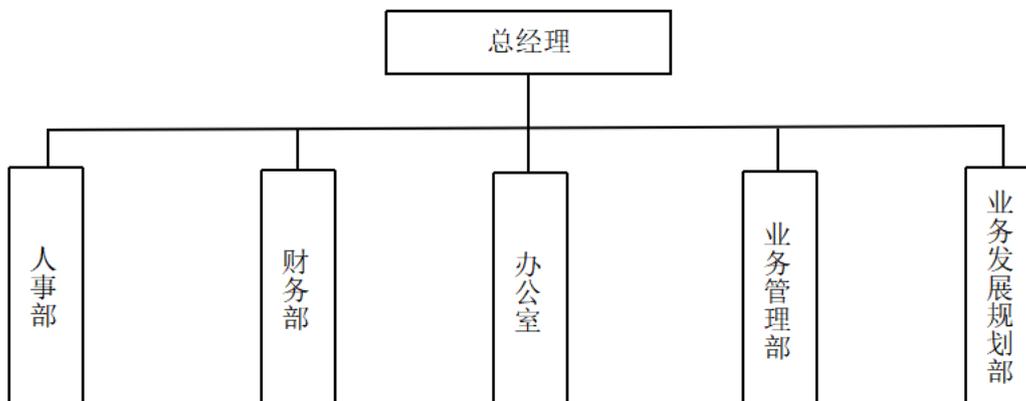
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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

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。